



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le politiche macroprudenziali: una discussione  
dei principali temi

di Paolo Angelini

Giugno 2015

Numero

271





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le politiche macroprudenziali: una discussione  
dei principali temi

di Paolo Angelini

Numero 271 – Giugno 2015

*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](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

*Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# LE POLITICHE MACROPRUDENZIALI: UNA DISCUSSIONE DEI PRINCIPALI TEMI

di Paolo Angelini\*

## Sommario

Il rischio sistemico, che le politiche macroprudenziali hanno l'obiettivo di minimizzare, è in pratica assai difficile da identificare ex ante. La ricerca di indicatori che potrebbero consentire di attivare le politiche macroprudenziali con un anticipo sufficiente a evitare o contenere le crisi ha sinora dato risultati complessivamente deludenti, con l'importante eccezione della famiglia di indicatori basati sulla crescita del credito. Un insieme di strumenti macroprudenziali sta emergendo dalla prassi e dalla legislazione, ma i suoi contorni non sono ancora ben definiti; inoltre gli effetti, l'efficacia, le interazioni reciproche degli strumenti non sono ancora chiari. Poco si sa anche delle interazioni tra politica macroprudenziale e altre politiche – monetaria, microprudenziale. Non è ancora disponibile un apparato teorico-analitico affidabile per comprendere il funzionamento, calibrare e misurare l'efficacia delle politiche macroprudenziali. In Europa, sfide aggiuntive derivano dalla complessità dell'architettura del sistema di supervisione finanziaria e dalle novità introdotte di recente – l'istituzione di autorità macroprudenziali nazionali e l'avvio del Meccanismo di vigilanza unico. Sul fronte congiunturale, mentre gli sviluppi del quadro macroeconomico nell'area dell'euro suggerirebbero di attuare politiche macroprudenziali espansive, i provvedimenti finora adottati in numerosi paesi sono stati quasi esclusivamente di natura restrittiva. Nel complesso, l'esame mette in evidenza numerose aree di incertezza, ma anche il notevole potenziale delle nuove politiche macroprudenziali. Queste possono contribuire, insieme alla politica monetaria, a un sistema economico e finanziario più stabile.

**Classificazione JEL:** G21, E44, E58.

**Parole chiave:** politiche macroprudenziali, strumenti macroprudenziali, politica monetaria, rischio sistemico.

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. Qual è l'obiettivo delle politiche macroprudenziali? .....	5
3. Quali sono gli strumenti macroprudenziali e come funzionano? .....	8
4. Interazioni e potenziali conflitti delle politiche macroprudenziali.....	12
5. Lo schema analitico per l'analisi delle politiche macroprudenziali è ancora carente .....	16
6. L'architettura istituzionale per la stabilità finanziaria in Europa è complessa.....	17
7. Politiche monetaria, micro e macroprudenziali nell'area dell'euro: il mix è ottimale? ....	21
Riferimenti bibliografici.....	24

---

\* Banca d'Italia.



## 1. Introduzione

La crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007 ha condotto a una serie di riforme della regolamentazione e della supervisione finanziaria miranti a ridurre la probabilità di future crisi finanziarie e a contenerne gli effetti laddove dovessero comunque manifestarsi. In particolare, in molti paesi sono state create autorità macroprudenziali, istituzioni incaricate di assicurare la stabilità dell'intero sistema finanziario, in linea con la tesi che alla genesi della crisi abbia contribuito l'assenza di autorità con questo specifico mandato (cfr. de Larosière, 2009).

Il presente lavoro discute una serie di importanti sfide, in gran parte connesse con la novità della materia, che le autorità macroprudenziali si trovano di fronte: (1) Il rischio sistemico, che le politiche macroprudenziali hanno l'obiettivo di minimizzare, è in pratica assai difficile da identificare ex ante. La ricerca di indicatori che potrebbero consentire di attivare le politiche macroprudenziali con un anticipo sufficiente a evitare o contenere le crisi ha sinora dato risultati complessivamente deludenti, con l'importante eccezione della famiglia di indicatori basati sulla crescita del credito. (2) Un insieme di strumenti macroprudenziali sta emergendo dalla prassi e dalla legislazione, ma i suoi contorni non sono ben definiti; inoltre gli effetti, l'efficacia, le interazioni reciproche degli strumenti non sono ancora chiari. (3) Poco si sa anche delle interazioni tra politica macroprudenziale e altre politiche – monetaria, microprudenziale. (4) Non è ancora disponibile un apparato teorico-analitico affidabile per comprendere il funzionamento, calibrare e misurare l'efficacia delle politiche macroprudenziali. (5) In Europa, sfide aggiuntive derivano dalla complessità dell'architettura del sistema di supervisione finanziaria e dalle novità introdotte di recente – l'istituzione di autorità macroprudenziali nazionali e l'avvio del Meccanismo di vigilanza unico. (6) Sul fronte congiunturale, mentre gli sviluppi del quadro macroeconomico nell'area dell'euro suggerirebbero di attuare politiche macroprudenziali espansive, i provvedimenti finora adottati in numerosi paesi sono stati quasi esclusivamente di natura restrittiva.

Questi temi sono affrontati, nell'ordine, nei paragrafi che seguono. Nel complesso, l'esame mette in evidenza numerose aree di incertezza, ma anche il notevole potenziale delle nuove politiche macroprudenziali. Queste possono contribuire, insieme alla politica monetaria, a un sistema economico e finanziario più stabile.

## 2. Qual è l'obiettivo delle politiche macroprudenziali?

C'è oramai ampio consenso sulla tesi che le politiche macroprudenziali dovrebbero limitare il rischio sistemico, sia nella sua dimensione temporale, connessa con la prociclicità, sia in quella "trasversale", collegata alla distribuzione del rischio tra intermediari, mercati e infrastrutture.<sup>1</sup> FMI-

---

<sup>1</sup> La prociclicità è la tendenza del sistema finanziario ad amplificare le fluttuazioni cicliche. Tipicamente essa si esplica attraverso i comportamenti delle imprese finanziarie, che tendono ad assumere rischi eccessivi (ad esempio,

BRI-CSF (2009) definisce il rischio sistemico come il rischio di un disturbo nell'offerta di servizi finanziari con il potenziale di avere gravi conseguenze negative sull'economia reale. Altre fonti danno definizioni complementari, mettendo l'accento sulla prociclicità. Per esempio Bank of England (2009) sostiene che le politiche macroprudenziali dovrebbero assicurare l'erogazione stabile di servizi di intermediazione finanziaria all'economia, evitando i cicli di crescita esplosiva e di successiva forte contrazione che tendono a caratterizzare la dinamica del credito. Un elemento comune alle varie definizioni di rischio sistemico, anche se non esplicitamente citato, è il concetto di esternalità negative – meccanismi che determinano costi di cui gli operatori finanziari o le singole autorità di controllo non tengono conto ma che, a livello aggregato, possono destabilizzare il sistema finanziario.

Il rischio sistemico, già difficile da definire, è anche arduo da misurare e, soprattutto, da prevedere. Mentre per gli obiettivi della politica monetaria sono disponibili misure ben note e sperimentate (ancorché imperfette: gli indici di inflazione, le misure di attività economica), le misure di rischio sistemico sono a uno stadio assai meno avanzato. Ciò è dovuto in buona misura alla natura elusiva del fenomeno. In ambito finanziario il rischio sistemico può nascere e diffondersi all'interno di una data classe di istituti finanziari (ad esempio, una corsa agli sportelli bancari), tra aziende di settori diversi (ad esempio, il default di un'impresa di investimento può trasmettersi ad altri intermediari), tra mercati (un crollo del mercato azionario, una crisi valutaria, un malfunzionamento del mercato interbancario), tra aree geografiche (crisi nazionali vs. internazionali), tra infrastrutture di mercato (controparti centrali, sistemi di pagamento all'ingrosso). Prevedere le cause di instabilità finanziaria è assai arduo. Ad esempio, alla fine degli anni novanta e nei primi anni 2000 da più parti si sosteneva la necessità di regolamentare il settore dei fondi speculativi (hedge funds), considerato una delle principali fonti di rischio sistemico. Questo settore non ha tuttavia avuto un ruolo di rilievo nella recente crisi finanziaria. Al contrario, i recenti eventi offrono diversi esempi di fattori che hanno scatenato crisi sistemiche ma che non sono stati percepiti ex ante come importanti: il comportamento delle compagnie del settore assicurativo (si pensi alla statunitense AIG), prima ritenuto a basso rischio sistemico; il mercato dei mutui residenziali ad alto rischio; il debito sovrano in Europa.<sup>2</sup>

In generale, esiste un *trade-off* tra stabilità ed efficienza del sistema finanziario, ma esso non è ben definito, anche a causa della menzionata difficoltà nell'individuare misure affidabili dei rischi sistemici. Ciò pone numerosi problemi per le autorità macroprudenziali: come attivare strumenti che implicano dei costi in assenza di chiari segnali anticipatori dei problemi che si intende

---

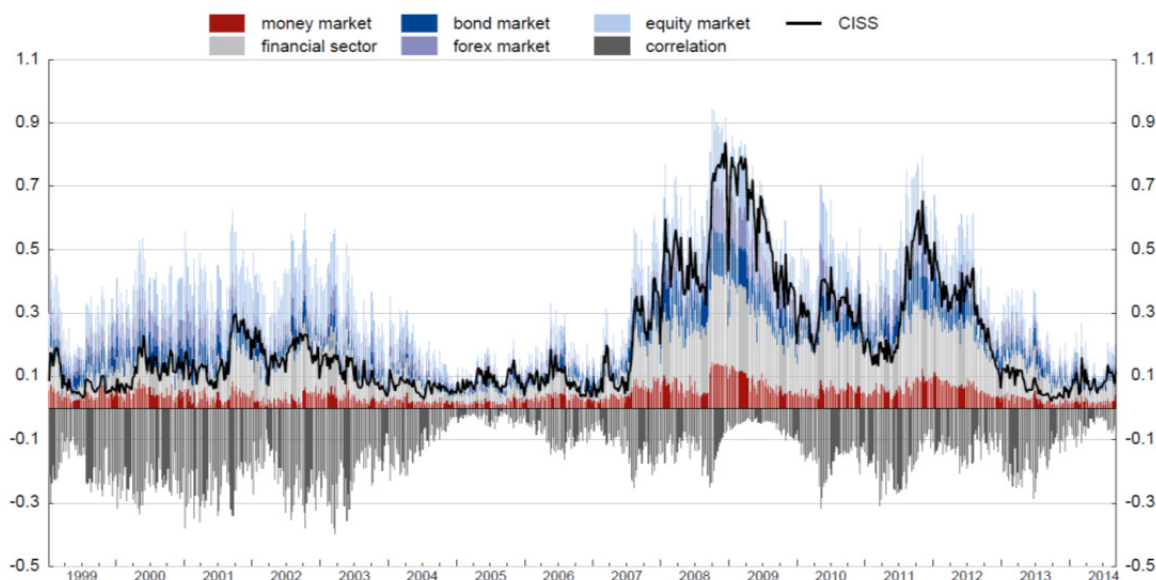
allentando i criteri per la concessione di prestiti) in fasi congiunturali positive, e a divenire estremamente avverse al rischio in fasi di rallentamento ciclico (ad esempio, inducendo una stretta creditizia). Cfr. Borio e Crockett (2000), Borio, Furfine e Lowe (2001), Bank of England (2009). Per una discussione delle differenze tra ciclo economico e finanziario cfr. Borio (2012).

<sup>2</sup> Questi esempi sono ripresi da Carosio (2010).



prevenire? Come rendere conto del proprio operato in assenza di buone misure degli effetti delle politiche attuate?

**Fig. 1 – Indicatore composito di rischio sistemico**



Fonte: Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS), Risk dashboard.

La ricerca sul fronte degli indicatori anticipatori (in grado cioè di segnalare i rischi con un anticipo sufficiente all'adozione di contromisure) non ha sinora fornito risultati risolutivi. Si consideri ad esempio l'indicatore aggregato di stress sistemico per i paesi dell'area dell'euro elaborato dalla BCE (fig. 1). Si tratta di un ottimo indicatore coincidente, che segnala in tempo reale l'esistenza di situazioni di tensione sui mercati finanziari. Tuttavia, è evidente che esso non è in grado di anticipare gli episodi di instabilità finanziaria: nell'estate del 2007, all'avvio della prima fase della crisi, l'indicatore segnalava una situazione complessivamente tranquillizzante. I problemi che si erano venuti accumulando nel periodo 2004-07 (ad esempio la crescita del mercato dei prodotti finanziari complessi negli Stati Uniti, il surriscaldamento dei mercati immobiliari in Spagna e in Irlanda) non vengono catturati da indicatori di questa famiglia, che fa affidamento soprattutto su variabili ricavate dai mercati finanziari.

Altri filoni di ricerca hanno tuttavia condotto a risultati apprezzabili sul fronte della prevenzione dei rischi sistemici. In particolare, c'è evidenza robusta che a periodi di crescita "eccessiva" del credito facciano seguito crisi finanziarie e rapide cadute dei prezzi degli immobili e delle attività finanziarie (cfr. ad esempio Reinhart e Rogoff, 2008; Borio e Drehmann, 2009; Kannan, Rabanal e Scott, 2011). Secondo Taylor (2015) la componente con migliori proprietà previsive delle crisi

finanziarie sarebbe il credito al settore privato, con un ruolo importante dei mutui immobiliari; il debito pubblico non darebbe indicazioni utili in questo senso.

Le autorità macroprudenziali hanno tentato di dare contenuto operativo ai loro mandati facendo riferimento a queste regolarità. L'approccio della Banca d'Inghilterra richiamato sopra enfatizza la necessità di stabilizzare la dinamica del credito. Motivazioni analoghe hanno indotto il Comitato di Basilea a proporre il rapporto tra credito e PIL come indicatore guida per l'attivazione della riserva di capitale controciclica.<sup>3</sup> Questo e gli altri principali strumenti macroprudenziali vengono brevemente descritti in quanto segue.

### **3. Quali sono gli strumenti macroprudenziali e come funzionano?**

La tavola 1 presenta una lista indicativa di strumenti macroprudenziali. Molti di essi sono stati introdotti in Europa mediante la quarta direttiva sui requisiti di capitale e il connesso regolamento (CRD4-CRR), che all'inizio del 2014 hanno recepito il quadro regolamentare di Basilea 3.

La riserva di capitale anticiclica è un requisito patrimoniale aggiuntivo che le autorità possono variare nel tempo, aumentando la dotazione di capitale richiesta alle banche per contrastare un'eccessiva crescita del credito e riducendola in fasi di ciclo negativo. Questa misura è quindi volta sia a stabilizzare il ciclo del credito sia a rafforzare il patrimonio delle banche durante le fasi di espansione per meglio affrontare le successive fasi negative. Altri strumenti non variabili nel tempo sono la riserva di capitale per le istituzioni sistemiche a livello mondiale e per le altre istituzioni sistemiche,<sup>4</sup> la riserva di capitale sistemica. Le autorità potranno inoltre modificare a fini macroprudenziali le ponderazioni di rischio applicate a specifiche esposizioni settoriali (ad esempio, quelle immobiliari o quelle interbancarie) e i limiti di concentrazione applicati alle grandi esposizioni. Altri strumenti, non previsti nel pacchetto CRD4-CRR, mirano a contenere episodi di surriscaldamento del mercato immobiliare influenzando direttamente sulla domanda di prestiti: ad esempio, limiti al valore del prestito (in rapporto a quello dell'immobile sottostante – *loan-to-value ratio* – o al reddito del mutuatario – *loan-to-income ratio*) o al servizio del debito rispetto al reddito.

---

<sup>3</sup> Come si vedrà più avanti, questo approccio ha anche fondamenta teoriche. Un'ampia letteratura economica – risalente a Fisher (1933) – argomenta che i fattori finanziari possono agire da potente amplificatore dei cicli economici.

<sup>4</sup> Prima di fissare questi parametri l'autorità competente deve darne notizia a Autorità bancaria europea (EBA), Commissione, Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS), autorità degli altri stati della UE.

**Tavola 1 – Principali strumenti macroprudenziali <sup>(1)</sup>**

	<b>Strumento</b>	<b>Articolo</b>	<b>Introduzione nelle legislazioni nazionali</b>
<b>CRD4</b>	Riserva di capitale contro ciclica	130, 135-140	Obbligatoria, normalmente in un intervallo 0-2,5% degli attivi ponderati per il rischio <sup>(2)</sup>
	Riserva per gli Istituti di Importanza sistemica globale (IIS)	131	Obbligatoria per gli IIS globali, in un intervallo 1,0-3,5% degli attivi ponderati per il rischio; facoltativa, fino al 2,0%, per gli altri IIS
	Riserva per il Rischio Sistemico	133, 134	Opzionale, per tutte o parte delle Istituzioni
	Uso macroprudenziale del secondo pilastro	103, 105	Opzionale
<b>CRR</b>	Requisiti più elevati di capitale / liquidità / grandi esposizioni / ponderazione del rischio	458 ("pacchetto flessibilità")	Opzionale
	Maggiore ponderazione del rischio immobiliare e criteri di prestito più severi	124	Opzionale
	Maggiorazione della LGD minima	164	Opzionale
<b>Non previsti da CRD4-CRR</b>	Limiti al rapporto prestito/valore dell'immobile, al rapporto rata/reddito, al rapporto tra prestiti e depositi	Legislazione nazionale	
	Margini e scarti di garanzia delle controparti centrali	Legislazione nazionale	

(1) Una lista più ampia è contenuta in CERS (2014). – (2) L'autorità nazionale competente può scegliere, motivandolo, un valore superiore al 2,5 per cento. L'obbligo di reciprocità per le autorità estere vale tuttavia solo fino al limite del 2,5 per cento.

Le conoscenze sul funzionamento di questi strumenti derivano in buona parte dalle recenti esperienze dei paesi in via di sviluppo (cfr. ad esempio Lim et al. (2011), Ahuja and Nabar (2011), McDonald (2015)), ma nel passato strumenti del genere sono stati sperimentati in chiave contro ciclica anche in vari paesi industrializzati. Ad esempio in Spagna il meccanismo degli accantonamenti dinamici (*dynamic provisioning*) prevede l'accumulo di capitale bancario in fasi di elevata crescita degli impieghi (cfr. ad esempio Jimenez et al. 2012), mentre negli Stati Uniti si è fatto uso di riserva obbligatoria, massimali sui tassi sui depositi o sulla crescita del credito (cfr. Elliott et al. 2013). Inoltre, come si vedrà tra breve, negli ultimi ha preso il via una fase di intenso utilizzo anche in Europa.

Nel complesso, queste politiche hanno dimostrato una certa efficacia nel raggiungere i loro obiettivi; le scarse conoscenze in materia di costi, calibrazione e potenziali effetti indesiderati del ricorso a strumenti macroprudenziali rendono tuttavia necessarie alcune qualificazioni. In primo luogo, non è sempre facile distinguere tra strumenti macroprudenziali e misure di politica monetaria, soprattutto nei paesi in via di sviluppo (cfr. Panetta, 2013): si pensi ad esempio ai controlli amministrativi sull'espansione dei prestiti o ai vincoli di portafoglio utilizzati per gestire la

politica monetaria in Italia negli anni 1970-80, quando i mercati monetari non erano sufficientemente sviluppati. In secondo luogo, gli effetti attesi dall'attivazione di un dato strumento macroprudenziale rischiano di essere attenuati, o annullati, da fattori che le autorità potrebbero non aver preso in considerazione – come una rapida controreazione da parte del sistema finanziario, agevolata da lacune nel quadro normativo. Ad esempio, Jimenez et al. (2012) mostrano che il sistema degli accantonamenti dinamici in vigore in Spagna è stato efficace nel sostenere il credito in fasi cicliche negative, ma non ha avuto effetti apprezzabili nel contenerlo in periodi di boom economico, probabilmente in quanto in tali fasi le imprese riescono più agevolmente a trovare fonti di finanziamento alternative al credito bancario. Aijar, Calomiris e Wieladek (2012) mostrano che le banche britanniche e le filiazioni di banche estere con sede nel Regno Unito riducono i prestiti in risposta all'imposizione di più stringenti requisiti di capitale da parte dall'autorità di vigilanza, ma che questo effetto è in gran parte controbilanciato dalla concomitante espansione dell'offerta di credito attuata dalle filiali di banche estere, non soggette all'autorità di vigilanza britannica.

La consapevolezza di questi problemi ha dato luogo a previsioni normative che regolano la reciprocità dell'attivazione degli strumenti macroprudenziali. Ad esempio, qualora un paese della UE attivi la riserva di capitale controciclica per le banche della propria giurisdizione, le autorità degli altri paesi hanno l'obbligo di imporre una riserva analoga sulle banche da esse vigilate che operano nel paese in questione (ad esempio le filiali nel caso del Regno Unito appena richiamato). Il meccanismo che regola la reciprocità delle misure macro-prudenziali è tuttavia complesso, prevede obbligatorietà solo per alcuni strumenti e fino a certi limiti (nel caso della riserva di capitale controciclica la reciprocità è obbligatoria fino al limite del 2,5 per cento).

In Europa l'entrata in vigore della CRD4-CRR ha dato avvio a una intensa fase di sperimentazione. CERS (2015) evidenzia che nei paesi della UE sono stati presi poco meno di 50 provvedimenti macroprudenziali "sostanziali" nel 2014 (se si considerano anche le misure di tipo procedurale o amministrativo si arriva a quasi 90).<sup>5</sup> Misure analoghe sono state adottate anche da paesi al di fuori della UE. Ad esempio, nel settembre del 2013 la Svizzera ha introdotto una riserva di capitale anticiclica sui mutui residenziali pari all'1 per cento delle attività ponderate per il rischio, aumentata al 2 per cento nel gennaio del 2014.

---

<sup>5</sup> Cfr. CERS (2015). Sono stati attivati sia strumenti previsti dalla CRD4-CRR sia altri strumenti illustrati nella tav. 1. Ad esempio, il Belgio ha di recente imposto una maggiorazione di cinque punti percentuali sulla ponderazione per il rischio sulle esposizioni immobiliari delle banche che adottano l'approccio dei modelli interni, (in applicazione dell'art. 458 CRR). Il Regno Unito ha introdotto un limite al rapporto tra valore del prestito e reddito del mutuatario: per ciascuna banca, le erogazioni di nuovi mutui con un valore del rapporto pari o superiore a 4.5 non dovrebbero eccedere il 15 per cento del totale dei nuovi mutui erogati. Limiti alla quota di mutui con elevati valori del rapporto tra valore del prestito e reddito, o valore del prestito e dell'immobile, sono stati appena adottati in Irlanda. In Olanda è stata imposta una riserva di capitale per il rischio sistemico pari al 3 per cento sulle tre principali banche del paese; una riserva di capitale per le istituzioni sistemiche nazionali è stata inoltre imposta sulle stesse banche in misura del 2 per cento, e in misura dell'1 per cento su un quarto intermediario,

Quanto riportato sopra stimola due considerazioni. In primo luogo, la lista degli strumenti macroprudenziali è ampia e non ancora chiaramente definita. La tav. 1 ne presenta solo alcuni. CERS (2015) riporta un elenco più ampio, che include ad esempio i rapporti di liquidità (net stable funding ratio e liquidity coverage ratio). L'omissione di questi strumenti dalla tav. 1 risponde a esigenze di sintesi, ma soprattutto a dubbi di carattere concettuale. In primo luogo, se tutte le politiche miranti ad aumentare la stabilità del sistema finanziario dovessero essere considerate nel novero degli strumenti macroprudenziali l'elenco rischierebbe di diventare lungo e confuso. In secondo luogo, dato che le autorità micro e macroprudenziali sono distinte, occorrerà stabilire – nei limiti del possibile – quali strumenti siano sotto il controllo di quale autorità. Anche in questo caso, una proliferazione del novero degli strumenti rischia di aumentare l'incertezza. Ad esempio, mentre è chiaro che la riserva di capitale contro-ciclica è sotto il controllo dell'autorità macroprudenziale, altrettanto non può dirsi per altri strumenti della tav. 1, o per altri ancora tra quelli censiti da CERS (2015). Ad esempio, la riserva di conservazione del capitale è uno strumento macroprudenziale? Certamente essa contribuisce ad attenuare la prociclicità della regolamentazione sul capitale bancario; allo stesso tempo, tuttavia, si tratta di una riserva fissa, che né l'autorità micro né l'autorità macroprudenziale sono in grado di variare nel tempo. Nel complesso, sarà opportuno convergere verso una definizione di strumenti macroprudenziali che corrisponda a una chiara identificazione dell'autorità responsabile della loro attivazione e dei relativi margini di manovra a essa disponibili.

Per il momento, la regolamentazione fornisce indicazioni dettagliate circa la manovra della riserva di capitale anticiclica, ma non altrettanto per la maggioranza degli altri strumenti, lasciando pertanto ampi spazi di discrezionalità alle autorità competenti. Non sempre un dato rischio (ad esempio, un surriscaldamento nel mercato immobiliare) viene fronteggiato dalle autorità attivando lo stesso strumento. Mentre in alcuni casi è possibile identificare le ragioni di tale eterogeneità (ad esempio, certi strumenti sono mirati a raffreddare la domanda di immobili, altri agiscono dal lato dell'offerta), in altri si ha la sensazione che le differenze nelle risposte riflettano soprattutto mancanza di coordinamento e di linee guida consolidate.

In secondo luogo, la linea di demarcazione tra misure macroprudenziali e politica monetaria non è chiara. Come si è visto, in passato gli strumenti macroprudenziali sono stati utilizzati a fini di politica monetaria; più in generale, gran parte degli strumenti è orientata a contenere fenomeni di eccessiva crescita del credito e fa dunque perno sul sistema bancario, su cui insiste anche la politica monetaria. Lo stesso vale per la relazione tra politiche macro- e microprudenziali. Gli strumenti macroprudenziali sono in generale concetti e misure tipiche della vigilanza microprudenziale che possono prestarsi a un utilizzo macroeconomico. Queste osservazioni sollevano la questione dell'interazione tra autorità e politiche macroprudenziali con le politiche microprudenziali e con la politica monetaria.

## 4. Interazioni e potenziali conflitti delle politiche macroprudenziali

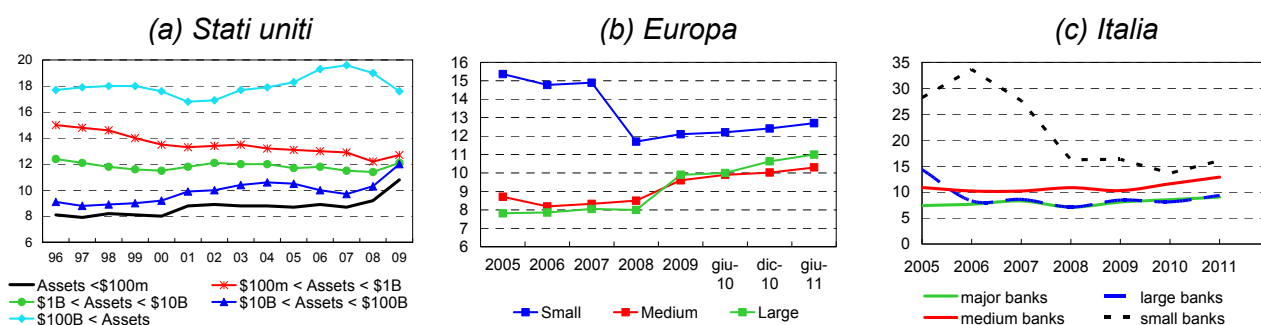
### 4.1 Con le politiche microprudenziali ...

E' noto da tempo che la distinzione tra politiche micro- e macroprudenziali è da riferirsi agli obiettivi più che agli strumenti utilizzati per perseguirli (Crockett, 2000). La normativa CRD4-CRR ha individuato alcuni strumenti macroprudenziali – ad esempio, come si è appena visto, la riserva di capitale contro-ciclica – che verranno manovrati esclusivamente dall'autorità competente. Per altri tuttavia la distinzione non è così netta. Ad esempio, l'uso macroprudenziale del secondo pilastro potrà essere attivato su proposta dall'autorità macroprudenziale ma dovrà essere disposto dall'autorità microprudenziale.

Il fatto che gli strumenti micro- e macroprudenziali siano spesso nella sostanza gli stessi ma debbano essere usati da autorità diverse per obiettivi diversi è fonte di potenziali conflitti. Si tratta di un problema serio? Angelini, Nicoletti Altimari e Visco (2012) notano che non esistono i presupposti per un tale conflitto in fasi cicliche espansive, in cui gli incentivi delle due autorità sono allineati (l'autorità macroprudenziale tenderà ad adottare politiche restrittive, senza trovare opposizione da parte dell'autorità microprudenziale). Il conflitto potrebbe invece manifestarsi in fasi cicliche negative, qualora l'autorità macroprudenziale volesse ridurre le riserve di capitale al fine di evitare una stretta creditizia e il regolatore microprudenziale fosse riluttante a lasciare che ciò accada. Anche in queste circostanze, tuttavia, potrebbe non esserci de facto alcun conflitto. Nel corso della crisi attuale, fino a tempi recenti è stato infatti impossibile per le autorità macroprudenziali adottare politiche contro-cicliche espansive, in quanto in gran parte dei paesi i sistemi bancari non avevano accumulato negli anni precedenti adeguate riserve di capitale (i rapporti di capitalizzazione erano in realtà assai vicini ai minimi regolamentari). Prendendo a prestito il linguaggio della politica monetaria, si potrebbe affermare che le politiche macroprudenziali contro-cicliche fossero al loro "*lower bound*", e dunque inattuabili.

Va inoltre tenuto presente che, anche se attuabili, le politiche macroprudenziali espansive possono risultare inefficaci. L'autorità macroprudenziale può infatti decidere di liberare la riserva di capitale contro-ciclica, ma in una fase congiunturale negativa non è detto che le banche reagiscano adottando politiche di espansione del credito: intermediari che riducessero il proprio grado di capitalizzazione in quelle circostanze potrebbero infatti essere percepiti dal mercato come eccessivamente aggressivi e rischiosi, finendo per incontrare difficoltà sul fronte della raccolta all'ingrosso (Diamond and Rajan, 2009).

**Fig. 2 – Rapporti di capitale Tier 1 delle banche commerciali**  
(punti percentuali)



Fonte: Angelini, Nicoletti Altamari e Visco, (2012).

La figura 2 evidenzia due fatti interessanti, coerenti con queste considerazioni. In primo luogo, le grandi banche negli Stati Uniti e in Europa hanno iniziato ad aumentare i loro livelli di capitalizzazione nel 2008-09. L'avversione al rischio delle banche stesse e le pressioni esercitate dai mercati hanno probabilmente avuto un ruolo importante nel determinare questo effetto, in quanto richieste dal lato regolamentare sono in generale arrivate negli anni successivi. In secondo luogo, nello stesso periodo il coefficiente patrimoniale per le banche di piccole dimensioni è diminuito significativamente, a segnalare che questi intermediari hanno svolto di fatto il ruolo anticiclico che l'autorità macroprudenziale (se fosse esistita all'epoca) avrebbe potuto voler attuare a livello aggregato. In termini di offerta aggregata di credito, questo effetto è stato chiaramente insufficiente a compensare la tendenza opposta osservata tra le banche delle altre classi dimensionali, ma suggerisce che, a condizione che i livelli di capitale siano abbastanza elevati (come nel caso delle piccole banche), i coefficienti patrimoniali potrebbero essere efficacemente manovrati in modo anticiclico.<sup>6</sup> È dunque necessario che in periodi "normali" (non di crisi) i rapporti di capitalizzazione siano sufficientemente elevati da rendere la loro riduzione in periodi di crisi accettabile da parte delle banche e dei mercati.

In sintesi, nei fatti il rischio di potenziale conflitto tra politiche micro e macroprudenziali appare limitato a fasi cicliche negative e a situazioni di elevata capitalizzazione del sistema bancario (quando la capitalizzazione è bassa è difficile per l'autorità macroprudenziale proporre un allentamento, seppur desiderabile).

<sup>6</sup> Il calo dei livelli di patrimonializzazione osservato tra le piccole banche nel 2007-09, attuato in modo spontaneo, suggerisce che un'autorità macroprudenziale potrebbe non essere necessaria per implementare un meccanismo anticiclico. L'evidenza disponibile suggerisce tuttavia che le riserve di capitale che le banche detengono al di sopra del minimo regolamentare non riescono a eliminare la prociclicità indotta dai requisiti patrimoniali, anche se possono attenuarla in misura significativa. Cfr. Repullo e Suarez (2008), Panetta et al. (2009).

## 4.2 ... e con la politica monetaria

Esistono interazioni importanti tra politiche macroprudenziali e politica monetaria, ma non ancora ben comprese. Ad esempio, in un modello economico altamente semplificato non è possibile analizzare l'interazione tra requisiti di capitale controciclici e manovra della liquidità, in quanto il tasso di interesse nominale è l'unica variabile su cui entrambi questi strumenti hanno un effetto (cfr. Cecchetti e Kohler, 2012).

Utilizzando modelli economici più complessi è possibile derivare un ruolo autonomo per le due politiche, che tuttavia rimangono in genere connesse. A titolo esemplificativo, si consideri il seguente esperimento, condotto usando un modello di questo tipo (Angelini, Neri e Panetta, 2014).

Viene simulato uno shock negativo di natura reale (un calo della produttività dell'economia), e si ipotizza che la banca centrale possa alternativamente reagire manovrando (i) soltanto il tasso a breve termine, oppure (ii) anche un requisito di capitale variabile nel tempo.<sup>7</sup> L'andamento della produzione nei cinque anni successivi allo shock è riportato nella fig. 3, pannello (a). La curva tratteggiata e quella continua, relative rispettivamente ai casi (i) e (ii), sono pressoché identiche, a indicare che la disponibilità di uno strumento aggiuntivo – la riserva di capitale controciclica – non è in grado di influenzare in maniera apprezzabile l'andamento della produzione. Questo risultato muta sensibilmente qualora si ipotizzi uno shock di natura finanziaria (una improvvisa distruzione di capitale bancario). In questo caso, la manovra simultanea e sinergica dei due strumenti consente alla banca centrale di attenuare sensibilmente il calo della produzione (Fig. 3b).

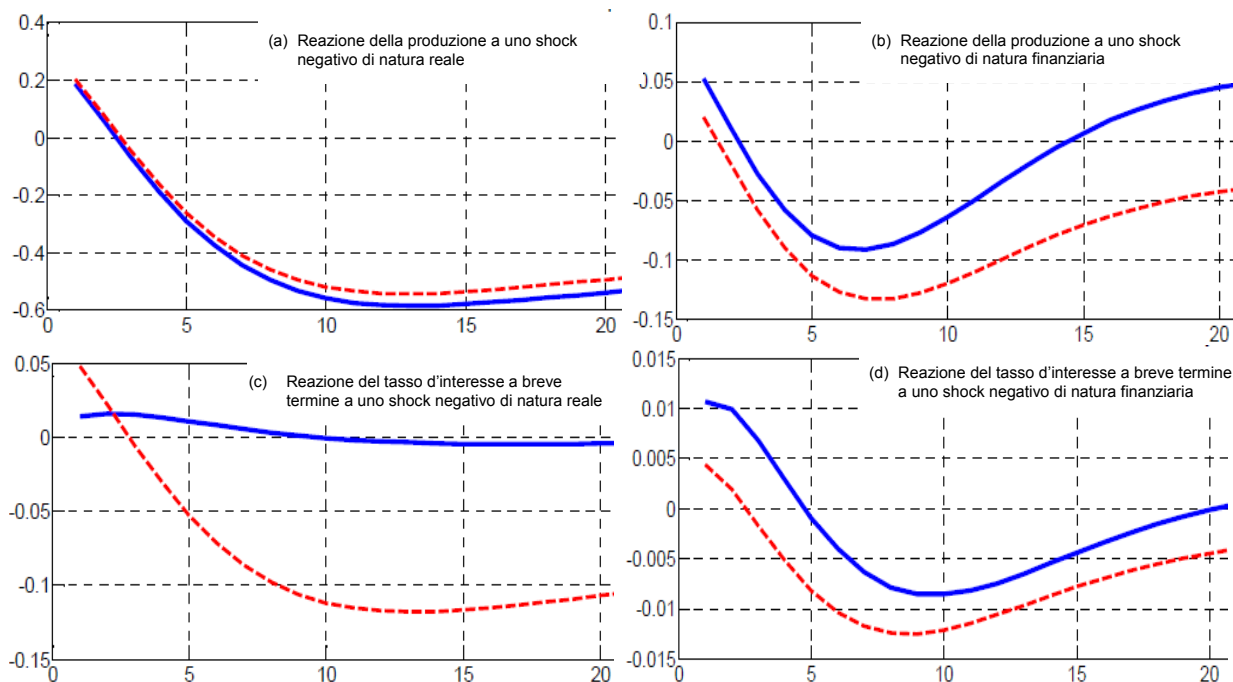
I pannelli (c) e (d) della figura riportano l'andamento del tasso di interesse a breve termine nei due esercizi. Nel pannello (c) la curva tratteggiata evidenzia un allentamento della politica monetaria in reazione al calo dell'attività economica qualora il tasso di interesse sia l'unico strumento disponibile. Qualora invece la banca centrale abbia accesso ai due strumenti, il tasso d'interesse a breve termine rimane pressoché invariato (curva continua): la banca centrale preferisce agire con l'altro strumento a sua disposizione. La forte differenza tra le due curve è esemplificativa del potenziale di interazione e di conflitto tra le due politiche. Risultati nel complesso analoghi sono raggiunti da vari contributi recenti (cfr. ad esempio Bean et al., 2010).

---

<sup>7</sup> Si assume dunque per semplicità che l'autorità macroprudenziale coincida, o si coordini perfettamente, con la banca centrale.



**Fig. 3 – Funzioni di reazione all’impulso in un modello economico con politica monetaria e macroprudenziale**



Linea tratteggiata: la banca centrale utilizza la sola politica monetaria  
 Linea continua: la banca centrale utilizza simultaneamente la politica monetaria e la riserva di capitale contro-ciclica

Fonte: Angelini, Neri e Panetta (2014).

Nota: lo shock reale è una diminuzione della produttività delle imprese non finanziarie. Lo shock finanziario è una distruzione di capitale bancario. La linea continua rappresenta l'evoluzione del tasso d'interesse a breve termine in reazione allo shock nel caso in cui la banca centrale manovra sia il tasso d'interesse a breve termine sia un requisito di capitale contro-ciclico. La linea tratteggiata è relativa al caso standard, in cui il tasso d'interesse a breve termine è il solo strumento disponibile. L'asse orizzontale misura il tempo dallo shock, in trimestri.

Panetta (2014) argomenta che nell'area dell'euro fattori di carattere strutturale rendono le politiche monetaria e macroprudenziale più complementari che altrove, e gli strumenti macroprudenziali in linea di principio più potenti, e dunque più importanti. Ciò è dovuto in primo luogo al fatto che gli strumenti macroprudenziali sinora utilizzati sono prevalentemente di tipo bancario, e che le banche hanno un ruolo particolarmente importante nel finanziamento dell'economia dell'area. In secondo luogo, l'area è composta da economie caratterizzate da cicli economici e immobiliari ancora relativamente eterogenei. In un contesto in cui la politica monetaria non può tenere conto di queste diversità, regimi macroprudenziali specifici per ciascun paese possono efficacemente essere utilizzati per prevenire squilibri finanziari reali.

In sintesi, le interazioni tra politiche macroprudenziali e politica monetaria sono chiaramente presenti, ma non ancora ben comprese. La novità della materia fa sì che sia l'analisi teorica sia quella empirica siano ancora a uno stadio iniziale. Inoltre, è evidente che, se non adeguatamente coordinate, due politiche con interazioni così forti possono facilmente entrare in contrasto. Tale potenziale di conflitto richiede degli assetti istituzionali che favoriscano il coordinamento e la

cooperazione tra le due politiche. Questi due temi – stato dell’analisi e assetto istituzionale a livello europeo – vengono affrontati nei prossimi due paragrafi.

## **5. Lo schema analitico per l’analisi delle politiche macroprudenziali è ancora carente**

Tra i problemi pratici che le autorità macroprudenziali devono risolvere figurano la scelta tra due o più strumenti con effetti presumibilmente analoghi (è meglio attivare una riserva di capitale o un limite al LTV?), la calibrazione degli strumenti (la riserva di capitale dovrebbe essere mantenuta invariata o aumentata? E di quanto?), la valutazione delle interazioni con le altre politiche. In questo campo gli sviluppi empirici stanno sopravanzando quelli teorici. Un apparato teorico ideale dovrebbe essere sufficientemente semplice da consentire una corretta comprensione dei meccanismi sottostanti, ma anche abbastanza realistico da poter essere utilizzato a fini operativi e da offrire concrete indicazioni alle autorità. Esso dovrebbe inoltre incorporare le distorsioni che la politica macroprudenziale mira ad aggredire, le esternalità associate al rischio sistemico.

E’ tuttavia assai difficile riunire queste caratteristiche in un unico modello. Nessuno degli apparati analitici esistenti è in grado di incorporare tutte le molteplici forme di rischio sistemico. Numerosi recenti contributi includono esternalità sistemiche, ma sono troppo stilizzati per analisi di tipo positivo e per fini operativi. Per contro, altri modelli (come quello da cui è ricavato l’esempio discusso nel paragrafo precedente) si prestano a tali fini, ma non incorporano esternalità.

La letteratura teorica in materia macroprudenziale è in rapido sviluppo, ma è ancora a uno stadio iniziale. Dai lavori disponibili si possono trarre le seguenti conclusioni.<sup>8</sup> In primo luogo, periodi di crescita del credito possono essere indotti da esternalità negative; ciò fornisce una base teorica per politiche macroprudenziali contro-cicliche. In secondo luogo, permangono numerose aree di incertezza circa il meccanismo di trasmissione di queste politiche (effettiva efficacia in presenza di specifici shock macroeconomici, potenziali effetti indesiderati e reazioni inattese da parte degli intermediari finanziari che possano annullare l’impatto dei provvedimenti). In terzo luogo, politiche monetarie che mirino anche a contrastare episodi di tensione finanziaria appaiono preferibili rispetto a quelle tradizionali, che si prefiggono esclusivamente obiettivi di inflazione e crescita economica.

Queste considerazioni suggeriscono che sebbene a due obiettivi (stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria) corrispondano nel nuovo assetto istituzionale due strumenti (politica monetaria e macroprudenziale) una rigida separazione tra le due politiche non appare auspicabile. C’è ormai consenso sulla tesi secondo cui la politica monetaria ha un ruolo nel contrastare lo sviluppo di squilibri finanziari, e non solo nell’attenuarne le conseguenze ex post (cfr. ad esempio White, 2009;

---

<sup>8</sup> Cfr. Angelini, Nicoletti Altamari e Visco (2012).

Brunnermeier e Schnabel, 2014), anche se non è affatto agevole definire in concreto come ciò debba essere fatto.

## 6. L'architettura istituzionale per la stabilità finanziaria in Europa è complessa

Il sistema europeo di supervisione finanziaria, varato alla fine del 2010, è rappresentato nella fig. 4 distinguendo tra funzioni micro- vs. macro-prudenziali, da un lato, e livello nazionale vs. sovranazionale, dall'altro. La funzione micro-prudenziale prevede tre autorità a livello europeo - l'EBA, l'ESMA e EIOPA - e le corrispondenti autorità nazionali competenti (ANC). Sul fronte macro-prudenziale gli attori principali sono il Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS), la BCE e le ANC.<sup>9</sup>

Il sistema ha iniziato a mutare già negli anni immediatamente successivi alla sua introduzione. Una prima importante modifica è scaturita dalla Raccomandazione sulle autorità macroprudenziali nazionali, pubblicata dal CERS nel dicembre del 2011. La Raccomandazione richiede ai governi nazionali di prevedere in modo esplicito la funzione macroprudenziale nel loro apparato legislativo: (i) specificando gli obiettivi delle politiche macroprudenziali; (ii) designando una autorità ad hoc a livello nazionale, assegnandole poteri e strumenti adeguati a conseguire i propri obiettivi, garantendo la sua indipendenza e chiamandola a rendere conto del proprio operato. L'autorità può essere autonoma o avere forma di un comitato, composto da autorità con competenze in materia di stabilità finanziaria, all'interno del quale la banca centrale dovrebbe avere un ruolo guida. Una seconda Raccomandazione, del giugno 2013, richiede alle autorità nazionali di definire gli obiettivi intermedi delle proprie politiche macroprudenziali e gli strumenti per perseguirli.<sup>10</sup> In Italia l'autorità macroprudenziale nazionale non è stata ancora creata.

---

<sup>9</sup> Il CERS è la principale autorità macroprudenziale della UE. Il suo mandato è di identificare, classificare e contenere i rischi sistemici; a tal fine può emettere segnalazioni e raccomandazioni a governi nazionali e autorità di vigilanza. Questi strumenti non sono sostenuti da sanzioni ma i destinatari dei provvedimenti devono adeguarsi alle raccomandazioni o spiegare in modo convincente le loro ragioni (cosiddetto "*act or explain*"), un meccanismo che può comportare una sanzione reputazionale. Le banche centrali hanno un ruolo di primo piano nel Consiglio generale, l'organo decisionale del CERS. Per ogni paese siedono al tavolo fino a cinque check rappresentanti (la banca centrale e le quattro – ove separate – autorità di vigilanza, su: banche; assicurazioni e fondi pensione; mercati), per un totale di quasi 100 membri, anche se solo 38 hanno diritto di voto. In particolare, al Consiglio direttivo (generale) della BCE fanno capo 20 (30) dei votanti, compreso il Presidente (attualmente il Presidente della BCE).

<sup>10</sup> Degli strumenti si è già parlato sopra; gli obiettivi intermedi dovrebbero includere i seguenti: (1) mitigare e prevenire una crescita del credito e una leva finanziaria eccessivi; (2) mitigare e prevenire una trasformazione delle scadenze e una illiquidità del mercato eccessive; (3) limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette; (4) limitare l'impatto sistemico di incentivi distorti, al fine di ridurre i rischi di azzardo morale; (5) rafforzare la resilienza delle strutture di mercato.

**Fig. 4 – Il Sistema europeo di supervisione finanziaria**

	Micro-prudenziale	Macro-prudenziale
<b>Livello europeo</b>	Autorità bancaria europea (EBA)	<p>Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico (CERS)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• EBA</li> <li>• ESMA</li> <li>• EIOPA</li> <li>• Commissione EU</li> <li>• Presidente ATC</li> <li>• Presidente e 2 Vice-Presidenti ASC</li> <li>• BCN non dell'eurozona</li> </ul> <p><i>Senza diritto di voto:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Presidente Comitato Economico e Finanziario</li> <li>• Autorità di vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione</li> <li>• Autorità di vigilanza sui mercati</li> <li>• Autorità di vigilanza sulle banche, paesi non dell'eurozona</li> </ul>
	Autorità europea di vigilanza sui mercati (ESMA)	
	Autorità europea di vigilanza sulle assicurazioni e i fondi pensione (EIOPA)	
	Comitato congiunto delle tre autorità europee di vigilanza	
<b>Livello eurozona</b>	<b><u>Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU)</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BCN dell'eurozona</li> <li>• BCE</li> </ul> <p>Autorità di vigilanza sulle banche, paesi dell'eurozona e in "stretta cooperazione"</p>
<b>Livello nazionale</b>	Autorità di vigilanza nazionali (banche, assicurazioni, fondi pensione, mercati)	<p>Autorità nazionali competenti (ANC)</p> <p><b><u>Autorità macroprudenziali nazionali</u></b></p>

Nota: L'ATC (Advisory Technical Committee) e l'ASC (Advisory Scientific Committee) sono due sottocomitati permanenti del CERS. EZ sta per Eurozona. La cornice rossa a linea continua comprende le istituzioni partecipanti al MVU. Le innovazioni chiave relative al quadro varato nel dicembre 2010 sono evidenziate in grassetto e sottolineate. Per la BCE hanno diritto di voto il presidente e il vicepresidente. Le autorità macroprudenziali nazionali non coincidono necessariamente con le autorità competenti/designate ex CRD4-CRR.

Ulteriori novità sono state introdotte dalla Direttiva e dal Regolamento sui requisiti di capitale (CRD4-CRR), entrati in vigore nel gennaio del 2014. Le nuove norme hanno introdotto gli strumenti illustrati nel paragrafo 3. L'attivazione degli strumenti spetta in ciascun paese alle autorità competenti o designate. Per l'attivazione di alcuni di essi (quelli del cosiddetto "flexibility package", previsti dall'art. 458 CRR) è previsto un iter complesso, che vede coinvolti, oltre alla ANC, il Parlamento europeo, la Commissione, il Consiglio, il CERS e l'EBA.<sup>11</sup> Inoltre, la Commissione può

<sup>11</sup> L'art 458 del CRR stabilisce che una ANC, qualora intenda contrastare eventuali rischi sistemici a livello nazionale, deve informare queste autorità specificando: la natura del rischio e i motivi per cui può avere natura sistemica; le ragioni per cui la situazione non può essere fronteggiata mediante altre norme del Regolamento o della direttiva; le misure che si intendono adottare a livello nazionale; la spiegazione del perché le misure proposte sono ritenute adeguate, efficaci e proporzionate alla dimensione del problema; una valutazione dell'impatto delle misure prospettate sul mercato unico. Entro un mese dalla ricezione della notifica da parte dell'autorità nazionale, il CERS e l'EBA devono fornire alla Commissione, al Consiglio e allo Stato membro interessato il proprio parere sulla misura che si vuole adottare. Qualora ritenga che le misure avranno un impatto negativo sul mercato unico che supera i benefici in termini di stabilità finanziaria, la Commissione può proporre al Consiglio di adottare un atto di rigetto delle misure stesse; scaduti i termini per la proposta della Commissione o quelli per la decisione del Consiglio sul rigetto, lo Stato membro può adottare le misure proposte per un periodo fino a due anni.

imporre requisiti prudenziali più stringenti rispetto a quelli adottati a livello nazionale, su raccomandazione del CERS o dell'EBA.

Un terzo insieme di cambiamenti è stato introdotto dal Regolamento che introduce il Meccanismo di vigilanza unico (MVU).<sup>12</sup> Non avendo competenze intersettoriali, il MVU non ha un mandato macroprudenziale in senso generale. Tuttavia il Regolamento ha assegnato importanti poteri macro-prudenziali in campo bancario alla BCE. In particolare l'art. 5 del Regolamento specifica che dieci giorni lavorativi prima di attivare uno strumento macroprudenziale le ANC devono notificare la propria decisione alla BCE. Questa può sollevare entro cinque giorni lavorativi una motivata obiezione scritta, di cui le ANC devono tenere conto. Una procedura simmetrica vale nel caso in cui sia la BCE a voler attivare uno strumento macroprudenziale. Tuttavia, la BCE può agire soltanto in senso restrittivo (non può cioè chiedere alle ANC di adottare politiche espansive, o meno restrittive) e non ha poteri diretti sugli strumenti non esplicitamente previsti dalla CRD4-CRR (ad esempio, il limite al rapporto tra rata del prestito e reddito del mutuatario, riportato nella Tavola 1). È dunque chiaro che sarà necessaria una stretta cooperazione tra BCE-MVU e ANC per la gestione delle politiche macroprudenziali.

La fig. 4 riassume i principali mutamenti recenti nel sistema europeo di vigilanza finanziaria.<sup>13</sup> Il pilastro macroprudenziale ha subito due modifiche rilevanti (in neretto e sottolineati nella figura): (i) all'assetto a due livelli – UE (CERS) e nazionale (BCN, ma anche autorità di vigilanza nazionali per banche, assicurazioni e fondi pensione, mercati) – si è aggiunto un terzo livello, quello del MVU; (ii) anche per impulso del CERS stanno nascendo le autorità macroprudenziali nazionali.

In sintesi, a seguito di questi cambiamenti l'architettura europea di salvaguardia della stabilità finanziaria, già molto articolata nella versione emersa dalla riforma avviata alla fine del 2011, sta diventando ancora più complessa. Sorgono vari interrogativi (cfr. Angelini 2014).

*C'è un ruolo per il CERS dopo l'avvio del MVU?* – Sia la BCE-MVU sia il CERS avranno poteri macro-prudenziali sovranazionali in Europa. Vi è quindi il rischio che l'ampio grado di sovrapposizione dei due organismi – in termini di competenze e del novero dei paesi che vi partecipano – possa creare eccessiva complessità, duplicazioni, inerzia decisionale. Al tempo stesso, il CERS continuerà ad avere un ruolo importante per i paesi non aderenti al MVU; per il coordinamento tra questi ultimi e i paesi partecipanti al MVU; per l'analisi degli intermediari non

---

<sup>12</sup> Il MVU, parte del più ampio progetto di unione bancaria, è responsabile dal 4 novembre del 2014 per la vigilanza bancaria in tutti i paesi partecipanti. È composto dalla BCE e dalle autorità nazionali di vigilanza sulle banche dei paesi partecipanti. Il suo organo direttivo, il Consiglio di supervisione, è composto da un presidente, un vicepresidente scelto tra i membri del Comitato esecutivo della BCE, quattro rappresentanti della BCE e i rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali. Quando queste ultime non coincidono con la banca centrale, i rappresentanti dell'autorità di vigilanza possono essere accompagnati nelle riunioni da un rappresentante della banca centrale.

<sup>13</sup> Il sistema è in ulteriore mutamento a causa della creazione del sistema europeo di risanamento e risoluzione delle banche, che sta prendendo avvio quest'anno. Ciò non dovrebbe tuttavia avere implicazioni di rilievo per l'assetto istituzionale sul fronte macroprudenziale.

bancari e dei mercati. Manterrà anche un vantaggio in materia di studio e sviluppo della regolamentazione macroprudenziale. Al contrario, eventuali tentativi da parte del CERS di coordinare politiche macroprudenziali all'interno dell'area del MVU potrebbero generare inefficienze e duplicazioni. E' già in corso uno sforzo di coordinamento, mirante a minimizzare tale rischio. In prospettiva, una revisione di questo assetto istituzionale potrebbe rivelarsi opportuna qualora un ampio numero di paesi decidesse di aderire al MVU, accentuando il grado di sovrapposizione tra i paesi membri delle due istituzioni.

*Come funzionerà il processo decisionale macro-prudenziale all'interno del MVU?* – Saranno necessari uno stretto coordinamento e cooperazione tra la BCE e le autorità macroprudenziali nazionali. Il regolamento istitutivo del MVU sembra lasciare il sistema senza un chiaro meccanismo risolutivo in caso di conflitti: la BCE potrebbe richiedere una stretta in un determinato paese, ma in linea teorica la ANC potrebbe adottare un provvedimento di segno opposto, producendo una situazione di stallo – uno scenario certamente estremo, ma non impossibile. Inoltre, per evitare esternalità negative la BCE potrebbe voler annullare una decisione restrittiva presa da una ANC, ma l'asimmetria nei suoi poteri, discussa sopra, potrebbe complicare questo compito. Nel complesso, queste preoccupazioni sono fortemente attenuate dal fatto che le istituzioni coinvolte stanno mettendo a punto modalità di coordinamento e cooperazione.

*Le politiche nazionali macroprudenziali rappresentano un rischio per il mercato unico?* – Le politiche macroprudenziali aiuteranno a contrastare i cicli nazionali asincroni, ma l'adozione di misure eterogenee da parte delle ANC potrebbe velocemente finire col generare un mosaico regolamentare, rischiando la frammentazione del mercato UE dei servizi finanziari. Per quanto concerne la comparabilità dei dati, si consideri l'esempio seguente: una autorità nazionale potrebbe imporre un inasprimento dei requisiti patrimoniali sia aumentando la ponderazione del rischio calcolato dalle banche (cfr. l'esempio del Belgio citato sopra) sia chiedendo loro di accumulare una riserva di capitale aggiuntiva. In quest'ultimo caso il sistema bancario presenterà coefficienti patrimoniali più elevati rispetto al primo, anche se in pratica il livello di rischio sarà identico nei due casi.<sup>14</sup> Il pacchetto CRD4-CRR cerca di trovare un giusto compromesso tra l'esigenza di assicurare la flessibilità necessaria alle ANC e quella di evitare la frammentazione regolamentare. Ancora una volta, un forte coordinamento tra CERS, Commissione UE, BCE-MVU e ANC è probabilmente l'unico modo per attenuare queste preoccupazioni.

*Quali sono le principali sfide per il sistema europeo di supervisione finanziaria e per la politica macroprudenziale?* – Le sfide sono enormi. Come si è visto, il funzionamento delle politiche

---

<sup>14</sup> Si ipotizzino due banche identiche, che reagiscano istantaneamente ai due tipi di manovra con un aumento di capitale. Nel caso della banca sottoposta a un aumento della ponderazione per il rischio, all'aumento del capitale al numeratore farà riscontro un aumento degli attivi ponderati per il rischio al denominatore, che lascerà il coefficiente invariato. Nel secondo caso il denominatore rimarrà invariato, traducendosi in un aumento del coefficiente.

macro-prudenziali e il loro rapporto con le altre politiche – monetaria, microprudenziale – sono ancora poco compresi, data la novità della materia.

Il sistema europeo prevede l'interazione tra diverse autorità. Per il prossimo futuro il quadro sarà caratterizzato da una forte presenza delle autorità nazionali e da un complesso sistema di coordinamento. Una revisione del quadro è già in preparazione: un primo check-up del regolamento istitutivo del CERS e delle componenti macroprudenziali del pacchetto CRD4-CRR è richiesto dal regolamento stesso entro i prossimi mesi. Ciò evidenzia l'apertura a una eventuale futura semplificazione da parte delle autorità europee. L'apprendimento sarà graduale. I prossimi anni saranno importanti per mettere a punto il sistema.

## **7. Politiche monetaria, micro e macroprudenziali nell'area dell'euro: il mix è ottimale?**

Per le autorità macroprudenziali europee si profilano importanti questioni anche sul fronte congiunturale. Si è visto nel paragrafo 4.1 che fino a poco tempo fa l'adozione di politiche macroprudenziali espansive è stata impossibile, in quanto in gran parte dei paesi i sistemi bancari non si erano dotati, nel periodo pre-crisi, di adeguate riserve di capitale. In Europa questa situazione potrebbe essere mutata in tempi recenti, per almeno tre motivi.

In primo luogo, il grado di capitalizzazione del sistema bancario è significativamente aumentato. L'EBA mostra che tra le principali banche della UE la quota di quelle che avevano un CET1 ratio superiore al 10 per cento era pari al 93 per cento a giugno del 2014, contro il 33 per cento a fine 2009. Molte banche hanno già raggiunto, o si sono molto avvicinate, ai requisiti minimi di capitale che la normativa di Basilea 3, attenta ai rischi di prociclicità, impone di rispettare solo dal 2019. Inoltre l'esercizio di valutazione complessiva condotto in preparazione dell'avvio del Meccanismo di vigilanza unico, pur facendo emergere alcune situazioni di debolezza, ha fortemente ridotto, se non del tutto eliminato, l'incertezza circa la solidità del sistema bancario dell'area dell'euro nel suo complesso.

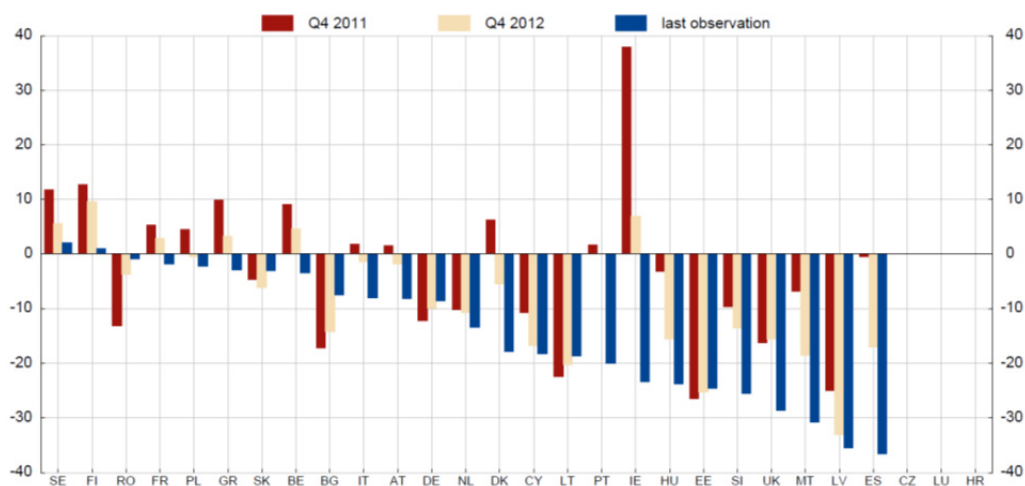
In secondo luogo, nell'area prosegue, sebbene a ritmi attenuati, la contrazione del credito al settore privato (famiglie e imprese non finanziarie). Il gap tra il rapporto credito/PIL corrente e la sua tendenza di lungo periodo, che secondo la normativa di Basilea e quella europea rappresenta il principale indicatore per l'accumulo della riserva controciclica di capitale, è ampiamente negativo per la gran parte dei paesi (fig. 5).

In terzo luogo, sebbene le prospettive di ripresa ciclica si vadano consolidando, l'inflazione effettiva e quella attesa hanno continuato scendere, alimentando i rischi di un disancoraggio delle aspettative e di un periodo prolungato di bassa crescita nominale o di vera a propria deflazione. Per contrastare tali tendenze la BCE ha varato un programma straordinario di espansione della base monetaria (*quantitative easing*). Come si è visto nel paragrafo 5, l'attuale stato delle

conoscenze circa il funzionamento degli strumenti macroprudenziali e le loro interazioni con la politica monetaria sconsiglia una rigida separazione tra le due politiche; la politica macroprudenziale dovrebbe dunque “dare una mano” alla politica monetaria nel contrastare i rischi di deflazione.

Un utilizzo della politica macroprudenziale in chiave espansiva e antinflazionistica sarebbe dunque oggi desiderabile, e probabilmente possibile. Ciononostante, sebbene in seno al CERS si riconosca che il quadro macroeconomico rappresenta attualmente un rischio chiave per la stabilità finanziaria<sup>15</sup> (l'insufficiente crescita nominale mette a rischio la sostenibilità dei debiti, pubblici e privati), questa tesi non trova ampi consensi in Europa.

**Fig. 5 – Il gap credito/PIL**  
(punti percentuali)



Fonte: Consiglio europeo per il rischio sistemico, Risk dashboard.

Nota: L'indicatore è calcolato come deviazione del rapporto tra credito/PIL dalla sua tendenza, ottenuta applicando un filtro Hodrick-Prescott tarato su frequenze tipiche del ciclo finanziario (più basse di quelle del ciclo economico). Cfr. CERS, Raccomandazione sulla determinazione della riserva di capitale contro-ciclica.

La ritrosia ad adottare politiche macroprudenziali espansive ha varie giustificazioni. In primo luogo, un allentamento dei requisiti macroprudenziali di capitale non è fattibile da un punto di vista tecnico, in quanto la riserva di capitale contro-ciclica non è stata ancora attivata nella gran parte dei paesi. Inoltre, si è visto che esistono in linea di principio ampi margini di discrezionalità per le autorità macroprudenziali nazionali. Tuttavia i paesi che registrano la contrazione del credito più marcata, che quindi più avrebbero bisogno di misure espansive, sono nei fatti quelli con minori

<sup>15</sup> Ad esempio, nel comunicato stampa del Consiglio generale del CERS pubblicato il 18 dicembre 2014 si legge: “The environment of low nominal growth makes cross-sectoral attempts to delever more difficult and represents a key challenge to financial stability.”



marginari di manovra, date le loro maggiori difficoltà dal punto di vista macroeconomico-finanziario. Per contro, quasi tutti i paesi che hanno finora adottato misure macroprudenziali si sono mossi in senso restrittivo. Secondo CERS (2015), delle quasi cinquanta misure “sostanziali” prese nei paesi della UE nel corso del 2014 solo una è stata di segno espansivo. Anche scorrendo da questo novero i dieci casi di attivazione della riserva di conservazione del capitale (che come si è argomentato nel paragrafo 3 non è uno strumento che l’autorità possa variare a fini contro-ciclici), la manovra è complessivamente restrittiva. In un buon numero di casi tali misure sono state utilizzate per contrastare episodi di surriscaldamento del mercato immobiliare nazionale, e potrebbero aver mirato a bilanciare gli effetti di una politica monetaria adeguata in media per l’area dell’euro ma eccessivamente espansiva per alcuni paesi (come argomentato nel paragrafo 4.2, in un’area valutaria unica le politiche macroprudenziali nazionali permettono di recuperare importanti margini di flessibilità). Va tuttavia rilevato che tale giustificazione non è stata avanzata in modo esplicito da alcun paese. Inoltre, in una decina di casi le misure, di carattere strutturale (attivazione della riserva di capitale sistemica o della riserva per le istituzioni sistemiche a livello domestico), sono state adottate con una tempistica che appare non coerente con la natura contro-ciclica delle politiche macroprudenziali, alla luce dell’andamento del credito evidenziato nella fig. 5.

Nel complesso, in questo quadro è opportuno interrogarsi circa l’adeguatezza dell’attuale combinazione di politiche nell’area dell’euro. La politica monetaria è l’unica arma utilizzata per combattere le spinte deflattive e i connessi rischi per la stabilità finanziaria. In reazione alla crisi, e al fine di evitare il ripetersi dei salvataggi bancari con denaro pubblico, la politica microprudenziale ha determinato – in Europa come negli altri principali paesi – un significativo incremento delle riserve patrimoniali delle banche. Agiscono in questo senso anche iniziative regolamentari, a livelli sia internazionale (si pensi ad esempio alle regole sulle istituzioni sistemiche e a quelle sulla cosiddetta TLAC – total loss absorbing capacity) sia del MVU (si pensi al dibattito sull’eliminazione delle discrezionalità nazionali nella definizione di capitale). In questa fase, per le motivazioni illustrate sopra, vi è il rischio che ulteriori spinte ad aumentare la capitalizzazione deprimano l’offerta di credito nel breve-medio periodo, generando effetti prociclici. Un rischio analogo, dal punto di vista dell’area dell’euro nel suo complesso, caratterizza i provvedimenti macroprudenziali di natura restrittiva adottati in alcuni paesi dell’area, pur giustificabili dal punto di vista puramente nazionale.

Per quanto ardua, la ricerca di strumenti analitici che consentano alle autorità di valutare le interazioni delle principali politiche anticicliche (monetaria, microprudenziale, macroprudenziale, ma anche fiscale) e il grado di restrizione complessivo da esse indotto potrebbe in prospettiva dare frutti importanti.

## Riferimenti bibliografici

- Angelini, P. (2014), "*The European framework for financial stability: a bird's eye view*", in: Towards the European Banking Union, a cura di Emilio Barucci e Marcello Messori, ASTRID, Passigli editori, Firenze.
- Angelini, P., S. Neri e F. Panetta (2014), "*The Interaction between Capital Requirements and Monetary Policy*" Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 46, No. 6 (September 2014).
- Angelini, P., S. Nicoletti-Altimari e I. Visco (2012), "*Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*". In "Stability of the Financial System - Illusion or Feasible Concept?", a cura di A. Dombret e O. Lucius, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2013. Pubblicato anche in Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 140.
- Ahuja, A. e M. Nabar (2011), "*Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR*", IMF Working Paper No. 284.
- Aijar, S., C.W. Calomiris e T. Wieladek (2012), "*Does macro-Pru leak? Evidence from a UK Policy Experiment*", NBER Working Paper No. 17822.
- Bank of England (2009), "*The role of macroprudential policy*", Discussion paper.
- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver e T. Taylor (2010), "*Monetary policy after the fall*", paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming.
- Borio, C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", BIS Working Papers No 395.
- Borio, C. e A. Crockett (2000), "In search of anchors for financial and monetary stability", Greek Economic Review, Vol. 20, No. 2, pp. 1-14.
- Borio, C. e M. Drehmann, (2009), "*Assessing the risk of banking crises – revisited*", BIS Quarterly Review, March, pp. 29-46.
- Borio, C., C. Furfine, e P. Lowe (2001), "*Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options*", BIS Papers, No. 1.
- Brunnermeier, M.K. e I. Schnabel (2014), "Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives", mimeo.
- Carosio, G. (2010), "*Financial Stability and Macroprudential Supervision: Challenges for Central Banks*", paper presented at the 38th OENB economics conference.
- Cecchetti, S. e M. Kohler (2012), "*When capital adequacy and interest rate policy are substitutes (and when they are not)*". BIS Working Paper No. 379.
- CERS (2014), "*Handbook on operationalizing macro-prudential policies in the banking sector*".
- CERS (2015), "*Report on a review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR*", in corso di pubblicazione.

- Crockett, A. D. (2000), "*Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability*", Remarks before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel, 20-21 September 2000.
- de Larosière, J. (2009), "*Report by the High level group on financial supervision in the EU*", Bruxelles.
- Diamond, D. e R. Rajan (2009), "*The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*", NBER Working Paper No. 14379.
- Elliott, Douglas J., G. Feldberg, A. Lehnert (2013), "*The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States*" Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Fisher, I. (1933), "*The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*", *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337-57.
- FMI-BRI-CSF (2009), "*Report to G20 Finance Ministers and Governors - Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial considerations*". Rapporto redatto da Fondo Monetario Internazionale, Banca per i Regolamenti Internazionali, Consiglio per la Stabilità Finanziaria.
- Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró, J. Saurina (2012), "*Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments*", Barcelona GSE Working Paper Series Working Paper n° 628.
- Kannan, P., P. Rabanal e A. Scott (2011), "*Recurring patterns in the run-up to house price busts*", *Applied Economics Letters*, Vol. 18, No. 2, pp. 107-113.
- 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? Lessons From Country Experiences*", IMF Working Paper, 11/238.
- McDonald, C. (2015), "When is macroprudential policy effective?", BIS Working Papers No 496.
- Panetta, F. (2013), "*Macroprudential tools: where do we stand?*", remarks at the presentation of the 2013 Financial Stability Review, Banque Centrale du Luxembourg, Luxembourg, 14 May.
- Panetta, F. (2014), "*On the special role of macroprudential policy in the euro area*", remarks given at De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 10 June.
- Panetta, F., P. Angelini, U. Albertazzi, F. Columba, W. Cornacchia, A. Di Cesare, A. Pilati, C. Salleo e G. Santini (2009), "*Financial sector pro-cyclicality - Lessons from the crisis*", Banca d'Italia, Occasional papers, No. 44.
- Reinhart, C. M., e K. S. Rogoff (2008), "*Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison*", *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, pp. 339-344.
- Repullo, R. e J. Suarez (2008), "*The Pro-cyclical Effects of Basel II*", CEMFI Working Paper No. 0809.
- Taylor, A.M (2015), "*Credit, financial stability, and the macroeconomy*", NBER Working Paper 21039.
- White, W.R. (2009), "*Should Monetary Policy "Lean or Clean"?*", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 34