

Quarto convegno annuale  
del Macroprudential Policy Group (MPPG)

**Politiche macroprudenziali:  
efficacia, interazioni e *spillover***

Saluto di Luigi Federico Signorini,  
Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Roma, 10 ottobre 2019



Sono lieto di darvi il benvenuto al quarto convegno annuale del *Macroprudential Policy Group*. Siamo onorati di ospitare questo evento che è diventato una delle più importanti occasioni per la discussione della politica macroprudenziale in Europa. Vorrei ringraziare gli organizzatori, il relatore ospite e tutti i partecipanti alle quattro sessioni e alla tavola rotonda che concluderà il convegno nel pomeriggio.

I lavori di ricerca che verranno presentati affrontano una vasta gamma di argomenti che aiutano a cogliere le caratteristiche fondamentali del meccanismo di trasmissione delle politiche macroprudenziali, passando al vaglio l'esperienza accumulata nell'eurozona in questi ultimi anni. Inoltre, intendono contribuire allo sviluppo di una misura della *stance* prudenziale; uno sforzo che ho sempre ritenuto essenziale per lo svolgimento della politica macroprudenziale. Vorrei soffermarmi brevemente su questo punto.

Il concetto di *stance* dovrebbe trasmettere informazioni sull'impatto complessivo degli strumenti di policy applicati, sulla loro adeguatezza nel raggiungimento degli obiettivi, dati i rischi identificati, e sull'orientamento di policy richiesto. Una *stance* credibile contribuirebbe a migliorare la comunicazione politica, rafforzare i canali di trasmissione e contrastare i potenziali *bias* di inazione.

La definizione di un quadro per una *stance* macroprudenziale nell'UE è già stata avviata: un contributo significativo è la recente pubblicazione del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), che propone un quadro di "resilienza al rischio" per definire la *stance* macroprudenziale. In questo quadro l'entità del rischio sistemico affrontato dal settore finanziario viene comparata col livello di resilienza agli shock negativi derivanti da provvedimenti microprudenziali, strumenti regolamentari o reti di sicurezza pubbliche, e con l'ulteriore resilienza creata dagli strumenti macroprudenziali attivi. La *stance* macroprudenziale è definita come espansiva (*loose*) o restrittiva (*tight*) a seconda che la differenza tra rischio e resilienza sia superiore o inferiore a un livello prestabilito che misura la tolleranza al rischio delle autorità e, quindi, la *stance* di policy "neutrale".

Questo schema è interessante e senz'altro da considerare un valido punto di partenza per una discussione sulla policy. Tuttavia, poiché si tratta di uno schema ancora molto generale, alcuni concetti necessitano di ulteriore approfondimento: senza alcuna pretesa di essere esauriente, vorrei menzionare tre importanti linee di riflessione lungo le quali ritengo che l'approccio possa essere ulteriormente migliorato.

Innanzitutto, il confine tra gli effetti delle politiche micro e macroprudenziali è più artificiale che reale: le due, sebbene con finalità diverse, condividono molti strumenti e si rivolgono agli stessi attori dei mercati finanziari. In realtà, è il livello complessivo dei requisiti micro e macroprudenziali ad influenzare la capacità del sistema finanziario di finanziare l'economia reale, sia in tempi normali che in periodi di stress. Di conseguenza, a mio avviso, la nozione ristretta di *stance* macroprudenziale dovrebbe essere sostituita con quella più ampia di stance prudenziale globale, che darebbe conto di come entrambe le categorie di misure prudenziali influenzino l'economia. Mi preme sottolineare che non si tratta di una mera questione semantica. I requisiti patrimoniali microprudenziali, ad esempio, sono stati aumentati in misura rilevante dopo la crisi. A breve termine, l'effetto restrittivo di tale aumento sul ciclo del credito è stato, direzionalmente e qualitativamente, della stessa natura di quello che sarebbe derivato dall'attivazione di un *buffer* ciclico. Questo ovviamente non significa che la riforma sia stata un errore; l'aumento della quantità e della qualità del capitale bancario era stato necessario per rafforzare il sistema bancario, alla luce di tutte le carenze delle vecchie regole di vigilanza che la crisi aveva messo in evidenza. Tuttavia, era chiaro a tutti che ci sarebbe stato un prezzo da pagare, almeno temporaneamente, in termini di restrizione del credito, durante il passaggio ai nuovi standard. Una misura di *stance* prudenziale globale coglierebbe questo inasprimento delle politiche, una prospettiva più ristretta invece no: se questa misura globale fosse esistita, essa avrebbe fornito un prezioso contributo, ad esempio, al dibattito sulle regole per la transizione ai nuovi standard. Il dibattito c'è stato comunque, perché i regolatori erano qualitativamente consapevoli del problema, ma in una sorta di vuoto informativo. Suggerirei quindi di dedicare ulteriore riflessione a tali questioni di definizione.

Il quadro concettuale dovrebbe anche catturare in modo più esplicito l'idea che uno degli obiettivi centrali delle politiche macroprudenziali è limitare la prociclicità endogena del settore finanziario. I rischi tendono a essere sottovalutati dai partecipanti al mercato durante i periodi di boom e sopravvalutati nei momenti di crollo, con conseguente amplificazione del ciclo. Per contrastare questo *pattern*

prociclico nelle percezioni del rischio, lo schema della *stance* macroprudenziale dovrebbe avere una chiara prospettiva ciclica. Si potrebbe anche notare che, nel normale linguaggio della macroeconomia, “neutrale” è una valutazione fattuale della *stance* e non è sinonimo di “corretto”; in alcuni casi i decisori politici desiderano una *stance* espansiva, in altri casi restrittiva. Un modo di formulare questa idea all’interno dello schema concettuale dell’ESRB potrebbe essere quello di dire che le autorità macroprudenziali dovrebbero ridurre la propria tolleranza al rischio in caso di boom e quindi attivare tempestivamente le politiche contrazionali; simmetricamente, accrescerebbero la tolleranza al rischio quando il boom diventa un crollo, e quindi attuerebbero politiche accomodanti per sostenere la crescita in caso di indebolimento del ciclo. Ma qualunque sia la formulazione specifica, un elemento ciclico più significativo sarebbe, a mio avviso, opportuno.

L’uso di strumenti macroprudenziali, in particolare quelli di più ampia portata come il *buffer* anticiclico, dovrebbe essere sempre attentamente considerato in tale luce. I tempi sono essenziali. Forse un giorno saremo in grado di fare un “*fine-tuning*” della *stance* prudenziale fino al punto di definire una “regola di policy ottimale” per ogni fase del ciclo, o forse no, ma, come minimo, dovremmo fare attenzione al rischio che il *buffer* anticiclico finisca con l’essere usato come prociclico. “Meglio tardi che mai” non è un buon principio per la politica anticiclica; più opportuno è invece il precetto ippocratico insegnato ai medici, “*primum non nocere*”. Una valutazione obiettiva della *stance* e un punto di riferimento ciclico rispetto al quale misurarla sarebbero molto utili in tal senso. Per questo motivo mi aspetto molto da nuovi progressi in questo campo, che il *fine-tuning* della politica macroprudenziale sia possibile o meno.

Il terzo e ultimo punto sulle questioni concettuali che intendo toccare è che, idealmente, la *stance* prudenziale dovrebbe tener conto anche dell’interazione delle politiche macroprudenziali tra paesi. I paesi dell’eurozona sono profondamente integrati: nei periodi di stress, ciò può determinare che l’instabilità finanziaria in un paese si propaghi agli altri, se prevale il *bias* dell’inazione; lo stesso vale, sempre simmetricamente, per l’effetto di misure restrittive. Come e in che misura ciò possa essere fatto è, credo, una questione di ulteriore riflessione potenzialmente importante.

Prima di concludere vorrei aggiungere un ultimo punto, relativo a una questione diversa che talvolta viene sollevata, e cioè il rapporto tra politica monetaria e macroprudenziale. Si tratta di una questione importante e complessa, quindi non mi è possibile affrontarla in modo minimamente compiuto in

questa sede. Vorrei tuttavia fare una sola osservazione a questo riguardo, che si applica in particolare alle politiche macroprudenziali su misura (*tailored*), vale a dire quelle che mirano a prevenire l'instabilità in mercati specifici. Tali misure dovrebbero essere viste non come un limite o freno, ma come un complemento della politica monetaria. Per sua natura quest'ultima è pervasiva e in quanto tale può avere effetti collaterali indesiderati in determinate aree o mercati. Se emergono simili sacche di vulnerabilità, le autorità possono attivare politiche macroprudenziali su misura per affrontarle. In questo contesto, le misure macroprudenziali non mirano a "neutralizzare" gli effetti della politica monetaria; piuttosto, un uso mirato di strumenti macroprudenziali crea più spazio di manovra perché la politica monetaria possa perseguire il proprio mandato di stabilità dei prezzi. Di recente, diversi paesi dell'eurozona hanno adottato misure macro per contenere gli squilibri nel settore immobiliare, in alcuni casi in risposta alle segnalazioni o alle raccomandazioni dell'ESRB. Questo, a mio avviso, è un esempio riuscito che dimostra come le politiche monetarie e macroprudenziali possano completarsi a vicenda.

\* \* \*

È arrivato il momento di concludere questo saluto. Sono certo che lo scambio di esperienze, prove e approfondimenti che avverrà durante questo convegno sarà molto utile e ci aiuterà a migliorare la nostra comprensione di come gli strumenti macroprudenziali possano essere utilizzati nel modo più opportuno, per adempiere al nostro mandato di stabilità finanziaria, integrandosi con gli altri strumenti macroeconomici. Ringrazio tutti voi per la partecipazione e l'attenzione.



