

IV. Migliorare gli assetti macroprudenziali

La Grande Crisi Finanziaria (GFC) ha messo in luce l'inadeguatezza dei requisiti prudenziali pre-crisi e i limiti degli strumenti volti a preservare la stabilità finanziaria allora esistenti. Le autorità di tutto il mondo hanno reagito rafforzando la regolamentazione e la vigilanza finanziaria (Capitolo III) e adottando un orientamento macroprudenziale nei confronti della stabilità finanziaria. I nuovi assetti macroprudenziali si focalizzano sulla stabilità dell'intero sistema finanziario e sulla sua influenza sull'economia reale, piuttosto che mirare unicamente alla stabilità delle singole istituzioni¹. Si tratta di un aspetto importante poiché la GFC e altre crisi prima di essa hanno dimostrato che possono formarsi vulnerabilità a livello di sistema anche quando le singole istituzioni, prese isolatamente, appaiono stabili. Di fatto, diverse crisi finanziarie sistemiche degli ultimi decenni, inclusa la GFC, sono state causate dalla prociclicità del sistema finanziario, ossia la sua tendenza ad amplificare le fasi di espansione e di contrazione, spesso con serie ripercussioni sul contesto macroeconomico².

L'esperienza passata dimostra che sono stati compiuti progressi notevoli, sebbene occorra fare di più. Gli assetti macroprudenziali si sono rivelati molto utili come complemento alle altre riforme finanziarie messe in atto in seguito alla GFC. Le misure macroprudenziali permettono di costituire delle riserve, scoraggiano la concessione di prestiti a rischio e rafforzano la resilienza del sistema finanziario. Esse possono inoltre contenere l'espansione del credito ma, nella loro attuale implementazione, l'impatto contenitivo sui boom non è sempre riuscito ad evitare la comparsa dei noti segnali di squilibri finanziari. Inoltre, come accade con qualsiasi medicina, queste misure presentano effetti collaterali. Tutto ciò suggerisce che la loro efficacia sarebbe maggiore se integrate in un quadro di riferimento per la stabilità macrofinanziaria di più ampio respiro, che includa altre politiche, in particolare monetarie, di bilancio e strutturali.

Il presente capitolo è articolato come segue. La prima sezione illustra gli elementi chiave degli assetti macroprudenziali e le principali difficoltà di attuazione. La seconda analizza in che modo le autorità hanno gestito o potrebbero gestire alcune di queste difficoltà, quali l'individuazione dei rischi, la scelta degli strumenti, la comunicazione delle politiche e la governance. La terza sezione passa in rassegna i riscontri empirici dell'impatto delle misure macroprudenziali. Infine, l'ultima sezione presenta il ruolo delle misure macroprudenziali in un quadro di stabilità macrofinanziaria di più ampio respiro e il coordinamento con le altre politiche. Due riquadri analizzano, rispettivamente, gli approcci macroprudenziali in materia di attività sui mercati dei capitali e il ricorso agli interventi sui mercati valutari per ridurre il rischio sistemico.

Assetti macroprudenziali: determinanti e difficoltà

Sebbene il termine risalga agli anni settanta, è rimasto ampiamente sconosciuto fino agli inizi di questo secolo, quando il Direttore generale della BRI, Andrew Crockett, ha esortato ad adottare un approccio "macroprudenziale" in tema di stabilità finanziaria³. Nel suo discorso, Andrew Crockett distingue la dimensione macroprudenziale della stabilità finanziaria, ossia la stabilità del sistema finanziario,

dalla dimensione microprudenziale, ossia la stabilità delle singole istituzioni. A differenziare le due prospettive non sono tanto gli strumenti specifici, che sono spesso i medesimi, quanto le ragioni del loro utilizzo e il modo in cui sono calibrati.

È stata necessaria la GCF per mettere in evidenza i limiti della prospettiva microprudenziale. Dopo la crisi, con il riconoscimento di questi limiti da parte degli ambienti ufficiali, sempre più paesi hanno adottato mandati di stabilità finanziaria e messo in atto misure macroprudenziali. Il termine "macroprudenziale" è quindi entrato a far parte del linguaggio comune delle banche centrali (grafico IV.1, diagramma di sinistra) e di altre autorità. Inoltre, il numero medio di misure macroprudenziali attuate post-crisi è aumentato significativamente sia nelle economie avanzate (EA) sia in quelle emergenti (EME) (grafico IV.1, diagramma di destra)⁴. In particolare, negli ultimi anni il ricorso alle misure macroprudenziali è stato più massiccio nelle economie avanzate.

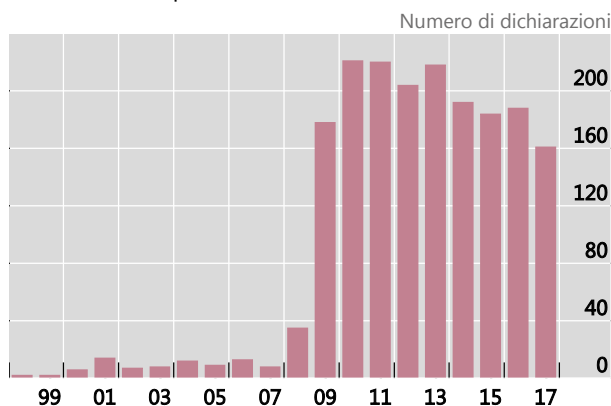
L'FSB, l'FMI e la BRI hanno stabilito gli elementi chiave di un assetto macroprudenziale in una serie di documenti preparati per il G20⁵, individuando tre obiettivi intermedi: (1) rafforzare la resilienza del sistema finanziario agli shock aggregati costituendo e liberando risorse precauzionali; (2) contenere i boom finanziari; e (3) ridurre le vulnerabilità strutturali del sistema finanziario derivanti da esposizioni comuni, interconnessioni e dal ruolo cruciale dei singoli intermediari. Questo capitolo si concentra principalmente sui primi due obiettivi, che rimandano alla dimensione "temporale" del rischio sistemico. Perseguendo questi obiettivi, le misure macroprudenziali possono accrescere la resilienza e contenere i cicli finanziari.

L'adozione di un approccio macroprudenziale alla stabilità finanziaria presenta un certo numero di difficoltà. Innanzitutto, l'obiettivo finale – la stabilità finanziaria – è arduo da definire. Per questa ragione le autorità si limitano spesso a obiettivi intermedi, come il miglioramento del credito o degli standard di gestione dei rischi, il rafforzamento della resilienza delle banche e la riduzione delle oscillazioni del credito⁶. Gli obiettivi intermedi possono contribuire a una migliore comunicazione delle misure macroprudenziali e a un maggior coordinamento tra le diverse autorità responsabili della stabilità finanziaria. Tuttavia, essi possono essere ancora troppo vaghi quando si tratta di analizzare l'impatto di determinate misure.

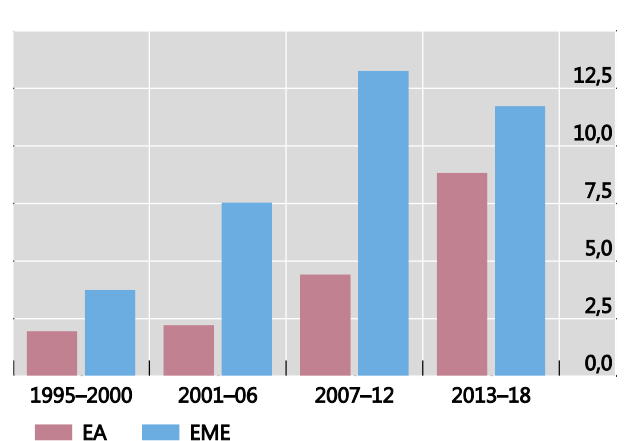
L'approccio macroprudenziale diventa prassi comune

Grafico IV.1

Dichiarazioni rilasciate da banche centrali che citano il termine "macroprudenziale"



Crescente ricorso alle misure macroprudenziali nel tempo¹



¹ Le barre mostrano il numero medio di misure macroprudenziali all'anno per 10 economie in ogni gruppo di economie.

Fonti: Discorsi dei governatori delle banche centrali della BRI; elaborazioni BRI basate sulle misure macroprudenziali riportate nella Tabella IV.1.

In secondo luogo gli obiettivi macroprudenziali possono entrare in conflitto con quelli di altre politiche. Tale criticità deriva dal fatto che le autorità macroprudenziali ricorrono tipicamente a strumenti potenzialmente utilizzabili anche per altri scopi o in altri ambiti. Ad esempio, in una fase di boom le autorità di vigilanza bancaria potrebbero non considerare necessario inasprire i requisiti prudenziali, dal momento che gli istituti appaiono solidi se considerati isolatamente, mentre le autorità macroprudenziali potrebbero essere maggiormente preoccupate dalla prociclicità del sistema finanziario e dall'assunzione di rischio a livello aggregato e quindi potrebbero voler adottare strumenti prudenziali più restrittivi. Inversamente, in una fase di rallentamento generalizzato le autorità macroprudenziali potrebbero voler liberare le risorse precauzionali in modo da attenuare l'impatto sull'economia reale, mentre le autorità di vigilanza bancaria potrebbero preferire che gli istituti conservino il maggior capitale possibile, allo scopo di resistere meglio a possibili future perdite. Inoltre, potrebbero nascere delle tensioni tra le autorità macroprudenziali e le autorità monetarie e i governi. La loro risoluzione rende ancora più necessaria la definizione di appropriati meccanismi di governance.

Un terzo elemento è rappresentato dalla difficoltà generale di individuare le vulnerabilità finanziarie con la tempestività e la certezza sufficienti per intervenire. In alcuni casi, può essere complicato discernere tra la formazione di squilibri finanziari e i necessari processi di finanziarizzazione e di innovazione finanziaria. Le vulnerabilità possono inoltre accumularsi su diversi anni senza condurre a situazioni di tensioni acute. Nel frattempo il sistema può apparire stabile, soprattutto dato che segnali di basso rischio (ad esempio la compressione degli spread) possono di fatto semplicemente riflettere un'elevata assunzione di rischio. E l'adozione di provvedimenti più restrittivi quando il sistema finanziario è già vulnerabile potrebbe innescare proprio quella instabilità che si cerca di evitare.

Una quarta difficoltà è costituita dall'immobilismo che potrebbe essere indotto dai costi economici derivanti dall'attuazione di misure preventive e dalla difficoltà di individuare tempestivamente i rischi sistemici. Per prima cosa, benché un intervento tempestivo sia spesso più efficace, le autorità sono generalmente caute nel lanciare falsi allarmi, e preferiscono aspettare e valutare la reale pericolosità di determinati sviluppi. Inoltre, se il costo sul breve termine degli interventi preventivi è abbastanza evidente, i benefici sul lungo termine, benché notevoli⁷, sono più difficilmente discernibili, dato che raramente si attribuisce il non verificarsi di una crisi alle autorità e alle loro politiche. Di fatto le misure preventive possono incontrare particolare sfavore, dato che limitano potenzialmente l'accesso al credito proprio quando il quadro generale sembra positivo. In questo contesto si potrebbe essere fortemente tentati di sostenere che questa volta "la situazione è diversa" e che non è quindi necessario intervenire⁸.

Infine, l'impatto delle misure macroprudenziali può essere difficile da misurare, data l'ampia gamma di potenziali strumenti, le loro complesse interazioni e, spesso, la scarsità di indicazioni circa la loro efficacia. E questo può succedere anche quando l'obiettivo è ben definito. Le possibili interazioni tra la politica monetaria e le misure macroprudenziali rendono il quadro ancora più complesso. Infatti, malgrado i recenti progressi, i modelli che tracciano un collegamento tra settore finanziario ed economia reale tendono ad essere altamente stilizzati⁹. Di conseguenza, si può affermare che la calibrazione delle misure macroprudenziali è più un'arte che una scienza esatta.

Quando e dove intervenire?

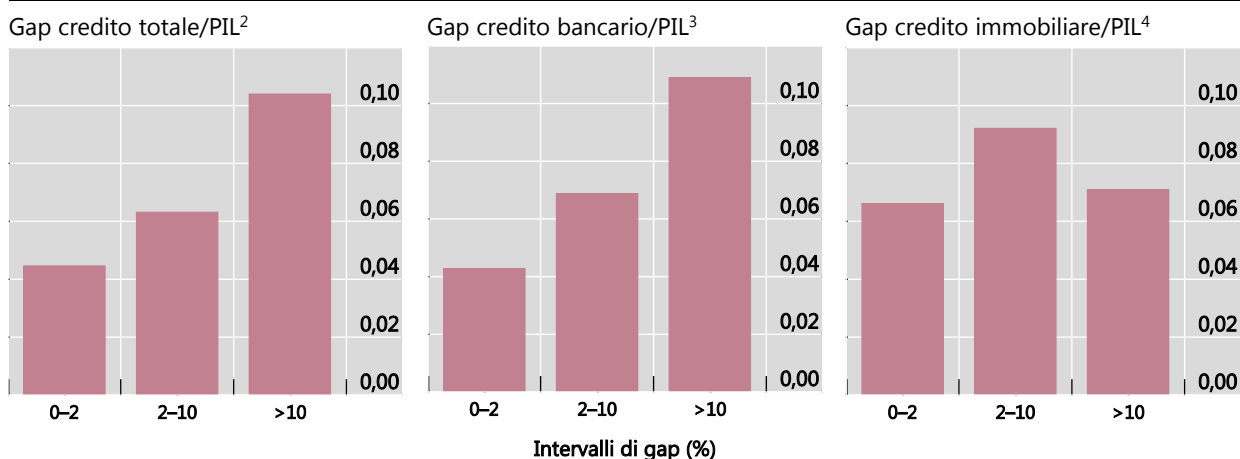
A distanza di dieci anni dall'ingresso del concetto di approccio "macroprudenziale" nel linguaggio quotidiano dei responsabili delle politiche, esiste un numero crescente di ricerche analitiche ed esperienze pratiche relative alle modalità con cui affrontare alcuni degli aspetti che vi sono legati. Questa sezione esamina, in successione, le difficoltà legate all'individuazione dei rischi, alla selezione e alla calibrazione degli strumenti, alla comunicazione e alla governance.

Individuazione dei rischi

Gli indicatori di allerta precoce sono un utile punto di partenza per l'individuazione dei rischi sistemici. Sono generalmente calibrati in funzione delle crisi passate e della loro potenziale capacità di averle predette. Diversi studi rilevano che, quando il credito e i prezzi delle attività iniziano a deviare dalle loro tendenze di lungo periodo e superano determinate soglie critiche, tali indicatori permettono di individuare i boom insostenibili con ragionevole precisione e con diversi anni di anticipo rispetto allo sviluppo di una vera e propria crisi¹⁰. Ciononostante, essi possono anche generare falsi allarmi, se non altro perché le loro soglie critiche si basano su medie che prendono in considerazione un vasto campione di paesi su lunghi periodi temporali. Di conseguenza, possono non cogliere in maniera sufficientemente precisa le caratteristiche specifiche a ogni paese e le evoluzioni del sistema finanziario nel tempo, incluse quelle avvenute in reazione alle nuove regolamentazioni.

Nel complesso, gli indicatori di allerta precoce costituiscono un utile primo passo nell'individuazione dei rischi, ma devono essere accompagnati da analisi più approfondite. Ad esempio, la distribuzione delle esposizioni tra i diversi mutuatari può essere importante: anche se il mutuatario medio presenta una situazione solida, il fallimento di una massa critica di mutuatari in situazione di vulnerabilità può propagarsi attraverso il sistema e causare un evento sistemico. Tuttavia, la sola analisi a livello di singole istituzioni non è sufficiente dato che non può misurare l'impatto delle vulnerabilità sul sistema finanziario e sul contesto macroeconomico¹¹.

Un metodo diffuso per stimare la resilienza del sistema finanziario sono le prove di stress a livello aggregato o macroeconomico. Ad esempio, le principali banche centrali delle economie avanzate ricorrono a questo metodo, e tutte le banche centrali delle economie emergenti che hanno risposto a una recente indagine della BRI lo hanno usato o prevedono di farlo¹². Questo strumento permette di valutare la resilienza in risposta a ipotetici shock macroeconomici e finanziari poco probabili ma di forte impatto. Le prove di stress hanno il vantaggio di essere prospettiche e di poter coprire diversi scenari. Per questo motivo sono uno strumento valido per la valutazione di determinate vulnerabilità sistemiche, permettendo ad esempio di determinare l'ammontare di patrimonio necessario durante una crisi finanziaria in corso. Ma, per lo stesso motivo, sono meno utili per individuare i rischi quando la gamma di scenari è più ampia. Le prove di stress presentano anche altre lacune. Possono permettere di valutare, ad esempio, l'immediato impatto di un calo dei prezzi delle abitazioni e di un aumento dell'insolvenza di mutui sui bilanci delle banche, ma sono meno efficaci nel cogliere gli effetti di secondo impatto derivanti da vendite forzate, minore liquidità di mercato o dal rallentamento della spesa e dall'aumento della disoccupazione che consegue a questo tipo di shock finanziari¹³. Di fatto, le prove di stress realizzate prima della GCF hanno offerto poche indicazioni di rischi significativi per il settore bancario¹⁴.



¹ I valori sull'asse verticale rappresentano il numero di trimestri per economia in cui è stato attuato almeno un intervento restrittivo diviso il numero totale di trimestri per economia per i quali il gap è nell'intervallo specificato. Il rispettivo gap credito/PIL è calcolato utilizzando un filtro Hodrick-Prescott unilaterale con lambda 400 000. ² Il credito totale si riferisce all'ammontare totale di credito verso il settore privato non finanziario di un'economia concesso da istituti bancari e non bancari sotto forma di prestiti e titoli di debito. ³ Il credito bancario si riferisce all'ammontare di credito concesso da istituti bancari al settore privato non finanziario. ⁴ Il credito immobiliare si riferisce all'ammontare di prestiti immobiliari concessi dal settore bancario.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Date le difficoltà nell'individuare i rischi in maniera precoce e con sufficiente certezza, spesso le autorità attendono di vedere se uno sviluppo avrà conseguenze avverse. Questa tendenza può influenzare i tempi degli interventi di inasprimento durante un boom creditizio. Ad esempio, la frequenza degli interventi di inasprimento accelera quando il gap del credito supera la soglia inferiore del 2% indicata nelle linee guida di calibrazione del buffer patrimoniale anticiclico del Comitato di Basilea (Grafico IV.2, tutti i diagrammi). Quando i gap del credito totale e del credito generico del settore bancario superano i 10 punti percentuali della soglia superiore delle linee guida, gli interventi di inasprimento tendono ad essere usati con maggiore frequenza (diagramma di sinistra e centrale). Di contro, quando il gap del credito immobiliare supera la soglia di 10 punti percentuali, gli interventi restrittivi tendono ad essere usati in maniera leggermente meno frequente (diagramma di destra). Una possibile spiegazione è che le autorità nazionali sono in grado di individuare con maggiore facilità gli squilibri finanziari che si formano nel mercato immobiliare e di conseguenza adottare interventi restrittivi in maniera più tempestiva, impedendo al gap di superare la soglia.

Selezione e calibrazione degli strumenti

Una vasta gamma di strumenti potenziali può essere usata per ridurre il rischio sistemico, sebbene in alcune giurisdizioni ostacoli di natura giuridica o problemi di coordinamento possano restringere in maniera significativa il campo di quelli effettivamente utilizzabili. Essenzialmente tutti gli strumenti prudenziali, come le restrizioni su particolari tipologie di credito e i requisiti patrimoniali o di liquidità, possono essere usati sia in ambito macroprudenziale sia in un senso più

Ricorso alle misure macroprudenziali per tipologia di credito, tipologia di strumento e regione

Numero di provvedimenti, 1995-2018

Tabella IV.1

Forma di credito mirata Tipologia di strumento	Regione ¹						
	Asia- Pacifico [11]	Europa centrale e orientale [14]	America latina [6]	Medio Oriente e Africa [4]	Nord America [2]	Europa occi- dentale [18]	Tutte le economie [55]
<i>Credito di tipo generico</i>	31	156	68	5	–	56	316
Buffer patrimoniali anticiclici	3	4	–	–	–	6	13
Limiti su posizioni, liquidità o disallineamenti valutari	8	32	15	1	–	7	63
OR ² basati su afflussi di capitale o su passività valutarie	5	44	17	4	–	–	70
OR ² marginali basati sulla crescita del credito o sulle attività	–	24	25	–	–	6	55
Altri ³	5	1	–	–	–	5	11
<i>Credito immobiliare/al consumo/alle famiglie</i>	168	125	24	13	13	114	457
Massimali sul rapporto LTV ⁴ e divieti di prestito	76	37	9	4	7	35	168
Massimali sui rapporti DSTI e DTI ⁵ e altri criteri di concessione	49	34	4	3	6	23	119
Ponderazioni di rischio	17	40	8	4	0	42	111
Regole di accantonamento per perdite su crediti	15	3	3	2	0	10	33
Altri ⁶	11	9	–	–	–	1	21
<i>Crediti societari (inclusi prestiti per l'acquisto di immobili commerciali)⁷</i>	18	19	2	–	–	24	63
<i>Credito a istituzioni finanziarie⁸</i>	2	2	2	–	–	3	9
<i>Totale⁹</i>	219 (1,00)	302 (1,02)	96 (0,88)	18 (0,29)	13 (0,31)	197 (0,49)	845 (0,75)
<i>Per memoria: Totale</i>	158 (0,72)	219 (0,74)	52 (0,48)	18 (0,29)	–	66 (0,17)	513 (0,46)
OR ² medi basati sulle passività generali	115	159	50	17	–	34	375
Requisiti di liquidità ¹⁰	43	60	2	1	–	32	138

Asia Pacifico = AU, CN, HK, ID, IN, KR, MY, NZ, PH, SG e TH; Europa centrale e orientale = BG, CZ, EE, HR, HU, LT, LV, PL, RO, RS, RU, SI, SK e TR; America latina = AR, BR, CL, CO, MX e PE; Medio Oriente e Africa = AE, IL, SA e ZA; Nord America = CA e US; Europa occidentale = AT, BE, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IS, IT, LU, NL, NO, PT e SE.

¹ Le cifre in parentesi quadre indicano il numero di economie in ogni regione. ² Obblighi di riserva. ³ Requisiti patrimoniali strutturali addizionali, altri requisiti patrimoniali addizionali e regole di accantonamento per perdite su credito generico. ⁴ Rapporto prestito/garanzia (LTV). ⁵ DSTI = rapporto servizio del debito/reddito; DTI = rapporto debito/reddito. ⁶ Limiti di esposizione al settore immobiliare e limiti ai prestiti in valuta estera alle famiglie. ⁷ Compresi i massimali sui rapporti LTV e DSTI, le ponderazioni del rischio, le regole di accantonamento per perdite su credito e i limiti alle esposizioni. ⁸ Compresi i limiti alle esposizioni interbancarie, limiti alle esposizioni alle istituzioni finanziarie non bancarie e ponderazione del rischio sulle esposizioni verso istituzioni finanziarie. ⁹ Le cifre nelle parentesi indicano il numero medio di interventi per paese e per anno in ogni regione. ¹⁰ Liquidity Coverage Ratio, Net Stable Funding Ratio e coefficiente di attività liquide.

Fonti: Budnik e Kleibl (2018); Reinhardt e Sowerbutts (2016); Shim et al (2013); statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tradizionalmente microprudenziale. Inoltre, gli strumenti di politica monetaria possono anche essere utilizzati in maniera macroprudenziale, ad esempio sotto forma di riserve obbligatorie o di interventi sui mercati valutari¹⁵.

In pratica, gran parte degli strumenti è stata adottata principalmente nei confronti di diverse tipologie di crediti bancari (tabella IV.1) Le autorità dell'Asia Pacifico e dell'Europa centrale e orientale sono state quelle più attive. Diverse economie hanno altresì introdotto misure nei confronti delle ipoteche sugli immobili commerciali e dei prestiti verso società di sviluppo immobiliare. In particolare, la maggior parte degli Stati membri dell'Unione europea ha modificato le ponderazioni del rischio per i prestiti garantiti da immobili commerciali, mentre alcune economie emergenti hanno modificato i massimali sui rapporti prestito/garanzia (loan-to-value, LTV), sui rapporti servizio del debito/reddito (debt service-to-income, DSTI) e sulle esposizioni, oltre alle norme in materia di accantonamento per perdite su crediti sui prestiti per l'acquisto di immobili commerciali (tabella IV. A1). Sebbene la maggior parte delle misure si concentri sul credito del settore bancario, le autorità hanno reagito al peso crescente del finanziamento sui mercati applicando altresì una prospettiva macroprudenziale alle operazioni sui mercati dei capitali delle società di gestione patrimoniale e di altri investitori istituzionali (Riquadro IV.A).

Gli strumenti operano attraverso diversi meccanismi. Alcuni fanno riferimento alle caratteristiche del mutuatario, pur essendo applicati sul fronte del creditore. Un esempio sono i massimali sui rapporti prestito/garanzia (LTV), debito/reddito (DTI) e servizio del debito/reddito (DSTI). Ciò accresce la resilienza dei mutuatari rispetto alle oscillazioni dei prezzi delle abitazioni o dei redditi, limitando a sua volta il rischio di credito dei creditori. Contenendo l'effettiva domanda di credito, possono anche frenare la crescita del credito e, indirettamente, anche quella dei prezzi delle abitazioni. Altri strumenti agiscono direttamente sul fronte del creditore. Si tratta ad esempio dei requisiti patrimoniali anticiclici, delle regole sugli accantonamenti e dei limiti posti all'espansione del credito. Gli strumenti patrimoniali, in particolare, aumentano le riserve delle banche volte ad assorbire le perdite, a condizione che gli istituti siano effettivamente in grado di attingervi in caso di tensioni. Inoltre, i requisiti patrimoniali e quelli relativi agli accantonamenti accrescono il costo della concessione di crediti immobiliari, e ciò dovrebbe rallentare l'espansione del credito.

L'ampio numero di strumenti potenziali permette alle autorità di agire su specifiche esposizioni o attività¹⁶. Ad esempio, il Banco Central do Brasil ha imposto restrizioni su alcuni prestiti per l'acquisto di auto considerati particolarmente rischiosi, ma non su tutti¹⁷. Queste azioni mirate possono ridurre i costi degli interventi, ma presentano anche inconvenienti. Innanzitutto tendono ad avere delle conseguenze più immediate in termini di ripartizione, e ciò può tradursi in maggiori pressioni politiche. In secondo luogo, sono più vulnerabili a "dispersioni", definite come la migrazione delle attività prese di mira al di fuori dell'ambito di applicazione dello strumento.

Le dispersioni possono assumere diverse forme. Da un lato vi sono manovre di natura evasiva che semplicemente cambiano veste all'attività presa di mira dal provvedimento, senza modificare la natura dei rischi. In Malaysia, ad esempio, l'applicazione di massimali ai rapporti prestiti/garanzia (LTV) sui mutui ai privati ha portato ad un aumento degli acquisti di case da parte di società create con lo scopo specifico di aggirare la misura di restrizione¹⁸. Le esposizioni possono anche essere trasferite verso istituti di credito che non ricadono nel provvedimento in questione, ad esempio banche ombra o intermediari ubicati all'estero. Alcuni riscontri indicano che misure macroprudenziali attuate nei confronti del credito bancario hanno

condotto a un'espansione del credito concesso dagli istituti non bancari e che le misure nei confronti dell'indebitamento verso banche estere hanno alimentato l'emissione di obbligazioni societarie offshore¹⁹. Queste dispersioni possono ridurre la diretta esposizione al rischio dei sistemi bancari nazionali ma non la probabilità di tensioni nel settore societario.

In parte in reazione a queste dispersioni, in diversi casi le autorità hanno progressivamente ampliato l'ambito di applicazione delle misure utilizzate, ad esempio estendendo l'insieme delle attività prese di mira. In altri casi, hanno adottato un approccio relativamente generalizzato, attuando un ventaglio di misure allo scopo di ridurre i possibili canali di evasione²⁰.

Un approccio più ampio che ricorre a diversi strumenti può essere più efficace nel cogliere i rischi, tuttavia esso presenta anche inconvenienti. Ad esempio può facilmente diventare complesso e difficile da comunicare. Nei casi estremi può succedere che le autorità macroprudenziali assumano il ruolo di decisori in ambito di concessione del credito²¹. E può complicare la calibrazione di strumenti singoli, rendendo più difficile la valutazione delle loro interazioni e degli effetti complessivi.

Le autorità macroprudenziali hanno affrontato le difficoltà di calibrazione degli strumenti in diversi modi. In alcuni casi, le banche centrali si sono affidate a stime econometriche che collegano interventi e risultati. In altri hanno usato microdati per stimare gli effetti di specifiche misure sul credito²². Nelle situazioni complesse più comuni, hanno fatto ricorso a prove di stress,²³ modelli calibrati²⁴ o giudizi semplici.

Una reazione alquanto comune all'incertezza circa il funzionamento degli strumenti è quella di cominciare in maniera circoscritta per poi aumentare l'intensità, l'ambito e la frequenza delle misure fino a quando gli effetti non diventano più evidenti²⁵. Un approccio graduale di questo tipo è coerente con la visione secondo la quale di fronte all'incertezza occorre cautela. Gli ingenti costi di una crisi, tuttavia, possono far pendere la bilancia verso interventi più decisivi in fasi più precoci²⁶.

Comunicazione

Come in diversi altri ambiti decisionali, adottare una comunicazione efficace è essenziale per raggiungere gli scopi prefissati. Attraverso la comunicazione si possono spiegare gli obiettivi, la strategia e il processo di policy al pubblico e così facendo promuovere il sostegno politico. Inoltre, grazie alla comunicazione le autorità possono condividere le loro analisi sui rischi sia con le parti interessate sia con il pubblico più in generale, accrescendo l'efficacia delle politiche²⁷.

Affinché la comunicazione ottenga gli effetti desiderati, il messaggio deve essere trasmesso in maniera efficace ai giusti interlocutori. In funzione dei principali destinatari si determinano il contenuto, il grado di sofisticazione e i canali usati. La maggior parte delle banche centrali comunica sui rischi legati alla stabilità finanziaria attraverso discorsi, conferenze stampa e Financial Stability Reviews (rapporti periodici sulla stabilità finanziaria). Questi rapporti sono utili per comunicare con gli specialisti, ma essi possono facilmente risultare opachi agli occhi di un pubblico più vasto, non da ultimi i proprietari di abitazioni²⁸. Di conseguenza, diverse autorità si avvalgono altresì di canali più mirati. La Reserve Bank of India, ad esempio, emette comunicati stampa brevi e semplificati destinati ad un pubblico dotato di conoscenze finanziarie limitate. Un altro strumento comunemente usato sono le relazioni con i media, sviluppate ad esempio attraverso le riunioni informative.

Da un certo punto di vista la comunicazione può persino essere considerata come uno strumento macroprudenziale a sé stante²⁹. In teoria gli avvertimenti lanciati dalle banche centrali potrebbero evitare sviluppi avversi, rendendo qualsiasi successivo intervento non necessario. In pratica, esempi di situazioni in cui questi moniti hanno avuto un effetto senza necessitare successivi interventi concreti (o la loro minaccia) sono piuttosto rari. In Cile gli avvertimenti lanciati dalla banca centrale del paese nel suo rapporto sulla stabilità finanziaria tra giugno e dicembre 2012 sembrano aver influenzato i criteri di concessione dei prestiti, con un incremento dei mutui con rapporti prestiti/garanzie (LTV) inferiori³⁰.

Governance

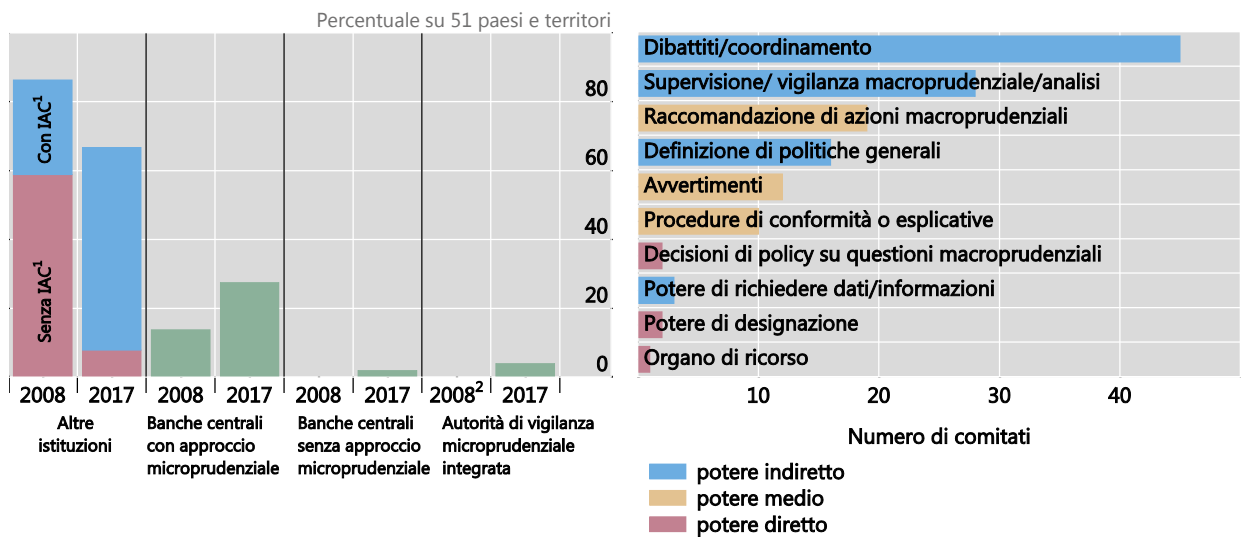
Le diverse finalità degli strumenti, la possibilità di forti pressioni politiche e il disallineamento tra mandati e strumenti impongono la necessità di dispositivi di governance appropriati. Ciò implica diversi aspetti: avere un obiettivo operativo chiaro; fornire l'incentivazione necessaria ad agire e gli strumenti commisurati all'obiettivo; garantire la responsabilità e la trasparenza³¹; assicurare un coordinamento efficace tra le diverse politiche che hanno un impatto sulla stabilità finanziaria³².

I meccanismi istituzionali che governano gli assetti macroprudenziali variano a seconda dei paesi. Il più comune assegna le funzioni macroprudenziali a diversi organismi che si coordinano attraverso un comitato (grafico IV.3, diagramma di sinistra). Nel secondo meccanismo più comune entrambe le responsabilità, macroprudenziale e microprudenziale, sono attribuite alla banca centrale. Risultano di gran lunga meno comuni gli altri dispositivi possibili, come la condivisione delle responsabilità senza ricorrere a un comitato di coordinamento ufficiale, o l'attribuzione delle responsabilità macroprudenziali a un'autorità di vigilanza microprudenziale integrata.

Non è ancora possibile esprimere un giudizio definitivo sull'efficacia di questi dispositivi. In particolare, molti non allineano pienamente le responsabilità in materia di stabilità finanziaria con i poteri decisionali sugli strumenti necessari. Molti comitati interistituzionali istituiti dopo la GCF non hanno forte potere decisionale (grafico IV.3, diagramma di destra). Inoltre, sono davvero pochi i mandati di stabilità finanziaria post-crisi che menzionano esplicitamente trade-off tra gli obiettivi delle diverse politiche e ancor meno le modalità per risolverli. In risposta a un'indagine della BRI, solo 6 su 14 banche centrali delle economie emergenti che hanno fatto parte di comitati interistituzionali hanno affermato di averne tratto beneficio dal punto di vista del coordinamento delle politiche³³. Diversi partecipanti hanno sottolineato che i poteri decisionali rimanevano prerogativa delle singole autorità, facendo sorgere dubbi riguardo all'efficacia del coordinamento. In alcuni casi la stessa ampiezza di tali comitati complica la presa di decisioni³⁴. Nel Regno Unito il sistema tripartita che comprende il Ministero del Tesoro, la banca centrale e l'autorità di vigilanza è stato abbandonato e la maggior parte dei compiti e delle responsabilità relative alla stabilità finanziaria è stata trasferita alla Bank of England.

Chi è responsabile delle politiche macroprudenziali?

I comitati interistituzionali hanno perlopiù poteri indiretti³



¹ IAC = comitati interistituzionali. ² Dati non disponibili. ³ Un'istituzione può avere diverse caratteristiche.

Fonte: indagini BRI.

Gli impatti finora osservati

In definitiva, le misure macroprudenziali sono efficaci se garantiscono la stabilità del sistema finanziario. Questo criterio di riferimento, tuttavia, è troppo generico per essere utile quando si tratta di valutare l'efficacia dei singoli strumenti. Criteri più precisi si focalizzano su obiettivi maggiormente specifici, come il contenimento della crescita di una particolare tipologia di credito o l'incremento della resilienza del sistema finanziario nei momenti di tracollo dei boom finanziari o di shock severi. L'efficacia può essere misurata dalla variazione del tasso di crescita del credito o dall'aumento dei buffer patrimoniali o di liquidità nel sistema bancario.

Evidenze empiriche dell'impatto complessivo delle misure macroprudenziali suggeriscono che queste hanno generalmente raggiunto il loro obiettivo di rafforzare la resilienza del sistema finanziario. Per loro stessa costruzione, i requisiti patrimoniali e di liquidità accrescono le riserve disponibili per, rispettivamente, assorbire future perdite e attraversare periodi di illiquidità. Detto ciò, essi raggiungono questo obiettivo solo quando è effettivamente possibile attingervi al momento opportuno. Modificando il prezzo relativo di diverse forme di credito, i requisiti di capitale o gli obblighi di riserva su particolari tipi di prestiti possono inoltre influenzare la composizione del credito, con la conseguente diminuzione della rischiosità delle attività di prestito³⁵. Tutto ciò dovrebbe tradursi in un sistema finanziario più resiliente e quindi più stabile, come suggerito dai pochi studi econometrici che misurano l'impatto delle misure macroprudenziali sui rischi del settore bancario³⁶.

Vi sono inoltre indicazioni secondo cui alcune misure macroprudenziali hanno contenuto dei boom finanziari. Regressioni su dati panel per un ampio campione di paesi indicano che massimali sui rapporti LTV e DSTI più restrittivi possono contribuire a contenere la crescita del credito immobiliare (grafico IV.4, diagramma

centrale di sinistra)³⁷. Massimali sui rapporti DSTI più restrittivi sembrano inoltre frenare la crescita dei prezzi delle abitazioni (diagramma in basso a sinistra). Questi risultati sono ampiamente in linea con la letteratura empirica³⁸ e con le analisi interne di diverse banche centrali³⁹. I massimali sui rapporti LTV e DSTI e i limiti alla crescita del credito e ai prestiti in valuta estera sembrano avere effetti di moderazione anche sulla crescita delle attività e dell'indebitamento delle banche⁴⁰. Alcuni riscontri indicano, analogamente, che i limiti alle posizioni valutarie hanno un impatto misurabile sulla crescita del credito (diagramma in alto a sinistra)⁴¹. Altre misure, tuttavia, hanno effetti meno discernibili o si muovono addirittura nella direzione sbagliata⁴².

È interessante notare che l'allentamento dei requisiti sui rapporti prestito/garanzia (LTV) o servizio del debito/reddito (DSTI) non sembra avere alcun effetto sul credito o sui prezzi delle abitazioni (grafico IV.4, diagrammi di destra). Queste asimmetrie sono ancora una volta in linea con la letteratura empirica. Sembra che le misure restrittive siano in grado di scoraggiare l'espansione del credito, mentre quelle di allentamento non lo incoraggiano particolarmente durante i rallentamenti finanziari, risultando così un esercizio inutile ("pushing on a string"). Osservare l'impatto delle misure di allentamento sul credito complessivo, tuttavia, può non costituire il criterio più adatto per valutarne il successo. Un miglior criterio sarebbe quello di considerare se le misure contribuiscono ad evitare inutili riduzioni dell'offerta del credito e non se evitano una necessaria riduzione della leva⁴³.

L'allentamento delle misure di allentamento attraverso la liberazione di risorse precauzionali, tuttavia, non è privo di problemi. I mercati possono interpretare un allentamento discrezionale delle riserve patrimoniali o di liquidità durante le fasi di rallentamento come un segnale di peggioramento della situazione piuttosto che come uno strumento per stabilizzare il sistema finanziario. Di conseguenza, per essere efficaci durante i bust, può essere necessario che le riserve siano in un primo tempo sufficientemente elevate per poi essere rilasciate in maniera non discrezionale⁴⁴.

Alcune misure macroprudenziali sembrano aver contribuito a rallentare la crescita del credito, ma il loro impatto restrittivo sui boom finanziari non ha sempre evitato la comparsa di squilibri finanziari⁴⁵. Non è ancora chiaro se ciò rifletta una propensione all'immobilismo, che conduce ad interventi tardivi o eccessivamente timidi, un timore di effetti collaterali che limita la forza delle misure, manovre di evasione oppure un qualsivoglia limite intrinseco degli strumenti.

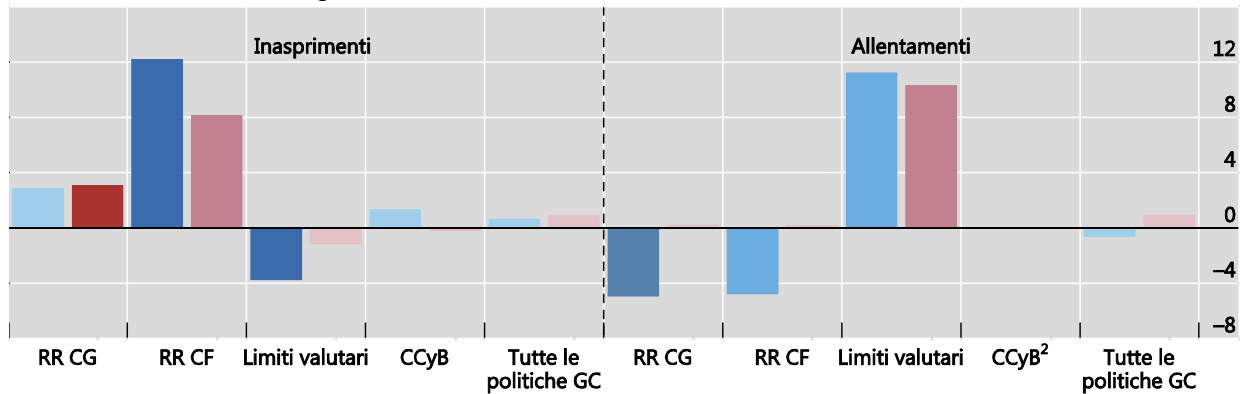
Le misure macroprudenziali tendono a prendere di mira specifiche attività o esposizioni, tuttavia i loro effetti sono spesso molto più ampi. Ad esempio l'attivazione del buffer patrimoniale anticiclico sui mutui in Svizzera ha innescato un aumento del credito societario⁴⁶. Un effetto di propagazione di questo tipo nella maggior parte dei casi è inevitabile e differisce dalle manovre di natura evasiva che lasciano i rischi essenzialmente immutati. In linea più generale, la stessa analisi di regressione su dati panel sugli effetti diretti fornisce altresì prove di propagazioni e dispersioni. In particolare, la crescita dei crediti immobiliare, al consumo e alle famiglie si è notevolmente accelerata nel trimestre successivo l'attuazione di misure restrittive sul credito societario, inclusi i prestiti per l'acquisto di immobili commerciali (grafico IV.5). Inoltre, gli interventi di policy volti a limitare il credito al consumo sembrano aver sostenuto il credito immobiliare mentre quelli volti a limitare il credito immobiliare sembrano aver incoraggiato il credito al consumo e ciò indica

Effetti diretti delle misure macroprudenziali sul credito bancario e sui prezzi delle abitazioni¹

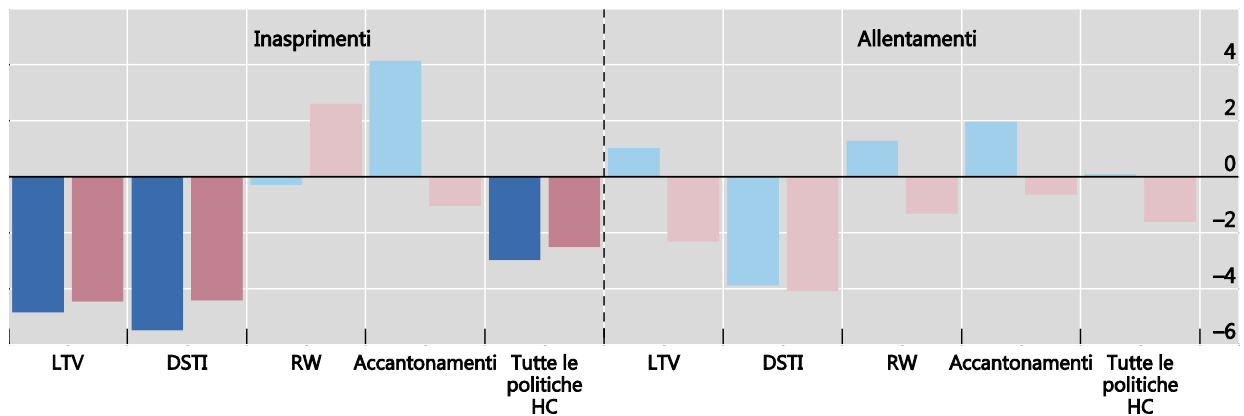
In punti percentuali

Grafico IV.4

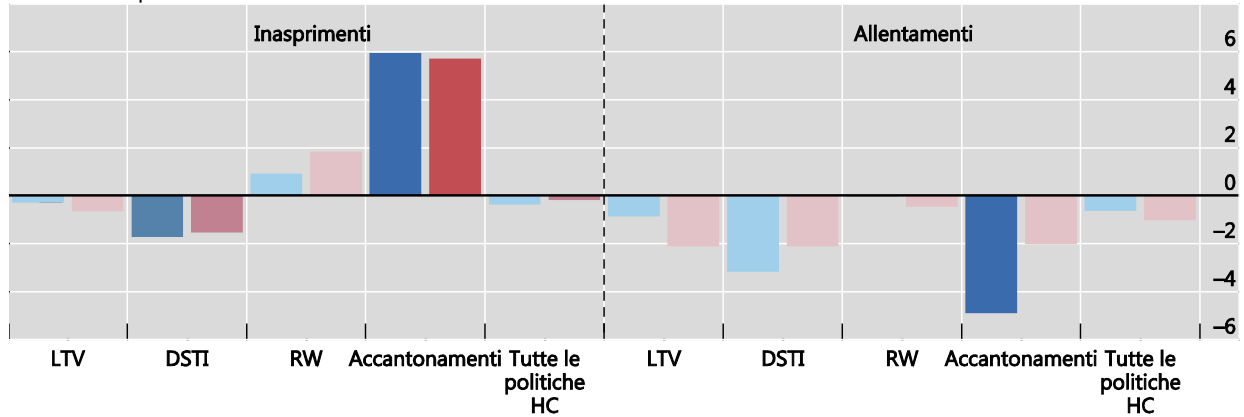
Crescita del credito bancario in termini reali



Crescita del credito immobiliare in termini reali



Crescita del prezzo delle abitazioni in termini reali



Significatività al:
 impatto su un trimestre: 1% (dark blue), 5% (medium blue), 10% (light blue), Nessuna significatività (lightest blue)
 impatto cumulato su un anno: 1% (dark red), 5% (medium red), 10% (light red), Nessuna significatività (lightest red)

Tutte le politiche GC = tutti gli interventi di policy sul credito bancario di tipo generico; tutte le politiche HC = tutti gli interventi di policy sul credito immobiliare; CCyB = buffer patrimoniali anticiclici; DSTI = massimali sui rapporti servizio del debito/reddito, debito/reddito e altri criteri di concessione; limiti valutari = limiti sulle posizioni o disallineamenti valutari; LTV = massimali sui rapporti prestiti/garanzie e divieti di prestito; accantonamenti = regole di accantonamento per perdite su crediti immobiliari; RR CF = obblighi di riserva basati su afflussi di capitale o su passività valutarie; RR CG = obblighi di riserva marginali basati sulla crescita del credito o sulle attività; RW = ponderazioni del rischio sui prestiti immobiliari.

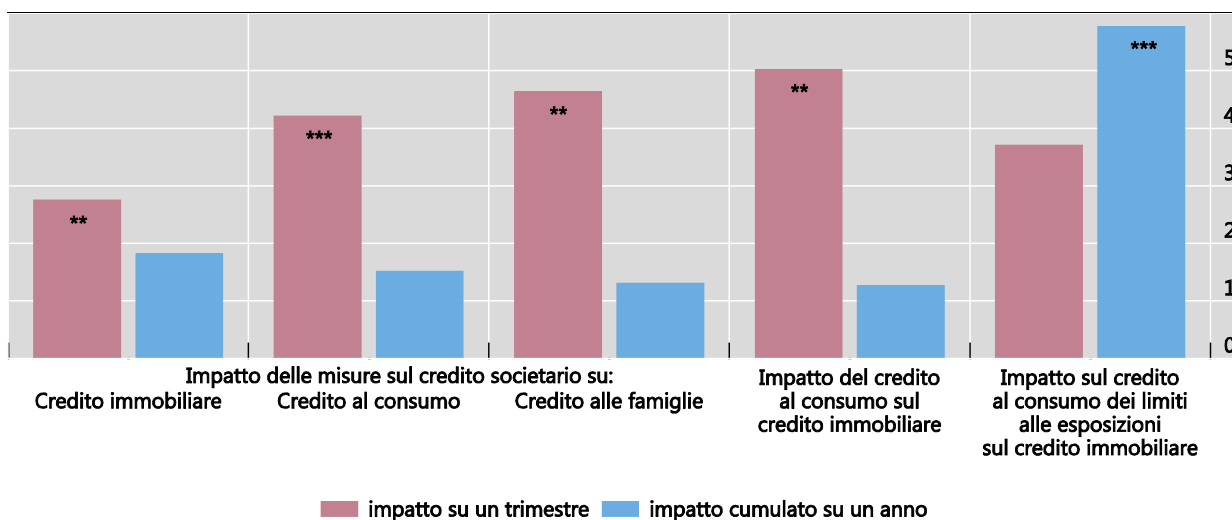
¹ Il segno atteso per le colonne relative all'inasprimento (allentamento) è negativo (positivo). ² Dati non disponibili.

Fonte: Elaborazioni BRI basate su Kuttner e Shim (2016).

Effetti di misure macroprudenziali restrittive mirate su altre tipologie di credito

In punti percentuali

Grafico IV.5



/ denotano significatività statistica ai livelli del 5/1%.

Fonte: Elaborazioni BRI basate su Kuttner e Shim (2016).

probabili dispersioni. Se queste risposte comportamentali debbano destare preoccupazione dipenderà dal loro impatto sui rischi sistemici.

Analogamente alle misure di politica monetaria, le misure macroprudenziali influenzano l'attività economica agendo sul costo dell'indebitamento o modificando l'accesso ai finanziamenti delle famiglie o delle società. Un numero relativamente ridotto di studi ha rilevato che misure macroprudenziali restrittive tendono a ridurre la crescita del prodotto, ma le indicazioni dei loro effetti sull'inflazione sono alquanto discordanti⁴⁷.

Per essere completa un'analisi degli impatti delle politiche deve considerare gli effetti collaterali. Questi effetti possono manifestarsi sotto molte forme. Le misure, ad esempio, possono avere effetti di ripartizione indesiderati, come limitare l'accesso ai finanziamenti alle parti che ne hanno la maggiore necessità e scoraggiare l'innovazione finanziaria. Tali misure possono anche distorcere l'allocazione del credito. Sfortunatamente disponiamo ancora di poche indicazioni relative a questi aspetti.

In un mondo integrato dal punto di vista finanziario, gli sviluppi in un paese possono far sorgere rischi sistemici in un altro. Ad esempio, bassi tassi di interesse e misure di politica monetaria non convenzionali nelle principali economie avanzate post-crisi si sono tradotti in ampi afflussi di capitale verso i mercati emergenti ed economie avanzate aperte di piccole dimensioni, alimentando boom finanziari interni⁴⁸. Misure macroprudenziali possono inoltre condurre ad effetti di propagazione internazionale. Studi recenti, ad esempio, hanno rilevato che la regolamentazione di banche multinazionali nei loro paesi di residenza influenza i criteri di concessione dei prestiti di tali istituti in altri paesi⁴⁹.

Verso un quadro di riferimento integrato per la stabilità macrofinanziaria

L'adozione di un approccio maggiormente macroprudenziale della regolamentazione e della vigilanza finanziaria rappresenta un importante passo in avanti nell'individuazione e nella riduzione dei rischi legati alla stabilità finanziaria. Esso rappresenta un importante cambiamento culturale nel concetto di rischio, dato che riconosce i limiti dei prezzi di mercato come indicatori di rischio così come l'importanza della tendenza all'autorafforzamento dei boom e bust finanziari ("cicli finanziari") e le considerazioni a livello dell'intero sistema finanziario. Inoltre, l'istituzione di assetti macroprudenziali ha permesso di rafforzare la resilienza del sistema finanziario e di moderarne gli eccessi.

Allo stesso tempo, questi assetti non costituiscono un rimedio assoluto. Il compito di garantire una stabilità finanziaria sostenibile è chiaramente complesso. Fare affidamento su un'unica serie di strumenti, anche se basati su solidi meccanismi, non è sufficiente. Ad esempio, se è vero che le misure macroprudenziali possono contenere l'espansione del credito, quelle attuate fin qui, persino laddove in maniera molto attiva, non hanno necessariamente evitato la comparsa dei noti segnali di squilibri finanziari. Dati i costi economici e sociali delle crisi finanziarie e i costi macroeconomici dei cicli finanziari in maniera più generale, non sarebbe prudente fare affidamento esclusivamente agli assetti macroprudenziali per ottenere i risultati desiderati.

Tutto ciò indica che gli assetti macroprudenziali dovrebbero essere integrati in un quadro di stabilità macrofinanziaria più olistico, inclusivo ed equilibrato. Insieme a una regolamentazione e una vigilanza finanziaria maggiormente orientate a una prospettiva microprudenziale, un quadro di questo tipo comprenderebbe anche politiche monetarie, di bilancio e strutturali. L'obiettivo finale sarebbe quello di far operare diverse politiche in parallelo per garantire la stabilità finanziaria e macroeconomica creando al contempo una crescita sostenibile sul lungo termine. Come minimo un tale quadro ridurrebbe anche il rischio che diverse politiche possano agire in direzioni opposte.

L'elaborazione di un quadro di questo tipo presenta difficoltà analitiche e questioni pratiche. Presentiamo qui alcune osservazioni generali.

Un elemento importante del quadro di stabilità macrofinanziaria è la politica monetaria. I tassi di interesse influenzano direttamente sia i prezzi delle attività sia la volontà e la capacità dei mutuatari di indebitarsi. Inoltre, in parte per le stesse ragioni, essi paiono influenzare l'assunzione di rischio degli operatori economici⁵⁰. Di conseguenza, la politica monetaria influenza il ciclo finanziario e il rischio sistemico e, attraverso di essi, le fluttuazioni macroeconomiche. E ciò accade indipendentemente dal fatto che essa operi attraverso i tassi di interesse, operazioni di bilancio o interventi sui mercati dei cambi (Riquadro IV.B)⁵¹. Di conseguenza, appare quantomeno indispensabile che le autorità monetarie e macroprudenziali prendano in considerazione le rispettive azioni nel processo decisionale.

Fino a che punto la politica monetaria debba considerare la stabilità finanziaria è una questione controversa. La risposta dipende da una serie di fattori, tra cui il grado di influenza della politica monetaria sull'assunzione del rischio, sul debito e sui prezzi degli asset, l'efficacia degli interventi macroprudenziali, la natura particolare dei rischi, e gli effetti collaterali degli interventi intrapresi⁵². Le misure macroprudenziali, ad esempio, hanno il vantaggio di poter gestire rischi più granulari,

come quelli sui mutui, mentre la politica monetaria ha un impatto più pervasivo e quindi può limitare le dispersioni e gli arbitraggi regolamentari⁵³. Analogamente, nelle economie più aperte, tassi di interesse più elevati hanno lo svantaggio di incoraggiare maggiori afflussi di capitale e apprezzamenti dei tassi di cambio, il che potrebbe compensare almeno in parte la loro influenza restrittiva sulla formazione di squilibri finanziari. Le misure macroprudenziali, invece, non presentano questi limiti. Inoltre, è precisamente in questo contesto che gli interventi sui mercati valutari possono contribuire ad elaborare interventi di policy più equilibrati. E ciò può avvenire costituendo delle riserve a cui attingere quando il contesto cambia e limitando l'impatto espansivo dell'apprezzamento dei tassi di cambio sugli afflussi di capitale e l'accumulo di squilibri (Riquadro IV.B e Capitolo II)⁵⁴. Detto ciò, c'è sempre qualche tensione quando le misure macroprudenziali e quelle di politica monetaria operano in direzione opposta, per esempio quando i tassi di interesse vengono ridotti per far fronte a timori inflazionistici mentre le misure macroprudenziali vengono inasprite per contenere l'accumulo di squilibri finanziari.

Queste sono solo alcune delle tante considerazioni che devono essere esaminate nel valutare il ruolo della politica monetaria e delle misure macroprudenziali in un contesto di stabilità macrofinanziaria. Esse permettono di spiegare l'ampiezza dei possibili ruoli che la politica monetaria può in principio svolgere, dal fungere semplicemente da rete di sicurezza per delle misure macroprudenziali più mirate all'assumere un ruolo molto più preminente. Risulta chiaro che un ruolo molto più attivo della politica monetaria richiede un'interpretazione flessibile degli obiettivi di inflazione, in modo da riconciliare al meglio gli obiettivi di stabilizzazione sul breve periodo con una stabilità finanziaria e quindi macroeconomica sul lungo termine. Ciò, a sua volta, necessita uno spostamento su orizzonti più lunghi rispetto ai due anni frequentemente adottati. Questi aggiustamenti fornirebbero il margine di manovra necessario per fronteggiare la formazione più lenta di vulnerabilità finanziarie collegate al ciclo finanziario (Capitolo I)⁵⁵.

La politica di bilancio è un altro elemento chiave di un quadro di stabilità macrofinanziaria di più ampio respiro⁵⁶. Politiche di bilancio relativamente restrittive possono contribuire a limitare la formazione di squilibri durante i boom finanziari e, cosa più importante, permettere di costituire delle riserve alle quali poter attingere per attenuare gli effetti reali dei rallentamenti finanziari. Ad esempio, gli allentamenti delle politiche di bilancio sono stati cruciali nel sostenere il prodotto durante la GCF. Riserve di bilancio sufficientemente elevate permettono inoltre di evitare che il settore sovrano stesso sia una fonte di instabilità finanziaria, come successo recentemente in diverse economie europee. La conduzione di una politica di bilancio solida durante un boom finanziario, tuttavia, presenta delle sfide per diversi motivi⁵⁷. Innanzitutto i boom finanziari creano redditi destinati a scomparire alla fine del boom. Secondariamente essi si traducono anche in una sovrastima del prodotto e della crescita potenziali. È quindi molto importante, nel valutare i deficit strutturali, prendere in considerazione gli effetti lusinghieri dei boom finanziari sui conti pubblici. In terzo luogo i boom finanziari possono creare passività contingenti nascoste, tra cui i costi supportati dalle finanze pubbliche nel far fronte all'instabilità finanziaria, o redditi inferiori e un incremento delle spese dovuto a una successiva recessione.

Spesso gli squilibri finanziari sono almeno in parte il risultato di distorsioni nel sistema fiscale o nel settore reale. I codici tributari della maggior parte delle economie, ad esempio, favoriscono il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio, incentivando l'indebitamento⁵⁸. Modifiche ai codici tributari volte a ridurre questa propensione potrebbero tradursi in strutture di finanziamento meno vulnerabili. Nel caso di boom immobiliari, misure che incoraggiano l'offerta di terreni o fanno

aumentare le costruzioni possono avere un impatto più durevole sui prezzi degli immobili e indirettamente sui crediti immobiliari, rispetto a tassi di interesse più elevati o a misure macroprudenziali più restrittive. Analogamente, le autorità possono limitare l'attività di speculazione che si manifesta con un rapido turnover (o "flipping") del mercato immobiliare attraverso l'aumento delle tasse sulle transazioni o delle imposte di bollo, piuttosto che attuando rigide misure macroprudenziali o di politica monetaria⁵⁹.

Configurare un quadro di stabilità macrofinanziario esaustivo presenta naturalmente problematiche di coordinamento. In alcuni casi può essere sufficiente semplicemente prendere in considerazione le decisioni di altre sfere di policy, così come le autorità monetarie danno per scontati gli orientamenti di bilancio nel prendere le loro decisioni sui tassi di interesse. In altri, l'importanza del coordinamento è più forte. Il coordinamento tra autorità monetarie e altre autorità, come quelle prudenziali o di bilancio, può inoltre rafforzare il sostegno politico e sociale.

Il coordinamento può diventare più difficile quando deve superare i confini nazionali. Se la letteratura ammonisce a giusto titolo che non tutte le forme di propagazione transfrontaliera richiedono degli interventi di policy⁶⁰, in alcuni essi sono necessari. Per quanto riguarda le misure macroprudenziali, la necessità di un coordinamento internazionale si evidenzia forse più facilmente sottolineando il bisogno di evitare gli arbitraggi transfrontalieri, ossia le "dispersioni". Un esempio è dato dall'accordo di Basilea sulla reciprocità nell'attuazione dei buffer patrimoniali anticiclici di Basilea 3. Concepito per superare i problemi dovuti all'aggiornamento da parte delle banche internazionali delle regolamentazioni nazionali sui requisiti di capitale, questo accordo stipula che quando il buffer patrimoniale anticiclico è attivato in un qualsiasi paese, tutti gli altri paesi devono applicare lo stesso buffer sulle esposizioni nei confronti di tale paese detenute dalle banche nella loro giurisdizione⁶¹. Possono, tuttavia, essere contemplati altri casi. Quando un paese, ad esempio, introduce misure prudenziali per ridurre i rischi sistemici legati all'indebitamento in valuta estera, i flussi di capitale possono essere convogliati verso un altro paese nella stessa regione. In tale caso il coordinamento fa sì che entrambi i paesi inaspriscano le misure prudenziali, ossia che i loro interventi diventino complementari⁶².

Approcci macroprudenziali per le attività sui mercati dei capitali

Le attuali misure macroprudenziali si concentrano principalmente sul settore bancario e potrebbero quindi rivelarsi meno efficaci nella gestione dei rischi derivanti dalle attività di finanziamento sui mercati, che si sono maggiormente diffuse nel periodo successivo alla GCF. Analogamente, l'innovazione finanziaria e l'uso di nuove tecnologie nel settore finanziario potrebbero modificare la natura del rischio e richiedere nuovi interventi di policy e una più ampia gamma di strumenti (Capitolo III). In questo contesto, in che modo gli approcci macroprudenziali possono fronteggiare il rischio sistemico derivante dai fondi di gestione patrimoniale e da altri investitori istituzionali quali compagnie assicurative e fondi pensione?

Le operazioni di trading dei fondi di gestione patrimoniale, correlate e procicliche, possono destabilizzare i mercati delle attività e provocare ingenti perdite con effetti di propagazione su tutto il sistema finanziario. Date le interazioni tra le dinamiche di mercato e le azioni dei singoli operatori prese collettivamente, questi impatti possono verificarsi anche se i singoli operatori di mercato adottano una gestione prudente^①. Tuttavia, la regolamentazione attualmente in vigore per il settore della gestione patrimoniale contempla principalmente obiettivi microprudenziali e di tutela dei clienti e, di conseguenza, non tiene pienamente conto delle modalità con cui le azioni di un operatore possono influenzare la solidità di altri attraverso oscillazioni dei prezzi delle attività, dei tassi di cambio e della liquidità di mercato. Per affrontare queste problematiche è necessario estendere la prospettiva macroprudenziale ai fondi di gestione patrimoniale.

Le autorità hanno a loro disposizione diverse opzioni per gestire questi rischi. Ad esempio, i requisiti minimi di liquidità possono permettere ai fondi di gestione patrimoniale di far fronte alle richieste di rimborso senza cedere attività relativamente illiquide^②, e così facendo contribuirebbero ad aumentare la resilienza della liquidità di mercato. La Securities and Exchange Commission statunitense ha attuato, nel gennaio 2017, nuove norme che impongono ai fondi comuni aperti e agli exchange-traded fund di definire dei programmi di gestione del rischio di liquidità^③. Per citare alcune misure, le norme prevedono che questi fondi esaminino le condizioni correnti di mercato e stabiliscano delle politiche e delle procedure di gestione del rischio di liquidità adeguate in considerazione di situazioni di tensione sui mercati sia normali sia ragionevolmente prevedibili. Tali regole si integrano in una prospettiva macroprudenziale, dato che riconoscono che le tensioni di mercato si ripercuotono negativamente sulla liquidità.

Altre autorità nazionali hanno inoltre realizzato delle prove di stress di liquidità sui fondi di gestione patrimoniale. Ad esempio, nel 2015 il Banco de México ha esaminato il rischio di liquidità dei fondi comuni nazionali. L'autorità di vigilanza dei mercati finanziari francese ha inoltre pubblicato un documento orientativo relativo alle prove di stress dei fondi di gestione patrimoniale. Tuttavia, in queste loro iniziative, le autorità hanno adottato essenzialmente un approccio microprudenziale, concentrandosi sui rischi di liquidità a livello dei singoli fondi. Di contro, nel febbraio 2018 il Comitato europeo per il rischio sistemico ha pubblicato una proposta di azioni volte a fronteggiare i rischi sistemici relativi a squilibri di liquidità. La proposta prende particolarmente in considerazione il canale di amplificazione attraverso il quale gli squilibri tra la liquidità delle attività dei fondi di investimento aperti e i loro profili di rimborso conducono a vendite forzate per far fronte alle domande di rimborso in periodi di tensioni sui mercati, con possibili ripercussioni su altri operatori del mercato finanziario che detengono la stessa attività o un'attività correlata.

Per gestire efficacemente i rischi derivanti dai fondi di gestione patrimoniale e da altri investitori istituzionali, è cruciale mettere in atto una stretta cooperazione tra le varie autorità coinvolte: banche centrali e autorità di vigilanza nel settore bancario, assicurativo e dei mercati mobiliari. Qui, le differenze di prospettiva possono creare complicazioni. Ad esempio, le autorità di vigilanza dei mercati mobiliari responsabili delle società di gestione patrimoniale si concentrano principalmente sulla tutela degli investitori, mentre le banche centrali e le autorità di vigilanza bancaria danno priorità alla stabilità finanziaria e, di conseguenza, sono più inclini ad adottare un approccio macroprudenziale.

Attualmente, rispetto ai progressi già fatti nell'introduzione di assetti macroprudenziali nell'ambito del settore bancario, le autorità nazionali stanno ancora muovendo i primi passi verso una prospettiva macroprudenziale nei confronti delle attività dei mercati dei capitali. Il peso crescente delle società di gestione patrimoniale e di altri investitori istituzionali nell'intermediazione finanziaria a livello nazionale e transfrontaliero rende necessario un monitoraggio da parte delle autorità nazionali dei potenziali rischi derivanti da tali attività a livello sia nazionale sia mondiale. È inoltre importante esaminare le modalità di attuazione degli approcci macroprudenziale per gestire tali rischi.

① Cfr. Borio (2004) per ulteriori dettagli su questa interazione. ② L'FSB (2017) fornisce specifiche raccomandazioni di policy per la gestione dei rischi di liquidità nel settore della gestione patrimoniale. ③ Per maggiori dettagli sulle proposte iniziali, sui commenti ricevuti e sulle regole adottate, cfr. SEC (2016).

Gli interventi sui mercati valutari in un contesto macroprudenziale

Negli ultimi trent'anni la frequenza e le dimensioni delle fasi di ascesa e di calo dei flussi di capitali nelle economie emergenti sono aumentate. L'alternanza di queste fasi comporta un rischio per la stabilità macrofinanziaria, accrescendo significativamente la volatilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse oltre al rischio di crisi finanziarie. Questa situazione pone la sfida di come rispondere e combinare in maniera ottimale le politiche nell'ambito di un quadro di riferimento olistico per la stabilità macrofinanziaria. Il presente riquadro esamina il possibile ruolo degli interventi sui mercati valutari.

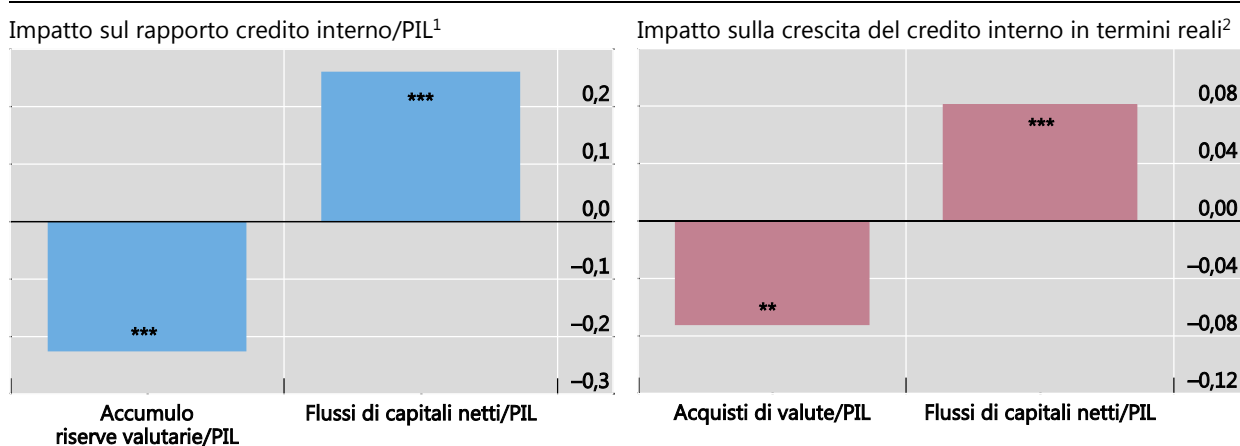
Gli interventi valutari possono contribuire a sostenere la stabilità in due modi. Innanzitutto, intervenire in reazione agli afflussi di capitale può permettere di costituire riserve internazionali a cui attingere quando il contesto cambia. Secondariamente, tali interventi possono contenere l'accumulazione di squilibri finanziari. Apprezziamenti del tasso di cambio tendono a migliorare, a parità di altre condizioni, il merito di credito dei prenditori domestici e ad aprire quindi la strada ad un maggiore indebitamento. Ciò è particolarmente vero se il debito è denominato in valuta estera e se le attività sono denominate nella valuta locale. In questo caso un apprezzamento del tasso di cambio riduce il valore di questo debito rispetto al valore delle attività e del reddito in valuta nazionale. Gli effetti, tuttavia, possono essere risentiti anche in assenza di disallineamenti valutari. Un apprezzamento del tasso di cambio modifica il valore relativo delle attività domestiche che possono fungere da garanzia rispetto a quelle estere e di conseguenza rende le banche e gli investitori istituzionali esteri più propensi a concedere prestiti^①.

Le economie emergenti hanno spesso usato gli interventi valutari per mitigare gli effetti di condizioni esterne sulle economie domestiche, soprattutto quelli dovuti alla volatilità dei tassi di cambio e dei flussi di capitale. Diversi studi a livello internazionale sull'efficacia degli interventi valutari sterilizzati nelle economie emergenti riscontrano evidenze di uno smorzamento dell'apprezzamento del tasso di cambio in reazione ad afflussi lordi^②. In tal senso gli interventi possono anche limitare l'impatto delle condizioni finanziarie estere sul credito interno e di conseguenza ridurre il rischio sistemico. Il grafico IV.B mostra che, di fatto, gli interventi valutari sterilizzati tendono a controbilanciare l'impatto di afflussi di capitali sulla crescita del credito interno^③.

Interventi valutari sterilizzati e crescita del credito interno

In punti percentuali

Grafico IV.B



/ denotano significatività statistica ai livelli del 5/1%.

¹ Questo diagramma mostra i coefficienti delle variabili sugli assi orizzontali derivanti da un'analisi di regressione su dati panel BRI per 20 economie emergenti dal 2000 al 2017, dove la variabile dipendente è la variazione del rapporto credito interno/PIL e le variabili di controllo sono la variabile dipendente ritardata, il tasso di cambio del dollaro statunitense, il tasso del mercato monetario interno in termini reali, gli effetti fissi dei paesi e dei periodi. ² Questo diagramma mostra il coefficiente delle variabili sull'asse orizzontale derivante da un'analisi di regressione su 45 economie emergenti dal 2005 al 2013 riportato nello specifico (7) nella tabella 9.2 di Ghosh et al (2017).

Fonti: Ghosh et al (2017); elaborazioni BRI.

A differenza delle restrizioni sui flussi di capitali, gli interventi valutari agiscono direttamente sulla fonte degli shock, ossia sul tasso di cambio, piuttosto che scoraggiare direttamente gli afflussi. Tuttavia, gli interventi valutari non danno sempre risultati previsti. Se è vero che aiutano a costituire riserve e a neutralizzare il canale del tasso di cambio, essi non compensano l'effetto diretto degli afflussi sul debito. In generale gli interventi danno i migliori risultati quando gli afflussi sono meno duraturi e meno sensibili ai differenziali di rendimento ^④. Di conseguenza, gli interventi valutari andrebbero piuttosto visti come un complemento ad altre politiche, come le politiche sui tassi di interesse e le misure macroprudenziali interne, che le economie emergenti possono usare per mantenere la stabilità macrofinanziaria.

Gli interventi valutari volti a frenare un deprezzamento della valuta locale a fronte di deflussi di capitali devono essere comunicati in maniera adeguata per essere efficaci. Le autorità nazionali devono porre l'accento, in particolare, sull'obiettivo macroprudenziale di tali interventi, assicurandosi che non vengano interpretati come una mancanza di determinazione per adottare altre modifiche, più fondamentali, alle politiche quando necessario, in ambito sia monetario sia di bilancio.

^① Cfr. Bruno e Shin (2015a,b). ^② Cfr. Blanchard et al (2015) e Daude et al (2016). Fratzscher et al (2017) esaminano gli interventi valutari basandosi su dati giornalieri riferiti a 33 economie avanzate ed emergenti dal 1995 al 2011, e riscontrano che tali interventi sono più efficaci in termini di rallentamento della traiettoria dei tassi di cambio e della loro stabilizzazione in paesi con sistemi a banda ristretta. ^③ Ciò è in linea con recenti studi basati su una varietà di metodologie. Per riscontri a livello internazionale, cfr. Ghosh et al (2017). Hofmann et al (2018) hanno osservato i microdati della Colombia e riscontrato che gli interventi valutari sterilizzati contrastano gli effetti prociclici degli afflussi di capitale sul credito bancario. Usando statistiche relative al sistema bancario coreano, Yun (2018) riscontra che, a fronte dell'accumulo di riserve, la riduzione del credito delle banche primary dealer e delle filiali di banche estere è stata superiore alla riduzione del credito, rispettivamente, delle banche intermedie non primarie e delle banche nazionali. ^④ Per maggiori dettagli, cfr. Ghosh et al (2017).

Note di chiusura

- ¹ In linea con la terminologia convenuta, gli assetti macroprudenziali definiti in questo capitolo sono quelli che usano (principalmente) strumenti prudenziali allo scopo di gestire nello specifico i rischi sistemici e quindi mitigare l'impatto degli eventi sistemici sul contesto macroeconomico. L'obiettivo operativo degli attuali assetti macroprudenziali è quello di rafforzare la resilienza dei sistemi finanziari e contenere i boom e i bust finanziari al centro di gran parte dell'instabilità finanziaria osservata storicamente. Per ulteriori dettagli, cfr. FSB-FMI-BRI (2011a,b, 2016).
- ² Per un'analisi precoce e approfondita del concetto di prociclicità e delle sue implicazioni, cfr. Borio et al (2001).
- ³ Cfr. Crockett (2000). Clement (2010) fa risalire il termine "macroprudenziale" a un contributo presentato dalla Bank of England al Cooke Committee, il precursore del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria. Borio (2003) ha cercato di chiarirne i contorni in maniera più precisa.
- ⁴ Il grafico si basa su 845 misure macroprudenziali attuate da 55 economie nel periodo 1995–2018.
- ⁵ Durante il vertice di Seoul del novembre 2010, i leader del G20 hanno chiesto all'FSB, all'FMI e alla BRI di approfondire ulteriormente l'analisi delle politiche macroprudenziali. Cfr. FSB-FMI-BRI (2011a,b, 2016), per delle sintesi di questo lavoro.
- ⁶ Per alcuni esempi, cfr. la tabella 3 contenuta nella pubblicazione CGFS (2016).
- ⁷ Cfr. Fender e Lewrick (2016) per un'analisi recente delle stime dei costi delle tensioni finanziarie.
- ⁸ Cfr. Reinhart e Rogoff (2009).
- ⁹ Per una panoramica cfr. Claessens e Kose (2018).
- ¹⁰ Cfr. Aldasoro et al (2018) per un contributo recente e ulteriori riferimenti. Sebbene i gap del credito abbiano una valenza predittiva anche per le economie emergenti, il caso in cui il credito cresce in maniera esponenziale su un periodo di tempo prolungato a partire da un livello molto basso può non essere paragonabile allo scostamento del credito in un'economia avanzata, che tende a comportarsi in maniera più ciclica.
- ¹¹ Inoltre, la complessità e le interconnessioni che fanno sorgere rischi sistemici sono spesso il risultato di una maggiore intermediazione finanziaria. Cfr. Shin (2017).
- ¹² Cfr. Anderson et al (2018), per un'analisi dettagliata sulle prove di stress macroprudenziali realizzate dalle banche centrali e dalle organizzazioni internazionali delle principali economie avanzate; e Arslan e Upper (2017) per l'indagine della BRI sulle prassi attuate nelle economie emergenti.
- ¹³ Nel tempo le metodologie di test hanno iniziato ad integrare gli effetti di retroazione attraverso il contagio tra società o attraverso l'interazione tra i settori finanziario e reale dell'economia. Tuttavia, questi effetti di secondo impatto tendono ad essere meccanicistici e a non cogliere il comportamento delle società o delle banche.
- ¹⁴ Per un'analisi critica delle prove di stress, cfr. Borio et al (2014).
- ¹⁵ Gli strumenti non prudenziali devono essere principalmente rivolti al rischio sistemico e sostenuti da meccanismi di governance volti ad evitare qualsiasi slittamento per essere considerati macroprudenziali. Cfr. FSB-FMI-BRI (2011b).
- ¹⁶ Cfr. CGFS (2010), in particolare la tabella 1, Crowe et al (2013) e Claessens (2015) per una mappatura delle specifiche vulnerabilità degli strumenti.
- ¹⁷ Le restrizioni sono state applicate a prestiti per l'acquisto di automobili con lunghe scadenze ed elevati rapporti prestito/garanzia. Cfr. Costa de Moura e Martins Bandeira (2017) per ulteriori dettagli.
- ¹⁸ La banca centrale ha reagito inasprendo i massimali sui rapporti prestiti/garanzia (LTV) anche per i prestiti immobiliari contratti da società. Cfr. Bank Negara Malaysia (2017):
- ¹⁹ Cfr. Cizel et al (2016) e Bruno et al (2017).
- ²⁰ L'impiego di più strumenti è inoltre in linea con la teoria relativa alla definizione delle politiche in circostanze di incertezza sviluppata da Brainard (1967), che suggerisce che le autorità dovrebbero utilizzare tutti gli strumenti a disposizione – ma con cautela – per ridurre le conseguenze dell'incertezza.
- ²¹ Di fatto, alcune delle misure usate a scopi macroprudenziali, ad esempio le restrizioni sul credito, sono state in origine introdotte per concedere credito.

- ²² Cfr. ad esempio Allen et al (2017).
- ²³ La Bank of England, ad esempio, ha definito il buffer patrimoniale anticiclico in modo che la somma tra il buffer di conservazione del capitale del 2,5% di Basilea 3 e il buffer patrimoniale anticiclico fosse uguale alla perdita media del 3,5% delle attività bancarie ponderate per il rischio rilevata dalle prove di stress realizzate dalla banca centrale. Cfr. Bank of England (2017).
- ²⁴ La Banque de France, per esempio, usa modelli di equilibrio generale dinamici stocastici con diverse variabili macrofinanziarie per calibrare una regola che colleghi il buffer patrimoniale anticiclico agli sviluppi macroeconomici.
- ²⁵ Gli studi nazionali contenuti nel documento *BIS Papers*, n. 94, forniscono diversi esempi.
- ²⁶ Cfr. Bahaj e Foulis (2017), che mitigano le ipotesi di Brainard (1967) secondo cui i costi dovuti al non raggiungimento dell'obiettivo sono simmetrici.
- ²⁷ Cfr. CGFS (2016) e Patel (2017).
- ²⁸ L'inaccessibilità è solo in parte dovuta alla natura delle problematiche. L'analisi testuale dimostra che diverse banche centrali usano un linguaggio eccessivamente complesso. Cfr. Patel (2017).
- ²⁹ Il CSFG (2016) fornisce una trattazione più approfondita della comunicazione usata come strumento, includendo diversi esempi pratici.
- ³⁰ Cfr. Alegria et al (2017). Controesempi sono disponibili nella pubblicazione CSFG (2016).
- ³¹ Cfr. Powell (2018) per un'analisi sul ruolo della trasparenza e della responsabilità pubbliche per le politiche di stabilità finanziaria e monetarie.
- ³² Cfr. FSB-FMI-BRI (2011b).
- ³³ Cfr. Villar (2017).
- ³⁴ Un caso limite è rappresentato dal Comitato europeo per il rischio sistemico che ha 78 istituzioni membri e tre osservatori, sebbene disponga di procedure formalizzate per la conduzione delle politiche macroprudenziali.
- ³⁵ Per alcuni esempi, cfr. Gambacorta e Murcia (2017) e le ricerche nazionali contenute nella pubblicazione *BIS Papers*, n. 94.
- ³⁶ Cfr. ad esempio Aguirre e Repetto (2017), Altunbas et al (2018) e Gómez et al (2017).
- ³⁷ L'analisi utilizza il campione di misure macroprudenziali indicato nella tabella IV.A1. In linea con la maggior parte delle ricerche a livello internazionale, definisce variabili dummy per gli interventi di inasprimento (+1) e (-1) per quelli di allentamento. Recentemente alcuni articoli hanno cercato di osservare l'intensità degli interventi di policy considerando le dimensioni (e in alcuni casi anche la portata) delle variazioni nei coefficienti regolamentari. Cfr. Glocker e Towbin (2015), Vandenbussche e al (2015) e Richter et al (2018). Cfr. Galati e Moessner (2017) per un'analisi recente dell'efficacia delle misure macroprudenziali.
- ³⁸ Cfr. ad esempio Cerutti et al (2017), Gambacorta e Murcia (2017), Kuttner e Shim (2016) e Lim et al (2011). Diverse ricerche a livello nazionale sono anche giunte a conclusioni simili. Ad esempio, cfr. Igan e Kang (2011) per la Corea e Wong et al (2011) per Hong Kong SAR.
- ³⁹ Cfr. Arslan e Upper (2017).
- ⁴⁰ Ad esempio, Claessens et al (2013) usano un campione di circa 2800 banche in 48 paesi nel periodo 2000-10 e riscontrano che massimali sui rapporti LTV e DSTI così come i limiti all'espansione del credito e alla concessione di prestiti in valuta estera hanno ridotto la crescita dell'indebitamento e delle attività del settore bancario durante i boom. Di contro, hanno rilevato che sono state rare le politiche che hanno contribuito a fermare il calo dell'indebitamento e delle attività di tale settore nelle fasi di rallentamento.
- ⁴¹ Lim et al (2011) hanno ottenuto risultati simili.
- ⁴² In particolare, il diagramma in alto a sinistra del grafico IV.4 mostra che gli interventi di policy che hanno ridotto gli obblighi di riserva basati su afflussi di capitale o sulle passività valutarie oppure gli obblighi di riserva marginali basati sulla crescita del credito o sulle attività hanno provocato un aumento notevole della crescita del credito bancario generico in termini reali. Studi empirici sull'impatto degli obblighi di riserva mostrano altresì risultati contrastanti.
- ⁴³ Cfr. Takáts e Upper (2013).

- ⁴⁴ Per un'analisi dei criteri appropriati, cfr. Borio (2014). Jiménez et al (2017) rilevano che la capacità del sistema bancario spagnolo di non ridurre l'offerta di credito durante la GCF è dipesa dalla quantità di capitale accantonata nell'ambito del programma di accantonamento dinamico automatico.
- ⁴⁵ Cfr. Aldasoro et al (2018).
- ⁴⁶ Cfr. Auer e Ongena (2016).
- ⁴⁷ Per ricerche a livello nazionale, cfr. Kelber e Monnet (2014), Aikman et al (2016) e Monnet (2014). Per ricerche a livello internazionale, cfr. Sánchez e Röhn (2016), Boar et al (2017), Kim e Mehrotra (2018) e Richter et al (2018).
- ⁴⁸ Cfr. Agénor e Pereira da Silva (2018) per un'analisi.
- ⁴⁹ Cfr. ad esempio Buch e Goldberg (2017), Hoggarth et al (2013), Ongena et al (2013), Reinhardt e Sowerbutts (2015) e Tripathy (2017).
- ⁵⁰ Si tratta del canale di assunzione del rischio della politica monetaria introdotto per la prima volta da Borio e Zhu (2012). Per ulteriori indicazioni, cfr. Jiménez et al (2012). Per una critica, cfr. Svensson (2017).
- ⁵¹ Per illustrare l'uso di due strumenti di politica monetaria – il tasso ufficiale e gli interventi sui mercati valutari sterilizzati – in condizioni imperfette di circolazione del capitale per stabilizzare l'inflazione, l'output gap e il tasso di cambio, cfr. Blanchard (2012).
- ⁵² La forza del canale di assunzione del rischio della politica monetaria è un tema controverso. È un aspetto importante perché i modelli in cui questo canale è forte tendono ad indicare che la politica monetaria dovrebbe comprendere un obiettivo di stabilità finanziaria, mentre i modelli in cui questo canale è assente tendono a suggerire il contrario (Adrian e Liang (2018)). Per una panoramica sugli argomenti a sostegno o contro la necessità da parte della politica monetaria di contrastare lo sviluppo degli squilibri finanziari, cfr. FMI (2015), Filardo e Rungcharoenkitkul (2016) e Adrian e Liang (2018) e i riferimenti ivi contenuti.
- ⁵³ Come ha sintetizzato l'ex governatore della Federal Reserve Jeremy Stein: "La politica monetaria si insinua in tutte le crepe" (Stein (2013)). Cfr. anche Crockett (2000), Borio e Lowe (2002), Crowe et al (2013) e Blanchard et al (2013).
- ⁵⁴ Gli strumenti di gestione dei flussi di capitale usati a scopi prudenziali possono fungere da complemento agli interventi valutari nel gestire i flussi di capitale e quindi gli squilibri finanziari. Studi empirici recenti mostrano in generale che questi strumenti sono in alcuni casi efficaci nel frenare determinati flussi, ma che gli effetti tendono ad essere temporanei e le dispersioni numerose. Questi strumenti sono spesso usati quando altri tipi di strumenti non sono efficaci nel ridurre i flussi di capitale. Inoltre, non vi è consenso su quali tipi di strumenti di gestione dei flussi di capitale siano macroprudenziali e quali non lo siano.
- ⁵⁵ Per esempio, Drehmann et al (2012) documentano come i crolli dei prezzi delle azioni nel 1987 e 2001, e i relativi rallentamenti economici o lievi recessioni, non hanno frenato l'espansione del ciclo finanziario, dato che il credito ha continuato a crescere e i prezzi delle abitazioni a salire. Quando il ciclo finanziario si è invertito qualche anno dopo, ha dato luogo a tensioni e una recessione più severa, che gli autori definiscono fenomeno della "recessione incompleta". Si presume che l'allentamento monetario in risposta ai tracolli dei mercati azionari e ai rallentamenti economici abbia contribuito, all'epoca, all'espansione del ciclo finanziario. Cfr. anche, ad esempio, Borio e White (2004) e Beau et al (2014). A loro volta, Juselius et al (2017), stimando un modello dell'economia che integra una versione articolata del ciclo finanziario (Juselius e Drehmann (2015)), riscontrano che una regola di Taylor aumentata, comprendente anche una proxy del ciclo finanziario, avrebbe potuto migliorare, dagli anni novanta, le performance sia del prodotto sia dell'inflazione su orizzonti più lunghi.
- ⁵⁶ Cfr. il Capitolo V della BRI (2016).
- ⁵⁷ Cfr. ad esempio Borio et al (2016).
- ⁵⁸ Cfr. il Riquadro V.C nella pubblicazione BRI (2016).
- ⁵⁹ Crowe et al (2013) e Kuttner e Shim (2016) rilevano che queste misure tendono ad avere un impatto notevole sia sui crediti immobiliari sia sui prezzi delle abitazioni.
- ⁶⁰ Korinek (2017) stabilisce tre condizioni, di cui almeno una necessita di essere infranta, per generare inefficienza e un bisogno di cooperazione: (1) le autorità agiscono in maniera concorrenziale sul mercato internazionale; (2) hanno sufficienti strumenti di politica esterna; e (3) i mercati internazionali non presentano imperfezioni. Se una di queste condizioni non è rispettata, allora la cooperazione internazionale può migliorare il benessere economico. Per un'analisi sul bisogno di cooperazione internazionale in ambito di politica monetaria, cfr. BRI (2015).

- ⁶¹ Un caso particolare è il coordinamento nelle giurisdizioni che presentano diversi livelli, come l'Unione europea, dove istituzioni multilaterali come il Comitato europeo per il rischio sistemico e il Meccanismo unico di vigilanza hanno un certo potere direttivo sugli organi nazionali.
- ⁶² Cfr. Agénor e Pereira da Silva (2018) e Agénor et al (2017).

Riferimenti bibliografici

Adrian, T. e N. Liang (2018): "Monetary policy, financial conditions, and financial stability", *International Journal of Central Banking*, vol. 14, n. 1, pagg. 73-131.

Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo e L. Pereira da Silva (2017): "The international dimensions of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, n. 643, giugno.

Agénor, P.-R. e L. Pereira da Silva (2018): "Financial spillovers, spillbacks and the scope for international macroprudential policy coordination", *BIS Papers*, n. 97, aprile.

Aguirre, H. e G. Repetto (2017): "Capital and currency-based macroprudential policies: an evaluation using credit-registry data", *BIS Working Papers*, n. 672, novembre.

Aikman, D. O. Bush e A. Taylor (2016): "Monetary versus macroprudential policies: causal impacts of interest rates and credit controls in the era of the UK Radcliffe Report", *Bank of England Staff Working Paper*, n. 610.

Aldasoro, I., C. Borio e M. Drehmann (2018): "Early warning indicators of banking crises: expanding the family", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 29-45.

Alegría, A., R. Alfaro e F. Córdova (2017): "The impact of warnings published in a financial stability report on loan-to-value ratios", *BIS Working Papers*, n. 633, maggio.

Allen, J., T. Grieder, T. Roberts e B. Peterson (2017): "The impact of macroprudential housing finance tools in Canada", *BIS Working Papers*, n. 632, maggio.

Altunbas, Y., M. Binici e L. Gambacorta (2018): "Macroprudential policy and bank risk", *Journal of International Money and Finance*, vol. 81, pagg. 203-20.

Anderson, R., C. Baba, J. Danielsson, U. Das, H. Kang e M. Segoviano (2018): *Macroprudential stress tests and policies: searching for robust and implementable frameworks*, London School of Economics Systemic Risk Centre.

Arslan, Y. e C. Upper (2017): "Macroprudential frameworks: implementation and effectiveness", *BIS Papers*, n. 94, dicembre, pagg. 25-47.

Auer, R. e S. Ongena (2016): "The countercyclical capital buffer and the composition of bank lending", *BIS Working Papers*, n. 593, dicembre.

Bahaj, S. e A. Foulis (2017): "Macroprudential policy under uncertainty", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n. 3, pagg. 119-54.

Banca dei regolamenti internazionali (2015): *85a Relazione annuale*, giugno, Capitolo V.

——— (2016): *86a Relazione annuale*, giugno.

Bank of England (2017): "Overview of risks to UK financial stability and UK countercyclical capital buffer", *Financial Stability Review*, novembre, pagg. 1-7.

Beau, D., C. Cahn, L. Clerc e B. Mojon (2014): "Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy", in S. Bauducco, L. Christiano e C. Raddatz (a cura di), *Macroeconomic and financial stability: challenges for monetary policy*, Banco Central de Chile.

Blanchard, O. (2012): "Monetary policy in the wake of the crisis", in O. Blanchard, D. Romer, M. Spence e J. Stiglitz (eds), *In the wake of the crisis: leading economists reassess economic policy*, MIT Press.

Blanchard, O., G. Adler e I. de Carvalho Filho (2015): "Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks?", *NBER Working Papers*, n. 21427, luglio.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia e P. Mauro (2013): "Rethinking macro policy II: getting granular", *IMF Staff Discussion Notes*, n. 13/03, aprile.

Boar, C., L. Gambacorta, G. Lombardo e L. Pereira da Silva (2017): "What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 71-88.

Borio, C. (2003): "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, n. 128, febbraio.

——— (2004): "Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options", *BIS Working Papers*, n. 158, luglio.

——— (2014): "Macroprudential frameworks: (too) great expectations?", *Central Banking Journal*, edizione del 25° anniversario, agosto.

- Borio, C., M. Drehmann e K. Tsatsaronis (2014): "Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations?", *Journal of Financial Stability*, vol. 12, pagg. 3-15.
- Borio, C., C. Furfine e P. Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, n. 1, marzo, pagg. 1-57.
- Borio, C., M. Lombardi e F. Zampolli (2016): "Fiscal sustainability and the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 552, marzo.
- Borio, C. e P. Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, n. 114, luglio.
- Borio, C. e W. White (2004): "Whither monetary and financial stability: the implications for evolving policy regimes", *BIS Working Papers*, n. 147, febbraio.
- Borio, C. e H. Zhu (2012): "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol. 8, n. 4, pagg. 235-51.
- Brainard, W. (1967): "Uncertainty and the effectiveness of policy", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 57, pagg. 411-25.
- Bruno, V., I. Shim e H. S. Shin (2017): "Comparative assessment of macroprudential policies", *Journal of Financial Stability*, vol. 28, pagg. 183-202.
- Bruno, V. e H. S. Shin (2015a): "Cross-border banking and global liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82, n. 2, pagg. 535-64.
- (2015b): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pagg. 119-32.
- Buch, C. e L. Goldberg (2017): "Cross-border prudential policy spillovers: how much? how important? Evidence from the international banking research network", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n. 2, pagg. 505-58.
- Budnik, K. e J. Kleibl (2018): "Macroprudential regulation in the European Union in 1995–2014: introducing a new data set on policy actions of a macroprudential nature", *ECB Working Papers*, n. 2123, gennaio.
- Central Bank of Malaysia (2017): "Macroprudential frameworks: implementation, and relationship with other policies – Malaysia", *BIS Papers*, n. 94, dicembre, pagg. 231-8.
- Cerutti, E., S. Claessens e L. Laeven (2017): "The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence", *Journal of Financial Stability*, vol. 28, pagg. 203–24.
- Cizel, J., J. Frost, A. Houben e P. Wierdsma (2016): "Effective macroprudential policy: cross-sector substitution from price and quantity measures", *IMF Working Papers*, n. 16/94.
- Claessens, S. (2015): "An overview of macroprudential policy tools", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 7, n. 1, dicembre, pagg. 397-422.
- Claessens, S., S. Ghosh e R. Milhet (2013): "Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, pagg. 153-85.
- Claessens, S. e M. Kose (2018): "Frontiers of macro-financial linkages", *BIS Papers*, n. 95, gennaio.
- Clement, P. (2010): "The term 'macroprudential': origins and evolution", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 59-67.
- Comitato sul sistema finanziario globale (2010): "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", *CGFS Papers*, n. 38.
- (2016): "Objective-setting and communication of macroprudential policies", *CGFS Papers*, n. 57.
- Costa de Moura, M. e F. Martins Bandeira (2017): "Macroprudential policy in Brazil", *BIS Papers*, n. 94, dicembre, pagg. 77-86.
- Crockett, A. (2000): "In search of anchors for financial and monetary stability", discorso al SUERF di Vienna, 27-29 aprile.
- Crowe, C., G. Dell'Ariccia, D. Igan e P. Rabanal (2013): "How to deal with real estate booms: lessons from country experiences", *Journal of Financial Stability*, vol. 9, pagg. 300-19.
- Daude, C., E. Levy-Yeyati e A. Nagengast (2016): "On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets", *Journal of International Money and Finance*, vol. 64, pagg. 239-61.
- Drehmann, M., C. Borio e K. Tsatsaronis (2012): "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno.

Fender, I. e U. Lewrick (2016): "Adding it all up: the macroeconomic impact of Basel III and outstanding reform issues", *BIS Working Papers*, n. 591, novembre.

Filardo, A. e P. Rungcharoenkitkul (2016): "A quantitative case for leaning against the wind", *BIS Working Papers*, n. 594, dicembre.

Financial Stability Board (2017): *Policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities*, 12 gennaio.

Financial Stability Board, Fondo monetario internazionale e Banca dei Regolamenti Internazionali (2011a): *Macroprudential policy tools and frameworks: update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, febbraio.

——— (2011b): *Macroprudential policy tools and frameworks*, relazione al G20, ottobre.

——— (2016): *Elements of effective macroprudential policies: lessons from international experience*, relazione al G20, agosto.

Fondo monetario internazionale (2015): "Monetary policy and financial stability", *Staff Report*, agosto.

Fratzscher, M., O. Gloede, L. Menkhoff, L. Sarno e T. Stöhr (2017): "When is foreign exchange intervention effective? Evidence from 33 countries", *CEPR Discussion Papers*, n. 12510.

Galati, G. e R. Moessner (2017): "What do we know about the effects of macroprudential policy?", *Economica*, febbraio, pagg. 1-36.

Gambacorta, L. e A. Murcia (2017): "The impact of macroprudential policies and their interaction with monetary policy: an empirical analysis using credit registry data", *BIS Working Papers*, n. 636, maggio.

Ghosh, A., J. Ostry e M. Qureshi (2017): *Taming the tide of capital flows: a policy guide*, MIT Press.

Glocker, C. e P. Towbin (2015): "Reserve requirements as a macroprudential instrument: empirical evidence from Brazil", *Journal of Macroeconomics*, vol. 44 (supplemento C), pagg. 158-76.

Gómez, E., A. Lizarazo, J. Mendoza e A. Murcia (2017): "Evaluating the impact of macroprudential policies on credit growth in Colombia", *BIS Working Papers*, n. 634, maggio.

Hofmann, B., H. S. Shin e M. Villamizar-Villegas (2018): "Sterilised foreign exchange intervention as reverse QE", manoscritto non pubblicato.

Hoggarth, G., J. Hooley e Y. Korniyenko (2013): "Which way do foreign branches sway? Evidence from the recent UK domestic credit cycle", Bank of England, *Financial Stability Papers*, n. 22, giugno.

Igan, D. e H.-D. Kang (2011): "Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea", *IMF Working Papers*, n. 11/297.

Jiménez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró e J. Saurina (2012): "Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications", *American Economic Review*, vol. 102, n. 5, pagg. 2301-26.

——— (2017): "Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers, and credit supply: evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments", *Journal of Political Economy*, vol. 125, n. 6, pagg. 2126-77.

Juselius, M., C. Borio, P. Disyatat e M. Drehmann (2017): "Monetary policy, the financial cycle, and ultra-low interest rates", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n. 3, settembre, pagg. 55-89.

Juselius, M. e M. Drehmann (2015): "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio.

Kelber, A. e E. Monnet (2014): "Macroprudential policy and quantitative instruments: a European historical perspective", Banque de France, *Financial Stability Review*, aprile, pagg. 165-74.

Kim, S. e A. Mehrotra (2018): "Effects of monetary and macroprudential policies –evidence from four inflation targeting economies", *Journal of Money, Credit and Banking*, di prossima pubblicazione.

Korinek, A. (2017): "Currency wars or efficient spillovers? A general theory of international policy cooperation", *BIS Working Papers*, n. 615, marzo.

Kuttner, K. e I. Shim (2016): "Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies", *Journal of Financial Stability*, vol. 26, pagg. 31-44.

Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel e X. Wu (2011): "Macroprudential policy: what instruments and how to use them", *IMF Working Papers*, n. 11/238.

- Monnet, E. (2014): "Monetary policy without interest rates: evidence from France's Golden Age (1948 to 1973) using a narrative approach", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n. 4, pagg. 137-69.
- Ongena, S., A. Popov e G. Udell (2013): "When the cat's away the mice will play: does regulation at home affect bank risk-taking abroad?", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n. 3, pagg. 727-50.
- Patel, N. (2017): "Macroprudential frameworks: communication", *BIS Papers*, n. 94, dicembre, pagg. 49-56.
- Powell, J. (2018): "Financial stability and central bank transparency", speech at *350 years of central banking: the past, the present and the future*, conferenza organizzata in occasione dell'anniversario della Sveriges Riksbank, Stoccolma, 25 maggio.
- Reinhardt, D. e R. Sowerbutts (2015): "Regulatory arbitrage in action: evidence from banking flows and macroprudential policy", Bank of England, *Staff Working Papers*, n. 546, settembre.
- (2016): "Macroprudential policies: a granular database", manoscritto non pubblicato.
- Reinhart, C. e K. Rogoff (2009): *This time is different: eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Richter, B., M. Schularick e I. Shim (2018): "Output effects of macroprudential policy", manoscritto non pubblicato.
- Sánchez, A. e O. Röhn (2016): "How do policies influence GDP tail risks?", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1339.
- Securities and Exchange Commission (2016): *Final Rule: Investment Company Liquidity Risk Management Programmes*, comunicato n. 33-10233, 13 ottobre.
- Shim, I., B. Bogdanova, J. Shek e A. Subelyte (2013): "Database for policy actions on housing markets", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 83-91.
- Shin, H. S. (2017): "Leverage in the small and in the large", intervento alla riunione annuale dell'FMI sul tema dei rischi sistemici e delle prove di stress macroprudenziali, Washington DC, 10 ottobre.
- Stein, J. (2013): "Overheating in credit markets: origins, measurement and policy responses", discorso al simposio di ricerca: *Restoring household financial stability after the Great Recession: why household balance sheets matter* sponsorizzato dalla Federal Reserve Bank di Saint Louis, Saint Louis, Missouri, 7 febbraio.
- Svensson, L. (2017): "The relation between monetary policy and financial stability policy", articolo presentato alla XXI conferenza annuale del Banco Central de Chile sul tema *Monetary policy and financial stability: transmission mechanisms and policy implications*, novembre.
- Takáts, E. e C. Upper (2013): "Credit and growth after financial crises", *BIS Working Papers*, n. 416, luglio.
- Tripathy, J. (2017): "Cross-border effects of regulatory spillovers: evidence from Mexico", Bank of England, *Staff Working Papers*, n. 684.
- Vandenbussche, J., U. Vogel e E. Detragiache (2015): "Macroprudential policies and housing prices: a new database and empirical evidence for central, eastern, and southeastern Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47(S1), pagg. 343-77.
- Villar, A. (2017): "Macroprudential frameworks: objectives, decisions and policy interactions", *BIS Papers*, n. 94, dicembre, pagg. 7-24.
- Wong, E., T. Fong, K. Li e H. Choi (2011): "Loan-to-value ratio as a macroprudential tool: Hong Kong's experience and cross-country evidence", Hong Kong Monetary Authority, *Working Papers*, n. 01/2011.
- Yun, Y. (2018): "Reserve accumulation and bank lending: evidence from Korea", Bank of Korea, *Working Papers*, n. 2018-15.

Ricorso a misure macroprudenziali per tipologia di credito, tipologia di strumento e regione

Numero di provvedimenti, 1995-2018

Tabella IV.A1

Forma di credito mirata Tipologia di strumento	Regione ¹						
	Asia-Pacifico [11]	Europa centrale e orientale [14]	America latina [6]	Medio Oriente e Africa [4]	Nord America [2]	Europa occidentale [18]	Tutte le economie [55]
<i>Credito di tipo generico</i>	31	156	68	5	–	56	316
Buffer patrimoniali anticiclici	3	4	–	–	–	6	13
Requisiti patrimoniali addizionali per il rischio sistemico (strutturale) non ciclico (D-SIB, O-SII, SRB) ²	1	5	2	–	–	11	19
Altri requisiti di capitale addizionali ³	–	14	4	–	–	15	33
Regole di accantonamento per perdite su crediti (generali, specifiche, dinamiche, statistiche, prestiti valutari)	9	32	5	–	–	6	52
Limiti su posizioni, liquidità o disallineamenti valutari	8	32	15	1	–	7	63
Obblighi di riserva basati su afflussi di capitale o passività valutarie	5	44	17	4	–	–	70
Obblighi di riserva marginali basati sulla crescita del credito o sulle attività	–	24	25	–	–	6	55
Limiti all'espansione del credito ⁴	5	1	–	–	–	5	11
<i>Credito immobiliare/al consumo/alle famiglie</i>	168	125	24	13	13	114	457
Buffer patrimoniali anticiclici (crediti immobiliari)	–	–	–	–	–	2	2
Massimali sul rapporto LTV e divieti di prestito	76	37	9	4	7	35	168
Massimali sui rapporti DSTI e DTI e altri criteri di concessione	49	34	4	3	6	23	119
Ponderazioni del rischio	17	40	8	4	0	42	111
Regole di accantonamento per perdite su crediti	15	3	3	2	0	10	33
Limiti all'esposizione	11	9	–	–	–	1	21
Limiti su disallineamenti valutari o prestiti in valuta estera	–	2	–	–	–	1	3
<i>Crediti societari (inclusi prestiti per l'acquisto di immobili commerciali)</i>	18	19	2	–	–	24	63
Massimali su LTV e divieti di prestito	2	3	–	–	–	4	9
Massimali sui rapporti DSTI e DTI e altri criteri di concessione	3	2	–	–	–	–	5
Ponderazioni del rischio	2	12	–	–	–	18	32
Regole di accantonamento per perdite su crediti	5	1	1	–	–	–	7
Limiti all'esposizione	1	1	–	–	–	2	4
Limiti su disallineamenti valutari o prestiti in valuta estera	5	–	1	–	–	–	6
<i>Credito a istituzioni finanziarie⁵</i>	2	2	2	–	–	3	9
Totale	219	302	96	18	13	197	845

<i>Per memoria:</i>	<i>Totale</i>	<i>158</i>	<i>219</i>	<i>52</i>	<i>18</i>	<i>–</i>	<i>66</i>	<i>513</i>
Obblighi di riserva generali medi basati sulle passività		115	159	50	17	–	34	375
Obblighi di liquidità (LCR, NSFR, coefficiente di attività liquide, rapporto prestito/depositi) ⁶		43	60	2	1	–	32	138

Asia Pacifico = AU, CN, HK, ID, IN, KR, MY, NZ, PH, SG e TH; Europa centrale e orientale = BG, CZ, EE, HR, HU, LT, LV, PL, RO, RS, RU, SI, SK e TR; America latina = AR, BR, CL, CO, MX e PE; Medio Oriente e Africa = AE, IL, SA e ZA; Nord America = CA e US; Europa occidentale = AT, BE, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IS, IT, LU, NL, NO, PT e SE.

¹ Le cifre in parentesi quadre indicano il numero di economie in ogni regione. ² D-SIB = banca di rilevanza sistemica nazionale O-SII = altro istituto di rilevanza sistemica; SRB = buffer di rischio sistemico. ³ Sulle attività di negoziazione, esposizioni valutarie e altro. ⁴ Limite all'espansione del credito generico, immobiliare o al consumo. ⁵ Compresi i limiti alle esposizioni interbancarie, limiti alle esposizioni per le istituzioni finanziarie non bancarie e ponderazione del rischio sulle esposizioni alle istituzioni finanziarie. ⁶ LCR = Liquidity Coverage Ratio; NSFR = Net Stable Funding Ratio.

Fonti: Budnik e Kleibl (2018); Reinhardt e Sowerbutts (2016); Shim et al (2013); statistiche nazionali; elaborazioni BRI.