



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare

di Daniele Ciani, Wanda Cornacchia e Paolo Garofalo

Settembre 2014

Numero

227



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare

di Daniele Ciani, Wanda Cornacchia e Paolo Garofalo

Numero 227 – Settembre 2014

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

LE MISURE MACROPRUDENZIALI INTRODOTTE IN EUROPA PER IL SETTORE IMMOBILIARE

di Daniele Ciani*, Wanda Cornacchia* e Paolo Garofalo*

Sommario

In diversi paesi europei stanno emergendo rischi nel settore immobiliare e le autorità hanno attivato o stanno attivando misure di natura macroprudenziale per contenerli. Questo lavoro propone una rassegna dei principali provvedimenti adottati o in corso di adozione in alcuni paesi europei congiuntamente a un'analisi delle principali questioni riguardanti la scelta e l'efficacia dei diversi strumenti. Nei paesi esaminati l'adozione di strumenti macroprudenziali, ancora in una fase iniziale di applicazione, sta avvenendo in maniera graduale e non emergono ancora chiare evidenze sulla loro efficacia. In diversi casi sono state introdotte più misure: alla luce dell'incertezza che caratterizza il funzionamento degli strumenti, l'utilizzo congiunto sembra offrire maggiori potenzialità, anche in ragione della capacità di ridurre i rischi di elusione. Le prime esperienze sembrano indicare che le misure sono più efficaci quando sono adottate tempestivamente a fronte del peggioramento degli indicatori di rischio del mercato immobiliare e della finanza ad esso indirizzata. Sembrano aver rilievo, ai fini dell'efficacia delle misure, anche gli aspetti legati alla loro calibrazione.

Classificazione JEL: E44, E58, E61.

Parole chiave: politica macroprudenziale, misure macroprudenziali, mercato immobiliare.

Indice

1. Introduzione.....	5
2. Aspetti regolamentari	5
3. Indicatori e strumenti macroprudenziali per il mercato immobiliare.....	6
3.1. Indicatori	6
3.2. Strumenti macroprudenziali	7
4. Letteratura empirica sull'efficacia degli strumenti macroprudenziali.....	9
5. Misure macroprudenziali adottate in Europa	9
5.1. Belgio	10
5.2. Paesi Bassi.....	10
5.3. Regno Unito	11
5.4. Svezia	12
5.5. Norvegia	12
5.6. Svizzera	13
6. Conclusioni.....	14
Riferimenti bibliografici.....	16
Tavole e figure	18

* Banca d'Italia, Servizio Stabilità finanziaria, Divisione Analisi e coordinamento stabilità finanziari.

1. Introduzione

La crisi finanziaria ha messo in evidenza la necessità di integrare l'approccio della vigilanza microprudenziale, orientato alla stabilità delle singole istituzioni finanziarie, con una prospettiva macroprudenziale, che consideri i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Il settore immobiliare riveste un'importanza specifica in quest'ultimo ambito. La crisi ha infatti mostrato che le bolle immobiliari possono creare notevoli rischi per la stabilità del sistema finanziario, con significative ripercussioni negative sull'economia reale.

Benché il *framework* teorico ed empirico per le politiche macroprudenziali sia ancora in via di sviluppo, diversi paesi europei (tra cui Belgio, Regno Unito, Svezia e Svizzera) hanno di recente adottato misure macroprudenziali per contenere i rischi sistemici associati agli andamenti nel settore immobiliare. Alla luce dell'evoluzione del mercato immobiliare in alcuni paesi (ad esempio, Paesi Bassi, Norvegia e Svezia) è inoltre probabile che vi saranno nei prossimi mesi ulteriori casi di utilizzo di strumenti macroprudenziali per contrastare i rischi del settore.

La presente scheda analizza le misure adottate dai paesi europei. In primo luogo vengono richiamati i riferimenti della normativa europea in materia. Vengono poi illustrate sinteticamente, sulla base di considerazioni teoriche e dell'evidenza empirica disponibile, le principali problematiche riguardanti la selezione, l'attivazione e l'efficacia degli strumenti macroprudenziali. Successivamente vengono passate in rassegna le misure già introdotte o in corso di adozione in diversi paesi europei.

2. Aspetti regolamentari

Le previsioni della normativa europea di riferimento in campo macroprudenziale sono contenute nella Capital Requirement Directive (CRD IV) e nella Capital Requirement Regulation (CRR), in vigore dall'inizio del 2014.

La CRD IV prevede diversi *capital buffer*, quali:

- il *countercyclical capital buffer* (CCB) (CRD, artt. 130, 135-140) che gli Stati applicheranno in relazione agli andamenti di un indicatore di riferimento (quale ad es. il credit-to-GDP ratio) dal 2016; fino al livello del 2,5% dell'attivo a rischio è prevista reciprocità tra gli Stati¹;
- due *buffer* riguardanti le istituzioni sistemicamente rilevanti (CRD, art. 131), sia globali (G-SII) sia domestiche (O-SII), compresi rispettivamente tra 1-3,5% e 0-2% dell'attivo a rischio a seconda dell'importanza sistemica delle istituzioni;
- il *systemic risk buffer* (SRB) (CRD, artt. 133 e 135), la cui implementazione nelle normative nazionali è opzionale, da applicarsi a tutte le banche o a un loro sottoinsieme; richiede l'autorizzazione della Commissione europea se superiore al 3% delle attività ponderate per il rischio;
- poteri per le autorità nazionali di introdurre altri specifici requisiti aggiuntivi di capitale e di liquidità a fini macroprudenziali nell'ambito del *pillar 2* (CRD, artt. 103 e 105).

La CRR dà inoltre la possibilità alle autorità nazionali di imporre requisiti di capitale più restrittivi, sia tramite maggiorazioni dei *risk weights* (RW) (CRR, art. 124) e più elevati valori minimi della *loss-given-default* (LGD) per i prestiti immobiliari (CRR, art. 164), sia attraverso la

¹ La reciprocità implica l'applicazione del *buffer* da parte delle autorità competenti degli altri Stati UE sia alle succursali delle banche di cui esse sono autorità home operanti nel territorio dello Stato che ha imposto il CCB sia alle esposizioni dirette delle stesse banche verso residenti dello Stato che ha imposto il CCB.

richiesta di aumentare il livello dei fondi propri (CRR art. 458²); in quest'ultimo caso la misura deve essere approvata dalla Commissione, con pareri di ESRB e EBA.

Infine, le autorità macroprudenziali possono ricorrere a strumenti non armonizzati, in base alle discipline nazionali, quali ad es. le misure che prevedono limiti al *loan-to-value ratio* (LTV), al *loan-to-income ratio* (LTI) o al *debt service-to-income ratio* (DSTI).

3. Indicatori e strumenti macroprudenziali per il mercato immobiliare

3.1 Indicatori

L'individuazione di appropriati indicatori per l'analisi dei rischi derivanti da un "surriscaldamento" del mercato immobiliare e creditizio richiede in primo luogo dati per la loro costruzione. Tali informazioni sono tuttavia spesso limitate o del tutto mancanti. Inoltre, l'eterogeneità tra le statistiche dei diversi paesi, per effetto di differenti definizioni e metodologie di aggregazione dei dati, rende difficili i confronti *cross-border*.

Gli indicatori utilizzati a fini macroprudenziali sono molteplici e possono essere classificati in base alle variabili di riferimento: volumi (es. andamento dei prestiti alle famiglie e alle imprese del settore immobiliare, andamento degli investimenti in abitazioni e altri immobili), prezzi (es. prezzi delle abitazioni e degli immobili non residenziali), condizioni dei prestiti (es. spread sui nuovi prestiti, LTV, LTI, DSTI). Ai fini dell'individuazione di bolle immobiliari appare indispensabile considerare più di un indicatore. Alcune autorità applicano una pluralità di strumenti macroprudenziali (cfr. par. 5) calibrandone l'intensità in funzione del numero di indicatori che segnalano un aumento del rischio sopra determinate soglie³.

Gli indicatori scelti dovrebbero auspicabilmente dare segnali di *early warning*, cioè con sufficiente anticipo rispetto al momento della possibile crisi. Secondo alcuni studi empirici, indicatori che sembrano efficaci nel segnalare tempestivamente l'avvicinarsi di crisi bancarie (non solo quelle scaturite da una bolla immobiliare) sono il *credit-to-GDP gap*⁴ su un orizzonte di lungo periodo (sino a cinque anni prima della crisi) e il DSTI nel più breve periodo (due anni prima della crisi)⁵. Con riferimento al settore immobiliare, l'andamento dei prezzi delle abitazioni si è dimostrato un buon indicatore di prossime crisi finanziarie, anche se risulta difficile stabilirne il valore di equilibrio⁶. L'analisi di un'eventuale sopravvalutazione dei prezzi degli immobili dipende infatti dalle caratteristiche dei modelli strutturali utilizzati allo scopo⁷.

La determinazione del valore soglia di un indicatore da considerare per l'attivazione di uno strumento presenta anch'essa delle difficoltà. Una soglia elevata può far sì che l'autorità macroprudenziale non riesca a identificare per tempo una situazione di crisi finanziaria (errore del primo tipo), mentre se l'autorità è avversa al rischio e reputa le crisi molto costose potrebbe essere indotta a utilizzare una soglia bassa, generando più falsi allarmi (errore del secondo tipo). La scelta è pertanto soggetta a un certo grado di discrezionalità da parte dell'autorità (*guided discretion*)⁸.

² L'art. 458 della CRR consente alle autorità nazionali di applicare misure più severe anche con riferimento ai requisiti di liquidità, per le grandi esposizioni e ai RW per far fronte alle bolle speculative nel mercato immobiliare.

³ È questo, ad esempio, il caso della Svizzera, che per le decisioni sulla variazione del CCB tiene conto di un ampio insieme di indicatori (cfr. par. 5.6).

⁴ Scostamento del rapporto credito/Pil dal suo trend di lungo periodo.

⁵ Drehman e Juselius (2013).

⁶ Riiser (2005), Mendoza e Terrones (2008), Borio e Drehman (2009), Barrell, Davis, Karim e Liadze (2010), Drehmann, Borio, Gambacorta, Jiménez e Trucharte (2010), Claessens, Kose e Terrones (2011a).

⁷ Per quanto riguarda il mercato immobiliare italiano, cfr. Nobili e Zollino (2012).

⁸ Sull'identificazione di indicatori di *early warning* per le crisi bancarie di origine immobiliare a livello europeo e le rispettive soglie, cfr. Cornacchia, Ferrari e Pirovano (2014).

Infine, alcuni strumenti possono essere usati anche come indicatori. È il caso, ad esempio, dell'LTV, dell'LTI e dei RW utilizzati dalle banche per le esposizioni immobiliari.⁹ Tuttavia, va considerato che, come postulato dalla c.d. “legge di Goodhart”, l'indicatore potrebbe perdere il proprio contenuto informativo se venisse utilizzato anche come strumento di policy¹⁰.

3.2 Strumenti macroprudenziali

Esistono numerosi strumenti macroprudenziali orientati a contrastare i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dall'andamento del mercato immobiliare (tav. 1). In particolare, si distinguono:

- a) gli strumenti miranti a modificare i requisiti patrimoniali delle banche, in via diretta (ad esempio con l'imposizione di *buffer* generalizzati o di requisiti patrimoniali settoriali, concernenti il credito immobiliare) o in via indiretta (tramite l'azione sui parametri che influenzano le ponderazioni del rischio per il credito immobiliare - *RW* o la *loss-given-default* - *LGD*);
- b) gli strumenti rivolti più direttamente ai prenditori di fondi, come le restrizioni al volume dei crediti rispetto ai valori immobiliari (LTV) o l'imposizione di limiti proporzionati alla capacità del prestatore di ottenere o rimborsare i prestiti (LTI o DSTI).

Gli strumenti rivolti alle banche. – Tali strumenti sono finalizzati a rafforzare la capacità delle banche di far fronte ai rischi; possono inoltre agire direttamente sul ciclo del credito immobiliare. I più elevati requisiti patrimoniali per il settore immobiliare possono infatti indurre le banche sia a restringere la quantità offerta di mutui sia ad aumentarne il costo, incidendo in tal modo sia sull'offerta da parte delle banche sia sulla domanda di equilibrio della clientela. L'effetto sul credito immobiliare potrebbe tuttavia essere inferiore alle attese: in un periodo di forte espansione del mercato immobiliare, le banche possono trovare comunque profittevole continuare a erogare mutui, accrescendo gli aggregati creditizi, nonostante i maggiori requisiti patrimoniali ad esse richiesti.

L'utilizzo di *buffer* generalizzati (quali il CCB e l'SRB¹¹), che si applicano al credito complessivo, per far fronte ai rischi del settore immobiliare potrebbe indurre le banche a ridurre il credito erogato ad altri settori (effetto di *crowding out*) senza avere effetti sull'andamento del credito immobiliare. I *buffer* di capitale a fini macroprudenziali andrebbero in principio aumentati nelle fasi di surriscaldamento dell'economia o di un particolare settore economico e ridotti nelle fasi recessive. Tuttavia, in situazioni di crisi del credito e/o dei mercati, in cui sarebbe auspicabile una riduzione dei requisiti di capitale, potrebbe sorgere un conflitto con le esigenze di rafforzare le banche da parte delle autorità di vigilanza microprudenziali o a seguito di pressione dei mercati in tal senso.

Gli strumenti rivolti ai prenditori di fondi. – Tali strumenti possono migliorare la solidità delle banche limitando l'assunzione di rischio da parte dei prenditori. L'evidenza empirica mostra che gli strumenti rivolti ai prenditori di fondi risultano più efficaci rispetto a quelli che agiscono sulle banche nell'attenuare il ciclo del credito, riducendo sia la domanda di credito della clientela sia l'offerta di equilibrio da parte delle banche; la loro attivazione può calmierare i prezzi immobiliari. Ad esempio, l'imposizione di un limite all'LTV può rafforzare le banche perché la necessità di mantenere uno scarto tra il valore dei prestiti e quello delle garanzie consente di ridurre le perdite in caso di insolvenza dei prenditori (*loss given default*, *LGD*). Nel contempo, riducendo la

⁹ Per un'analisi dell'eterogeneità dell'*LTV ratio* tra i paesi europei, cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, aprile 2013.

¹⁰ Goodhart (1984).

¹¹ In principio il *systemic risk buffer* potrebbe essere utilizzato come strumento macroprudenziale per il mercato immobiliare, relativamente ai rischi strutturali che questo presenta. Tuttavia, in considerazione della natura prevalentemente ciclica dei rischi nel settore immobiliare, sarebbe più adeguato attivare altri strumenti.

quota di debito finanziata da collaterale immobiliare, ne risulta migliorata anche la solvibilità della clientela. L'LTI e il DSTI agiscono invece direttamente sulla clientela, in quanto limitano il credito e l'ammontare del carico di interessi rispetto al reddito disponibile, riducendo il rischio di credito delle famiglie e la loro probabilità di insolvenza (PD).

Alcune criticità delle due tipologie di strumenti. – Le principali difficoltà connesse all'utilizzo degli strumenti rivolti ai prenditori di fondi riguardano gli impatti di natura distributiva, dato che essi tendono a limitare l'accesso al mercato immobiliare degli acquirenti meno abbienti. Di contro, gli strumenti settoriali miranti ai requisiti patrimoniali delle banche sono meno sensibili politicamente e, dato che si applicano agli stock e non solo ai flussi di nuovi crediti, si prestano meno al rischio di anticipazione (*frontloading*) da parte degli intermediari. Altre criticità dell'LTV, dell'LTI e del DSTI riguardano la carenza di dati affidabili e sufficientemente granulari sul valore delle garanzie, sul reddito disponibile e sul servizio del debito delle famiglie. Inoltre, l'assenza di definizioni comuni tra paesi rende difficili i confronti *cross-country*. L'LTV presenta anche delle criticità operative: poiché il prestito massimo consentito è una funzione lineare dei prezzi immobiliari, potrebbe essere poco efficace per contenere l'espansione del credito in situazioni di bolla immobiliare.

L'applicazione di strumenti quali il CCB e l'SRB, determinata sulla base della totalità dei crediti, potrebbe essere meno indicata per politiche mirate a contenere la crescita dei prestiti in un settore specifico, come l'immobiliare. Tra gli strumenti rivolti alle banche, quelli più facilmente indirizzabili a specifici segmenti di mercato includono gli interventi sui RW e sui LGD *floors* relativi alle esposizioni verso il settore immobiliare. Gli interventi sui RW possono anche essere applicati su scala regionale, tenendo conto delle differenze nei cicli economici delle diverse aree geografiche, come indica il regolamento CRR (cfr. art. 124 CRR).

Infine, va tenuto conto del rischio di elusione. Gli strumenti specifici al settore immobiliare (sia quelli rivolti alle banche che quelli indirizzati ai prenditori) sono eludibili attraverso arbitraggi a favore di istituzioni non regolamentate o di istituzioni estere. Analogamente, un limite all'LTV per i mutui immobiliari potrebbe essere aggirato stipulando prestiti personali non collateralizzati. Inoltre, un intermediario potrebbe contrastare l'impatto di un innalzamento dei requisiti patrimoniali concernenti il settore immobiliare riducendo l'ammontare di capitale in eccesso rispetto al minimo regolamentare detenuto a titolo volontario.

Alcune indicazioni operative. – Date le differenze nell'ambito di applicazione e nel meccanismo di funzionamento dei vari strumenti macroprudenziali, è possibile che l'utilizzo di un solo strumento non sia sufficiente. Come mostra l'esperienza di alcuni paesi (tav. 2), può esserci complementarità tra diversi strumenti e l'utilizzo congiunto potrebbe risultare più efficace, contribuendo anche a ridurre i rischi di elusione.

Fenomeni di elusione e inadempienza sono meno presenti quando vengono introdotti limiti alle esposizioni, che consentono comunque l'erogazione di una certa quota di prestiti rischiosi¹². Inoltre, l'efficacia della politica macroprudenziale può essere rafforzata attraverso l'interazione con le altre politiche economiche, quali quelle fiscale, monetaria e microprudenziale. Ad esempio, le detrazioni fiscali per gli interessi passivi sui mutui possono distorcere l'impatto delle misure macroprudenziali. La vigilanza microprudenziale può contribuire ad assicurare un'effettiva applicazione degli strumenti macroprudenziali, ad esempio identificando e contrastando i tentativi di arbitraggio regolamentare.

¹² Si veda ad esempio il caso del Regno Unito, che ha recentemente introdotto un limite alle nuove erogazioni con LTI elevato (cfr. par. 5.3).

4. Letteratura empirica sull'efficacia degli strumenti macroprudenziali

La letteratura empirica conferma, nel complesso, l'efficacia degli strumenti macroprudenziali nel settore immobiliare. Uno dei primi studi sull'argomento ha messo in luce la capacità di tali strumenti di rallentare la crescita sia del credito sia dei prezzi delle abitazioni (Borio e Shim, 2007). Secondo uno studio del Fondo Monetario Internazionale che confronta diversi strumenti di politica monetaria, fiscale e macroprudenziale per far fronte a bolle immobiliari, le misure più efficaci sono in genere quelle macroprudenziali che hanno un focus più limitato e diretto all'obiettivo¹³. Altri studi confermano l'efficacia degli strumenti macroprudenziali, tra cui i limiti all'LTV e al DSTI, nel contenere la crescita del credito e del *leverage* del settore privato¹⁴.

Secondo altre evidenze empiriche, l'imposizione di più elevati requisiti di capitale in situazioni di tensione dei prezzi immobiliari e di espansione dei crediti ipotecari è stata seguita da un declino del volume dei prestiti e/o dei prezzi (ESRB, 2014a¹⁵). È tuttavia difficile distinguere se tali effetti derivano dai più elevati requisiti di capitale o da altri fattori concomitanti che possono avere influito sul ciclo del credito, quali ad esempio incrementi nei tassi di interesse. Un recente studio della Banca dei regolamenti internazionali condotto su più paesi mette in luce come, tra gli strumenti che non implicano l'attivazione della leva dei tassi d'interesse di policy ("non-interest rate policy tools"), solo gli strumenti macroprudenziali rivolti ai prenditori di fondi possono avere effetto nel rallentare la crescita del volume di credito concesso per l'acquisto di abitazioni (Kuttner e Shim, 2013). In particolare, il DSTI sembrerebbe avere maggiore efficacia rispetto all'LTV, che non riesce a contenere l'aumento del credito in presenza di andamenti crescenti dei prezzi delle case. Peraltro, secondo tale studio le misure macroprudenziali non avrebbero invece effetti significativi sui prezzi delle abitazioni, che appaiono influenzati solo dalle misure fiscali.

5. Misure macroprudenziali adottate in Europa

Nell'ultimo biennio, diversi paesi dell'UE, tra i quali Belgio, Paesi Bassi, Regno Unito e Svezia, hanno adottato iniziative volte a contrastare il surriscaldamento del settore immobiliare (tav. 2); in larga parte questi paesi sono quelli per i quali gli indicatori costruiti periodicamente nell'ambito del *Risk Dashboard* dell'ESRB stimano la presenza di una potenziale sopravvalutazione dei prezzi immobiliari (fig. 1). Con riferimento ai paesi extra-UE, in Svizzera è stato introdotto un CCB "settoriale" volto a contenere la crescita del credito del settore immobiliare, mentre in Norvegia è stato introdotto un limite per il LTV e innalzato il requisito minimo per l'LGD. Nel paragrafo successivo si esaminano in maggior dettaglio le misure adottate in alcuni paesi per contenere i rischi nel settore immobiliare. In Germania e in Francia, benché i prezzi delle abitazioni abbiano ripreso a crescere dopo la crisi, non sono state invece finora adottate misure macroprudenziali: in Germania le abitazioni non risulterebbero sopravvalutate, tranne in alcune grandi città, e la crescita del credito immobiliare risulterebbe contenuta (Deutsche Bundesbank, 2013)¹⁶; in Francia i prezzi si sono recentemente stabilizzati, anche se vi sarebbero segnali di sopravvalutazione (pari a circa il 20% secondo Antipa e Lecat, 2013)¹⁷.

¹³ Crowe, Dell'Ariccia, Igan e Rabanal (2011).

¹⁴ Lim, Columba, Costa, Kongsamut, Otani, Saiyid, Wezel e Wu, (2011); Claessens, Ghosh e Mihet (2013); ESRB (2014a).

¹⁵ Vedi Box 3.1 del lavoro citato.

¹⁶ Inoltre, anche se non vi è un limite massimo all'LTV, di fatto considerazioni di costo limitano tale rapporto all'80% e non sono presenti incentivi fiscali che si riscontrano in altri paesi.

¹⁷ In Francia, tuttavia, la prassi di estrazione di liquidità dal capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal*) non è comune e il valore della garanzia è limitato al prezzo di acquisto dell'immobile e non al suo valore di mercato. Altre caratteristiche che indicherebbero che il mercato dei mutui francese è strutturalmente sano sono la preferenza per prestiti garantiti da fidejussioni rilasciate da società finanziarie e assicurative e l'imposizione da parte delle banche di un valore massimo del DSTI pari al 33% (Avouyi-Dovi, Lecat e La Bonne, 2014).

5.1 Belgio

Sviluppi del mercato immobiliare. – La banca centrale belga, che svolge il ruolo di autorità macroprudenziale, ha rilevato nell'ultimo decennio una forte crescita del debito immobiliare delle famiglie e delle concessioni di credito ipotecario. I prezzi delle abitazioni sono aumentati sin dall'inizio della crisi, diversamente da altri paesi che hanno registrato contrazioni, e la sopravvalutazione delle case sarebbe stimata pari a ca. il 20-25% dalle autorità nazionali, al 30% secondo la BCE, il livello più elevato in Europa.

Tra gli indicatori che l'autorità macroprudenziale ha segnalato come particolarmente rilevanti vi è il rapporto tra reddito disponibile delle famiglie e servizio del debito per il rimborso dei prestiti, che si è ulteriormente deteriorato. Pur in presenza di un LTV medio non particolarmente elevato rispetto ad altri paesi (65% nel 2011), la distribuzione dell'indicatore mostra che la quota di LTV superiore all'80% è pari a circa il 40% del totale dei prestiti immobiliari. La gran parte dei mutui residenziali è erogata da banche che adottano modelli interni di valutazione del rischio: un importante elemento di preoccupazione è costituito dal fatto che le banche belghe applicano su tali esposizioni ponderazioni di rischio in media molto contenute (i RW sono pari in media al 10% contro un valore medio UE del 16%)¹⁸.

Iniziativa prese dall'autorità macroprudenziale. – La banca centrale belga è intervenuta nel novembre 2013 introducendo un *add-on* di 5 punti percentuali alla ponderazione dei rischi derivanti dai crediti ipotecari segnalati nei modelli IRB delle banche. La calibrazione deriva da un'analisi di sensitività basata su uno scenario di stress in cui i tassi di default sono stati ipotizzati pari a 5 volte quelli effettivi (salendo su valori analoghi a quelli registrati ad es. in Spagna durante la crisi) e le LGD sono state aumentate del 20%, in linea con le stime di sopravvalutazione dei prezzi degli immobili. La scelta dell'*add-on* quale strumento di intervento risponde all'esigenza di mantenere invariate le gerarchie tra i RW stimati dalle banche, che la banca centrale considera riflettere in modo appropriato la rischiosità relativa; tale condizione sarebbe invece stata violata nel caso in cui si fosse scelto di imporre un *floor* ai RW delle banche. A seguito della misura i RW dei modelli IRB delle banche belghe si collocherebbero su livelli pari alla media UE. La misura comporta un incremento del requisito patrimoniale complessivo pari a €600 mln., inferiore a quello derivante dallo scenario di stress (€800 mln.), per evitare di penalizzare eccessivamente il mercato. Le misure saranno soggette a controllo periodico.

5.2 Paesi Bassi

Sviluppi del mercato immobiliare. – Nei Paesi Bassi le famiglie avevano accumulato livelli di debito elevati prima della crisi, anche grazie a generosi incentivi fiscali e regolamentari quali la completa deducibilità degli interessi pagati sui mutui e l'assenza di un limite al LTV sui mutui concessi dalle banche. I prezzi delle abitazioni sono diminuiti del 21% dal 2008 e il 30% dei mutui hanno come garanzia abitazioni il cui valore di mercato è inferiore al debito contratto (DNB, 2014).

Iniziativa prese dalle autorità. – Il governo ha introdotto negli ultimi anni diverse misure volte a ridurre la volatilità dei prezzi delle case e l'eccessivo livello del credito immobiliare, tra cui: a) la riduzione del limite alla deducibilità degli interessi pagati sui mutui¹⁹, che ora è ammessa solo nel caso in cui nel periodo di ammortamento²⁰ oltre al pagamento degli interessi viene rimborsato

¹⁸ ESRB, (2014b)

http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430ESRB-Opinion-on-Belgian-measure_Report.pdf?0d6933d16aed49e91ef99b762ce7edd5

¹⁹ A partire da quest'anno tale limite (pari al 52% nel 2013) si ridurrà dello 0,5% per cento all'anno fino al raggiungimento del valore del 38% (nel 2042).

²⁰ Il periodo di ammortamento è limitato a 30 anni.

interamente anche il capitale²¹; b) l'introduzione di un limite al LTV²² per i nuovi mutui e la sua progressiva riduzione; c) è stato ridotto il limite per l'acquisto di una proprietà tramite il Nationale Hypotheek Garantie²³, uno schema di assicurazione dei mutui che, oltre a garantire il prestito, consente di coprire l'eventuale differenza negativa tra prezzo di mercato dell'immobile e ammontare del debito residuo nel caso in cui il mutuatario debba vendere l'abitazione per necessità.

Ulteriori possibili iniziative dell'autorità macroprudenziale. – Il Financial Policy Committee ha recentemente affermato che nel lungo periodo un'ulteriore riduzione del limite all'LTV è desiderabile²⁴. Quest'anno verrà inoltre effettuata dal Governo una valutazione sull'opportunità di modificare il regime esistente dell'LTI, per differenziarlo sulla base delle diverse caratteristiche delle famiglie.

5.3 Regno Unito

Sviluppi del mercato immobiliare. – Nel Regno Unito le autorità hanno constatato che l'attività sul mercato immobiliare si è intensificata e i prezzi, che stanno aumentando sensibilmente, sono già superiori ai valori medi storici (Bank of England, 2013a).

Per quanto molti indicatori di rischio sul mercato immobiliare restino al di sotto dei livelli precedenti la crisi finanziaria, alcuni hanno mostrato segnali di stress: (1) sono aumentati sia il numero di prestiti caratterizzati da LTI elevati sia il numero di prestatori che offrono crediti ipotecari con LTV superiore al 95%; (2) il rapporto tra prezzo delle abitazioni e reddito disponibile e il *price-to-rent ratio* sono al di sopra delle medie di lungo periodo; (3) le famiglie evidenziano livelli di indebitamento (*debt-to-income*) prossimi ai massimi storici. Altri indicatori regolarmente monitorati dal Financial Policy Committee (FPC) sono: (a) la crescita dei prezzi immobiliari; (b) le condizioni applicate dalle banche per prestiti immobiliari residenziali e commerciali; (c) l'esposizione delle banche verso clientela altamente indebitata; (d) la dipendenza di queste stesse banche dalla raccolta all'ingrosso di breve periodo.

Iniziativa prese dall'autorità macroprudenziale. – A seguito della riunione dell'FPC di novembre 2013 (Bank of England, 2013b) e in vista dello stress test del 2014, la Financial Conduct Authority (FCA) ha avviato una consultazione per richiedere alle banche che concedono prestiti ipotecari di valutare la resistenza a *shock* sul mercato immobiliare (Bank of England, 2014a). Inoltre, la Prudential Regulation Authority (PRA) ha deciso di non mantenere i prestiti alle famiglie tra quelli idonei per il c.d. *capital planning buffer offset*, una misura di secondo pilastro che neutralizza l'aumento dei requisiti minimi di capitale di primo pilastro derivante dall'incremento di crediti all'economia che rientrano tra quelli previsti per l'utilizzo del *Funding for Lending*.

Infine, nel giugno 2014 l'FPC ha adottato due raccomandazioni (Bank of England, 2014b): (i) l'introduzione di uno stress test sul tasso di interesse per valutare la solidità dei mutuatari²⁵ e (ii) l'introduzione di un limite alle erogazioni con LTI elevato²⁶. Tali misure non dovrebbero tuttavia rallentare l'attività corrente del mercato immobiliare: lo stress test è in linea con la prassi degli

²¹ Gli interessi sui mutui non sono quindi più deducibili nel caso di *interest-only mortgages*, in cui il capitale viene rimborsato alla fine in un'unica soluzione.

²² Nel 2011 il Revised Mortgage Code of Conduct ha introdotto un limite all'LTV, pari al 106%. Nel 2013 questo limite è stato ridotto al 105% ed è stato previsto che si riduca dal 2014 dell'1% all'anno fino al raggiungimento del 100% nel 2018.

²³ Il limite è stato ridotto da 350.000 euro (valore fissato nel 2009) a 320.000 euro nel 2012 e a 290.000 nel 2013; il 1° luglio 2014 è stato ridotto ancora, a 265.000 euro.

²⁴ Minute della riunione del Financial Stability Committee, tenutasi il 12 novembre 2013. Tale considerazione è condivisa dal FMI che raccomanda di attuare la riduzione una volta che il mercato si sia stabilizzato (FMI, 2013).

²⁵ In base al nuovo *affordability test*, le banche dovrebbero valutare se i mutuatari possono ancora permettersi il mutuo nel caso in cui il Bank Rate fosse di 3 punti percentuali più alto rispetto al livello prevalente al momento della erogazione.

²⁶ Le banche non dovrebbero erogare oltre il 15% del numero di nuovi mutui a mutuatari con LTI \geq 4,5.

istituti di credito prudenti e l'attuale quota di nuove erogazioni con LTI elevato è al di sotto del limite. In futuro esse avranno un impatto minimo se il mercato immobiliare si evolve in linea con lo scenario di base, mentre diventeranno più incisive se il mercato immobiliare crescerà ad un ritmo sostenuto accompagnato da un ulteriore notevole incremento delle erogazioni con LTI elevato.

Ulteriori possibili iniziative dell'autorità macroprudenziale. – Ulteriori strumenti macroprudenziali che potranno essere eventualmente attivati in futuro per far fronte ai rischi del settore immobiliare sono: raccomandazioni al Ministero del Tesoro al fine di un adeguato monitoraggio degli sviluppi dei piani governativi *Help to Buy* e affinché si richieda all'FPC una valutazione di questi piani in termini di stabilità finanziaria; ricorso ad aumenti dei requisiti di capitale sui prestiti immobiliari (Bank of England, 2013a).

5.4 Svezia

Sviluppi del mercato immobiliare. – In Svezia i prezzi delle abitazioni e il debito delle famiglie continuano ad aumentare. Il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie è salito dal 90% del 1995 al 174% attuale e si prevede che aumenterà ancora, sebbene negli ultimi anni sia cresciuto a ritmi inferiori a quelli registrati in precedenza (Sveriges Riksbank, 2013 e 2014; Financial Stability Council, 2014).

Iniziative prese dall'autorità macroprudenziale. – La Svezia ha adottato sin dall'inizio della crisi una serie di misure per mitigare i rischi derivanti dal mercato immobiliare. Gli indicatori utilizzati per valutare l'eventuale adozione di strumenti macroprudenziali includono, oltre al DTI delle famiglie, l'andamento dei prezzi delle case in termini reali, il tasso di crescita dei mutui, l'andamento dell'LTV, il tasso di ammortamento del debito da parte delle famiglie. Tra le misure adottate vi sono: a) l'introduzione di un limite all'LTV, pari all'85%; b) un *risk weight floor* del 15% per i mutui residenziali; c) un accordo tra l'autorità di controllo e l'associazione bancaria svedese per la definizione di piani di ammortamento ritagliati sul profilo di rischio individuale del cliente.

La scelta di imporre un *floor* ai RW sulle esposizioni immobiliari è derivata dal fatto che, quando Basilea 2 è entrata in vigore in Svezia (nel 2007), la possibilità di utilizzare i modelli di valutazione interna ha portato a una forte riduzione della ponderazione dei mutui, a un livello in media pari al 5% in base alle stime EBA per il 2012, il valore più basso in Europa (EBA, 2013). Questi valori si paragonavano con il 50% circa previsto dalla regolamentazione in vigore fino al 2007 e con il 35% previsto nello *standardised approach* dal nuovo regime.

Ulteriori possibili iniziative dell'autorità macroprudenziale. – L'autorità di controllo sta al momento individuando possibili misure aggiuntive per intervenire nel caso in cui la crescita del debito delle famiglie dovesse continuare. In particolare ha annunciato che aumenterà il *risk weight floor* dal 15% al 25% nell'autunno di quest'anno e l'attivazione del CCB, sempre in autunno.

5.5 Norvegia

Sviluppi del mercato immobiliare. – Il rapporto tra debito delle famiglie e reddito disponibile in Norvegia è aumentato ancora nel corso del 2013, su livelli mai raggiunti in precedenza. La crescita del debito ha rallentato all'inizio del 2014, ma rimane elevata. Secondo l'autorità di vigilanza norvegese l'andamento del debito delle famiglie e quello dei prezzi delle abitazioni sono correlati (Finanstilsynet, 2014). Questi ultimi sono lievemente diminuiti verso la fine del 2013 dopo un lungo periodo di crescita sostenuta, ma sono aumentati nuovamente quest'anno.

Iniziative prese dall'autorità macroprudenziale. – In Norvegia, analogamente a quanto avvenuto in Svezia, dopo l'entrata in vigore di Basilea 2 nel 2007 le banche che facevano uso di modelli interni avevano ridotto di circa l'80% i coefficienti di ponderazione per il rischio relativi ai

mutui residenziali. Per contrastare questo fenomeno le autorità hanno fatto ricorso all'imposizione di un *floor* ai *risk weighted assets* (RWA) calcolati da tali banche, secondo il quale i RWA non possono essere inferiori a una certa percentuale dei RWA calcolati secondo le regole di Basilea 1. Tale percentuale, inizialmente fissata al 95%, è stata ridotta al 90% nel 2008 e all'80% nel 2009. Questo regime è stato prima esteso fino al 2011 e poi prorogato a tempo indeterminato. Nel caso dei mutui il *Basel 1 – floor* implica che, per le banche che usano modelli interni, il *floor* per i mutui residenziali sia pari al 40%, ossia all'80% del coefficiente di ponderazione previsto da Basilea 1 per lo stesso tipo di operazioni (pari al 50%)²⁷. Nello *standardised approach* il coefficiente di ponderazione è pari al 35%²⁸.

In Norvegia sono anche in vigore linee guida delle autorità di controllo sul valore massimo dell'LTV, nella misura dell'85%. Vi è anche un requisito minimo per l'LGD, che dal 1° gennaio 2014 è stato aumentato dal 10% al 20%.

Ulteriori iniziative dell'autorità macroprudenziale. – Recentemente l'autorità di vigilanza norvegese ha imposto, nel calcolo dei modelli interni delle banche, l'applicazione di un livello minimo di PD dello 0,2% e ha rivisto la stessa metodologia di calcolo della PD²⁹. Tali misure sono giustificate dal fatto che per diverse banche vi sarebbe una forte concentrazione di prestiti in categorie di rischio che presentano valori molto bassi di tale parametro. Le banche dovranno adeguarsi alle nuove norme entro la fine del 2014.

5.6 Svizzera

Sviluppi del mercato immobiliare. – In Svizzera prevale da diversi anni una dinamica sostenuta del mercato immobiliare. In un contesto di bassi tassi di interesse, i prezzi delle abitazioni sono cresciuti più di quanto spiegato dai fondamentali (incremento del reddito e della popolazione; Swiss National Bank, 2013).

Iniziative prese dall'autorità macroprudenziale. – Dal 2013 sono previsti RW più elevati per i prestiti con LTV elevato³⁰. Inoltre il Governo svizzero ha introdotto nel 2012 il CCB con un'ordinanza che prevede, in presenza di squilibri nei mercati del credito, l'utilizzo di un buffer in forma di Common Equity Tier 1, pari al massimo al 2,5% dei RWA (in linea con le previsioni di Basilea 3)³¹. Il buffer può essere orientato anche a specifici segmenti del mercato del credito, come quello immobiliare, a differenza di quanto previsto dalla normativa UE nella quale il CCB è applicato al complesso dei crediti.

La banca centrale prende la decisione di attivare o disattivare il buffer in base ad un approccio di *guided discretion*, fondato sull'analisi di indicatori chiave (tra cui il volume dei mutui erogati, il livello e la variazione dei prezzi delle abitazioni). Il livello del buffer viene fissato in misura proporzionale all'entità degli squilibri che si stanno sviluppando nel sistema, anche sulla base dell'esperienza storica. Vengono inoltre monitorati altri indicatori (come il rischio di tasso di interesse, i margini di interesse, le condizioni del credito) e analizzate le condizioni economiche generali.

²⁷ Tale valore si applica ai mutui con LTV inferiore all'80%; per i mutui con LTV superiore a tale soglia il coefficiente di Basilea 1 sale al 100%, e quindi il *floor* è pari all'80%.

²⁸ Tale valore si applica a i mutui con LTV inferiore all'80%; per i mutui con LTV superiore a tale soglia il coefficiente è pari al 75%.

²⁹ La PD è calcolata sulla base di valori storici, attribuendo un peso del 20% alla PD calcolata negli anni di crisi (per i quali è stato imposto un valore della PD pari al 3,5%) e dell'80% per gli altri anni (per i quali la PD viene stimata dalle banche).

³⁰ Si applica il 100% ai mutui con LTV maggiore dell'80%.

³¹ Ordinanza del Consiglio Federale Svizzero sui fondi propri e sulla ripartizione dei rischi delle banche e dei commercianti di valori mobiliari (n. 952.3 del 1/6/2012).

Nel febbraio 2013, a seguito della forte crescita dei prestiti immobiliari e dei prezzi delle abitazioni, la banca centrale ha attivato questo strumento, orientandolo al contenimento del mercato immobiliare tramite la fissazione del CCB all'1% dei mutui garantiti da abitazioni ponderati per il rischio e obbligando gli intermediari all'adempimento dell'obbligo entro il mese di settembre dello stesso anno. La giustificazione dell'intervento risiedeva, secondo quanto affermato dalla banca centrale, nella limitata possibilità da parte della politica monetaria di utilizzare il tasso di interesse a fini macroprudenziali. Altre misure erano state prese in precedenza per contenere la crescita di mutui e prezzi delle case, come l'introduzione di requisiti di capitale più stringenti per i mutui con elevato LTV³² e la revisione della *self-regulation* riguardante le concessione di mutui.

Nel gennaio di quest'anno la Banca Centrale ha ulteriormente aumentato il CCB dall'1% al 2%, in seguito alla nuova crescita di mutui e prezzi delle case nel 2013. Secondo la banca centrale svizzera, il continuo aumento di mutui e prezzi delle case è indotto dalla persistenza di un contesto di bassi tassi di interesse, in presenza di una propensione al rischio da parte delle banche ancora elevata.

6. Conclusioni

Questa nota evidenzia l'importanza di disporre di appropriati indicatori in grado di segnalare per tempo l'insorgere di una bolla nel mercato immobiliare e l'eccessiva crescita del credito a tale settore (*early warning indicators*). Le esperienze empiriche, incluse quelle dei paesi europei, mostrano l'utilità di fare riferimento a più indicatori per analizzare la potenziale accumulazione di rischi nel comparto. La scelta dei valori soglia degli indicatori da considerare per l'attivazione degli strumenti macroprudenziali è cruciale per una tempestiva azione di contrasto alla bolla immobiliare.

La selezione degli strumenti macroprudenziali più efficaci rappresenta un aspetto fondamentale dell'intervento di *policy*. Vi è un ampio insieme di strumenti a disposizione delle autorità per contrastare i rischi nel settore immobiliare; tutti hanno vantaggi e svantaggi. Se si considerano gli strumenti rivolti alle banche, l'utilizzo di quelli che hanno ad oggetto il totale delle esposizioni, quali il CCB e l'SRB, può essere meno indicato per politiche mirate al settore immobiliare. Tra gli strumenti introdotti dalla CRD IV/CRR, possono essere più adatti a contrastare i rischi nel settore immobiliare le misure volte a incrementare i RW e le LGD applicati dalle banche, risultando indirettamente in un incremento dei requisiti di capitale relativi alle esposizioni nel settore. La letteratura empirica sembra confermare che gli strumenti rivolti ai prenditori di fondi (LTV, LTI, DSTI) possono essere efficaci nel rallentare la crescita del credito e nel contribuire alla solidità delle banche, oltre che della clientela.

In diversi paesi europei stanno emergendo rischi nel settore immobiliare. Le autorità macroprudenziali hanno iniziato, anche prima dell'entrata in vigore della CRDIV/CRR, a utilizzare strumenti mirati al controllo di tali rischi. Alla luce della rassegna effettuata è emerso che in diversi casi gli strumenti introdotti sono molteplici; sembra prevalere il ricorso all'LTV, strumento indirizzato direttamente ai prenditori di fondi e non armonizzato dalla normativa europea, congiuntamente all'aumento dei RW. Date le differenze di impatto tra i vari strumenti, può esserci complementarità tra diversi strumenti e l'utilizzo congiunto potrebbe avere maggiori potenzialità, contribuendo anche a ridurre i rischi di elusione.

Le misure adottate sono differenziate a seconda del mercato di riferimento e dell'intensità del rischio. Nei Paesi Bassi la scelta di ridurre l'LTV dipende dai livelli storicamente molto elevati raggiunti da tale rapporto, mentre in altri paesi la presenza di LTV più ridotti ha spinto le autorità a introdurre altre misure. In Belgio e Svezia si è scelto di intervenire sui *risk weights* relativi alle esposizioni immobiliari: in Belgio è stato introdotto un *add-on* alla ponderazione dei rischi derivanti

³² È stato previsto in particolare un coefficiente di ponderazione del 100% per i mutui con LTV superiore all'80%.

dai crediti ipotecari segnalati nei modelli IRB che non altera le differenze tra i RW stimati dalle diverse banche, mentre la Svezia ha imposto un *floor* ai RW delle banche, che ne eleva per tutte il livello minimo. Nel Regno Unito l'adozione di due misure che hanno come obiettivo quello di limitare la concessione di fondi ai prenditori con insufficiente capacità di ripagare il credito (un *affordability stress test* e un limite alle erogazioni di mutui con LTI elevato) è riconducibile all'elevato livello di indebitamento delle famiglie.

Differenze nella scelta degli strumenti riflettono inoltre quadri normativi non omogenei; ad esempio la Svizzera ha introdotto un *countercyclical capital buffer* che può essere orientato anche a specifici segmenti del mercato del credito, come quello immobiliare, a differenza di quanto previsto dalla normativa UE, che consente di applicarlo solo all'insieme dei crediti.

Nei paesi esaminati l'adozione di strumenti macroprudenziali sta inoltre avvenendo in maniera graduale; essi sono in una fase preliminare di applicazione delle misure e nella pratica non emergono ancora chiari risultati sulla loro efficacia, che dipende anche dai tempi di azione scelti dalle autorità. Le prime esperienze sembrano indicare che le misure sono tanto più efficaci quanto più sono tempestive, sulla base di *warnings* derivanti dal monitoraggio di appropriati indicatori. Per contro, misure prese quando la bolla immobiliare è avanzata hanno una limitata probabilità di produrre risultati (ECB, 2014). In aggiunta, sembrano aver rilievo anche gli aspetti legati alla calibrazione delle misure (i.e. al di sotto di un certo valore le misure non sembrano avere effetti di rilievo, cfr. ad esempio il CCB introdotto in Svizzera). Infine, l'efficacia della politica macroprudenziale può essere rafforzata interagendo con le altre politiche economiche, quali quelle fiscali, monetaria e microprudenziale.

Riferimenti bibliografici

- Antipa P. e Lecat R. (2013), “Bulle immobilière et politique d’octroi de credit, enseignements d’un model structurel du marché français de l’immobilier résidentiel”, *Revue de l’OFCE, Debats et Politiques*, No. 128.
- Avouyi-Dovi S., Lecat R. e La Bonne C. (2014), “The housing market: the impact of macroprudential measures in France”, *Financial Stability Review*, Banque de France, April.
- Bank of England (2013a), *Financial Stability Report*, November.
- Bank of England (2013b), *Record of the Financial Policy Committee meeting*, 20 November.
- Bank of England (2014a), *Record of the Financial Policy Committee meeting*, 19 March.
- Bank of England (2014b), *Financial Stability Review*, June.
- Barrell R., Davis E.P., Karim D. e Liadze I. (2010), “Bank regulation, property prices and early warning systems for banking crises in OECD countries”, *NIESR Discussion Paper*, No 330.
- Borio C. e Shim I. (2007): “What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?”, *BIS Working Papers*, No. 242.
- Borio C. e Drehman M. (2009), “Assessing the risk of banking crises – revisited”, *BIS Quarterly Review*, March;
- Claessens S., Kose M.A. e Terrones M.E. (2011a), “Financial cycles: What? How? When?”, *IMF Working Paper*, 11/76.
- Claessens S., Ghosh S. e Mihet R. (2013), “Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities”, *Journal of International Money and Finance*, prossima pubblicazione;
- Cornacchia W., Ferrari S. e Pirovano M. (2014), “Identifying early warning indicators for real estate banking crises”, *ESRB Occasional Paper*, prossima pubblicazione;
- Crowe C., Dell’Ariccia G., Igan D. e Rabanal P. (2011): “How to deal with real estate booms: lessons from country experiences”, *IMF Working Paper*, 11/91.
- Deutsche Bundesbank (2013), *Financial Stability Review 2013*, November.
- DNB (2014), *Overview of financial stability - Spring 2014*, April.
- Drehmann M., Borio C., Gambacorta L., Jiménez G. e Trucharte C., (2010), “Countercyclical capital buffers: exploring options”, *BIS Working Paper*, No. 317;
- Drehman M. e Juselius M. (2013), “Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements”, *BIS Working Papers*, No. 421, August.
- EBA (2013), *Third interim report on the consistency of risk-weighted assets*, December.
- ECB (2014), *Financial Stability Review*, Special feature A - “Recent experience of European countries with macro-prudential policy”, May.
- ESRB (2014a), *The ESRB Handbook on operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*.
- ESRB (2014b), “*ESRB opinion regarding Belgian notification of a stricter macro-prudential measure*”, Report, July.
- Financial Stability Council (2014), comunicato relativo al meeting del 23 maggio.
- Finanstilsynet, *Risk Outlook 2014*.
- Goodhart C.W.L. (1984), “*Monetary Theory and Practice*”, Macmillan, London.

- FMI (2013), “Kingdom of Netherlands-Netherlands”, *2013 Article IV Consultation*, May.
- Kuttner K.N. e Shim I. (2013), “Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies”, *BIS Working Papers*, November.
- Lim C. H., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T. e Wu X.(2011), “Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences”, *IMF Working Paper*, 11/238;
- Mendoza E. e Terrones M. (2008), “An anatomy of credit booms: evidence from macro aggregates and micro data”, *NBER Working Paper*, No. 14049.
- Nobili A. e Zollino F. (2012), “A structural model for the housing and credit markets in Italy”, *Temì di discussione*, n. 887, Ottobre.
- Riiser M. (2005), “House prices, equity prices, investment and credit – what do they tell us about banking crises? A historical analysis based on Norwegian data”, *Norges Bank Economic Bulletin*, No. 05, Q3, pp. 145-154.
- Sveriges Riksbank (2013), *Financial Stability Report*, n. 2.
- Sveriges Riksbank (2014), “Household debt under the microscope”, discorso del Vice Governatore Cecilia Skingsley, 8 maggio.
- Swiss National Bank (2013), *Financial Stability Report 2013*, June.

Tavole e figure

Tav. 1 – Caratteristiche degli strumenti macroprudenziali per il mercato immobiliare

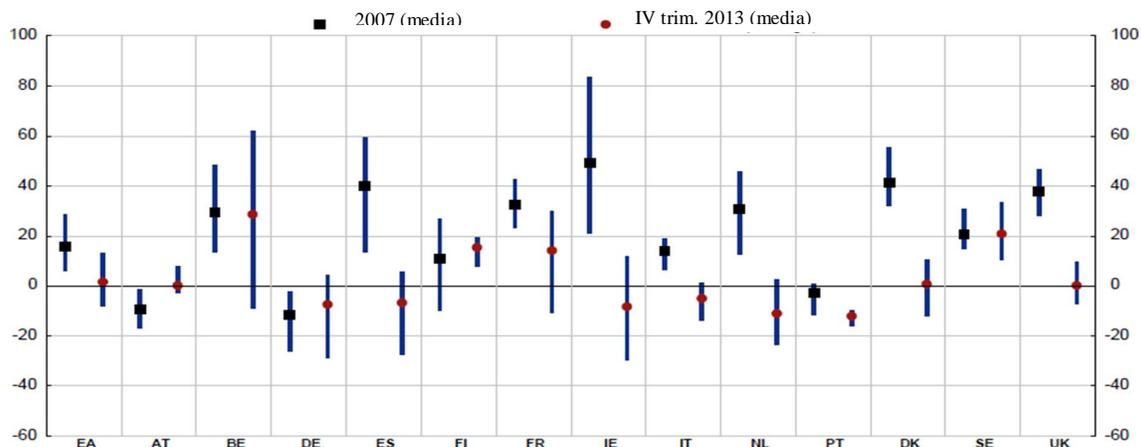
		Strumenti	Vantaggi	Svantaggi
Rivolti ai requisiti patrimoniali delle banche	In via diretta	CCB	Aumenta la solidità delle banche. L'eventuale aumento del costo dei mutui si ripercuote sia sull'offerta di credito delle banche sia sulla domanda della clientela.	Se la domanda di mutui è elevata, i prestiti potrebbero non rallentare. È possibile un <i>crowding out</i> rispetto ad altre tipologie di credito. In fase di allentamento (ad esempio in situazioni di crisi del settore immobiliare), può essere talvolta difficile ridurre questi requisiti se in conflitto con decisioni microprudenziali.
		<i>Systemic risk buffer</i>		
		Altre misure ex art. 458 CRR (livello dei fondi propri nel settore immobiliare)		
	In via indiretta	Maggiorazioni o livelli minimi dei RWs	Sono strumenti più facilmente orientabili a settori specifici, come quello immobiliare, o applicabili su scala regionale in funzione delle differenze nei cicli economici delle diverse aree geografiche.	È possibile un <i>crowding out</i> rispetto ad altre tipologie di credito.
		Maggiorazioni o livelli minimi della LGD		
		Altre misure ex art. 458 CRR (ponderazioni per i rischi nel settore immobiliare)		
Rivolti ai prenditori di fondi		LTV, LTI, DSTI	Possono produrre effetti su clientela e banche, sul ciclo del credito e su quello immobiliare.	Essendo applicati ai flussi, possono essere destabilizzanti se gli intermediari ne anticipano l'applicazione e aumentano il credito. Non possono essere modificati di frequente perché politicamente sensibili (possono precludere l'accesso al mercato immobiliare agli acquirenti meno abbienti).
		In particolare: Limiti al LTV	Riduce la quota del debito della clientela finanziata da collaterale.	Essendo uno strumento piuttosto stabile nel tempo potrebbe non essere in grado di contenere l'espansione del credito in presenza di bolla immobiliare (il prestito erogato è funzione lineare dei prezzi degli immobili). Vi può essere carenza di dati sul valore della garanzia
		Limiti al LTI	Limita il credito rispetto al reddito disponibile.	Vi può essere carenza di dati sul reddito disponibile.
		Limiti al DSTI	Limita il peso degli interessi rispetto al reddito disponibile.	Vi può essere carenza di dati sul servizio del debito.

Tav. 2 – Strumenti macroprudenziali per il settore immobiliare adottati in Europa

PAESE	MISURA	LIVELLO DI APPLICAZIONE	DATA DI INTRODIZIONE
Belgio	RWs <i>add-on</i> per mutui immobiliari (ex-art. 458 CRR)	5p.p. per le banche che adottano modelli interni di valutazione del rischio (IRB)	Novembre 2013, reiterato nel 2014
Croazia	<i>Structural systemic risk buffer</i>	1,5% o 3% CET1 (a seconda del livello di complessità dell'intermediario)	Aprile 2014
Lituania	Introduzione di un limite al LTV	85%	2011
	Introduzione di un limite al DSTI	40%	2011
Norvegia	Introduzione del "Basel1 floor" per i RWA	80% dei RWA di Basilea 1	2009
	Introduzione di un limite al LTV	85% per i mutui immobiliari	2011
	Aumento del requisito minimo per l'LGD	Dal 10 al 20% per i mutui immobiliari	2014
Paesi Bassi	Riduzione del limite al LTV in vigore	Riduzione annua dell'1% fino al raggiungimento del 100% nel 2018	2013
	Deducibilità fiscale delle spese per interessi	Il limite massimo di deducibilità si ridurrà dello 0,5% all'anno fino al 38% nel 2042	2014
	Obbligo di ammortamento	È richiesto un ammortamento del 100% per avere diritto alla deducibilità fiscale delle spese per interessi	2013
	Limiti al LTI	Prevista valutazione del Governo sulla differenziazione del regime dei <i>LTI ratios</i> per tipologia di famiglie	Da stabilire
Romania	Introduzione di un limite al LTV	75-85%	2011
Regno Unito	Esclusione dei mutui dal <i>Funding for Lending scheme</i>		Gennaio 2014
	Introduzione di uno stress test sul tasso di interesse per valutare la solidità dei mutuatari	Incremento di 3 p.p. del Bank rate rispetto al livello prevalente al momento della erogazione	Luglio 2014
	Introduzione di un limite alle erogazioni con LTI elevato	Non oltre il 15% del numero di nuove erogazioni a mutuatari con $LTI \geq 4,5$	Luglio 2014
Slovacchia	RWs	100% RWs per i mutui non residenziali	Previsto per il 2° trimestre 2014
Svezia	Introduzione di un limite al LTV	85% per i mutui immobiliari	Introdotta nel 2010
	Aumento della soglia minima dei RWs applicabili ai mutui	Dal 15% al 25%	Autunno 2014
Svizzera	Incremento dei RWs per i prestiti con LTV elevato	100% RWs per prestiti con LTV > 80%	Gennaio 2013
	Introduzione del CCB settoriale (sui mutui immobiliari residenziali)	1%	Settembre 2013
	Aumento del CCB settoriale (sui mutui immobiliari residenziali)	Dall'1 al 2%	Gennaio 2014

Fonte: ESRB, *The ESRB Handbook on Operationalizing Macro-Prudential Policy in the Banking Sector*, 2014 e fonti nazionali.

Fig. 1 – Stime della sovra/sottovalutazione dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'UE(1)
(2007 e quarto trimestre 2013; percentuali; distribuzione delle stime)



Fonte: ESRB Risk Dashboard (<http://www.esrb.europa.eu/pub/rd/html/index.en.html>)

(1) Le stime sono basate su quattro metodi di valutazione: *price-to-rent ratio*, *price-to-income ratio* e regressioni dei prezzi immobiliari rispetto a più variabili reali e modelli basati sul rendimento comparato del settore immobiliare e di altre forme d'investimento. Per ogni paese le due linee blu continue rappresentano il *range* in cui sono comprese le stime, calcolato come l'intervallo tra la stima minima e massima per ognuna delle due date riportate in legenda. I dati relativi al Belgio e alla Danimarca si riferiscono al terzo trimestre del 2013.