

I

(Risoluzioni, raccomandazioni e pareri)

RACCOMANDAZIONI

COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

RACCOMANDAZIONE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

del 4 aprile 2013

sugli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica macroprudenziale

(CERS/2013/1)

(2013/C 170/01)

IL CONSIGLIO GENERALE DEL COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO,

visto il regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macro-prudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽¹⁾, in particolare l'articolo 3, paragrafo 2, lettere b), d) e f), nonché gli articoli 16 e 18,

vista la Decisione CERS/2011/1 del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 20 gennaio 2011, che adotta il regolamento interno del Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽²⁾, in particolare l'articolo 15, paragrafo 3, lettera e), nonché gli articoli da 18 a 20,

considerando quanto segue:

- (1) La stabilità finanziaria è un presupposto necessario per l'erogazione del credito da parte del sistema finanziario, a sostegno di una crescita economica sostenibile. La crisi finanziaria ha chiaramente rivelato la necessità di una vigilanza macroprudenziale che attenui e prevenga il rischio sistemico nel sistema finanziario. La presente raccomandazione ha l'obiettivo di prendere la prossima misura necessaria per rendere operativa la vigilanza macroprudenziale.
- (2) La capacità di resistenza contro i rischi sistemici nell'Unione dipende dall'istituzione di un solido quadro di politica macroprudenziale accanto alla vigilanza microprudenziale. La presente raccomandazione fa seguito

alla raccomandazione CERS/2011/3 del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 22 dicembre 2011, relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali ⁽³⁾, tramite l'elaborazione degli obiettivi intermedi e degli strumenti di politica macroprudenziale.

- (3) La raccomandazione CERS/2011/3 richiede agli Stati membri di designare un'autorità incaricata della conduzione della politica macroprudenziale. Allo stesso modo, il nuovo quadro giuridico proposto con cui si stabiliscono i requisiti prudenziali per gli enti creditizi (di seguito «CRD IV» e «CRR») richiede agli Stati membri di istituire un'autorità designata incaricata dell'adozione delle misure necessarie a prevenire o attenuare il rischio sistemico o i rischi macroprudenziali che costituiscono una minaccia per la stabilità finanziaria a livello nazionale ⁽⁴⁾.
- (4) L'obiettivo ultimo della politica macroprudenziale è contribuire alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, anche attraverso il rafforzamento della capacità di tenuta del sistema finanziario e la riduzione dell'insorgenza di rischi sistemici, garantendo così un apporto sostenibile del settore finanziario alla crescita economica. La raccomandazione CERS/2011/3 si riferisce all'identificazione degli obiettivi politici intermedi

⁽³⁾ GU C 41 del 14.2.2012, pag. 1.

⁽⁴⁾ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario [COM(2011) 453 definitivo] e proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento [COM(2011) 452 definitivo].

⁽¹⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

⁽²⁾ GU C 58 del 24.2.2011, pag. 4.

come specificazioni operative dell'obiettivo finale. L'identificazione degli obiettivi intermedi rende la politica macroprudenziale maggiormente operativa, trasparente e responsabile, e fornisce una base economica per la selezione degli strumenti.

- (5) Inoltre, l'efficacia della politica macroprudenziale nell'Unione dipende dall'istituzione di un insieme di strumenti macroprudenziali che siano efficacemente applicati dalle pertinenti autorità macroprudenziali guidate da una serie di indicatori e consulenze tecniche. I necessari strumenti macroprudenziali, vale a dire uno o più strumenti per ogni obiettivo intermedio della politica macroprudenziale, dovrebbero essere sottoposti al controllo diretto o a poteri di raccomandazione delle autorità macroprudenziali. Gli strumenti utilizzati per inasprire l'orientamento della politica macroprudenziale saranno allentati, se ritenuto opportuno, per stabilizzare il ciclo finanziario. Gli strumenti macroprudenziali potrebbero essere applicati a categorie di esposizioni di tipo generale o mirato, come, ad esempio, esposizioni verso specifiche valute estere.
- (6) Nella propria lettera al Consiglio, alla Commissione europea e al Parlamento europeo del 29 marzo 2012, il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) ha espresso il proprio parere sulla capacità delle autorità macroprudenziali di attuare gli strumenti macroprudenziali, come definiti nella CRD IV e nel CRR. In particolare, il CERS ha sottolineato che le autorità macroprudenziali, sia a livello di Stati membri sia a livello dell'Unione, hanno bisogno di disporre di discrezionalità al fine di inasprire temporaneamente la calibrazione di una vasta gamma di requisiti del pilastro I e di richiedere la pubblicazione di informazioni integrative. Tali requisiti includono i livelli di capitale aggregato, i requisiti di liquidità, i limiti alle grandi esposizioni e alla leva finanziaria, così come i requisiti di capitale diretti a singoli settori o rivolti a specifiche vulnerabilità nelle diverse aree del bilancio delle banche.
- (7) La CRD IV e il CRR, pur ponendo maggior attenzione sugli aspetti microprudenziali, prevedono anche l'applicazione di un insieme di strumenti macroprudenziali da parte delle corrispondenti autorità macroprudenziali a determinate condizioni. La presente raccomandazione suggerisce un elenco indicativo di strumenti, che include ma non si limita a quelli previsti nella CRD IV e nel CRR, che potrebbero essere assegnati dagli Stati membri alle autorità macroprudenziali al fine di perseguire gli obiettivi intermedi identificati, pur non impedendo agli Stati membri di applicare strumenti ulteriori.
- (8) Inoltre, le autorità macroprudenziali dovrebbero sviluppare una strategia politica complessiva per l'applicazione degli strumenti macroprudenziali per promuovere il processo decisionale, la comunicazione e la rendicontabilità della politica macroprudenziale.
- (9) L'efficacia della politica macroprudenziale dipende inoltre dal coordinamento tra Stati membri nell'applicazione degli strumenti macroprudenziali a livello nazionale. Non-

stante la politica macroprudenziale abbia in generale sostanziali ricadute transfrontaliere positive, possono occasionalmente verificarsi delle ricadute transfrontaliere negative. Le autorità macroprudenziali dovrebbero valutare la rilevanza dell'impatto netto di tali ricadute positive e negative, anche per preservare il mercato unico. Il CERS considererà le potenziali ricadute transfrontaliere della politica macroprudenziale e, senza pregiudizio per alcuna delle disposizioni pertinenti del diritto dell'Unione europea, promuoverà un adeguato quadro di coordinamento per affrontare tali problemi.

- (10) Nel corso del tempo, man mano che le autorità acquisiscono informazioni sull'efficacia dei diversi strumenti macroprudenziali, gli obiettivi politici intermedi e/o gli strumenti macroprudenziali possono essere rivisti, tenendo altresì conto di nuovi potenziali rischi per la stabilità finanziaria. Ciò richiede una valutazione periodica dell'adeguatezza degli obiettivi politici intermedi e degli strumenti macroprudenziali che sono stati stabiliti.
- (11) Il quadro legislativo dell'Unione, sia attuale che proposto, è caratterizzato da un complesso e variegato insieme di disposizioni macroprudenziali, che trarrebbero beneficio in maniera rilevante da una semplificazione e sistematizzazione complessiva in occasione delle future revisioni. Le istituzioni dell'Unione potrebbero anche considerare l'inclusione degli strumenti macroprudenziali nella legislazione che riguarda le aree del settore finanziario diverse dal settore bancario.
- (12) Al fine di realizzare una coerente applicazione degli strumenti macroprudenziali e di assicurare la vigilanza macroprudenziale nell'insieme dell'Unione, in futuro il CERS potrebbe considerare di indirizzare delle raccomandazioni alle autorità macroprudenziali per guidare la loro applicazione degli strumenti macroprudenziali.
- (13) I responsabili politici all'interno e all'esterno dell'Europa stanno valutando i pro e i contro di un ancor più ampio insieme di possibili strumenti per prevenire o attenuare i rischi sistemici e di riforme legislative per isolare i rischi del sistema finanziario. Il CERS continuerà ad analizzare l'efficacia e l'efficienza di altri strumenti oggetto di discussione nell'ambito del quadro di politica macroprudenziale.
- (14) La proposta di regolamento del Consiglio che istituisce un meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) ⁽¹⁾, approvata dal Consiglio il 12 dicembre 2012, attribuisce alla Banca centrale europea (BCE) il potere di applicare, se ritenuto necessario, requisiti per le riserve di capitale più elevati di quelli applicati dalle autorità competenti o designate degli Stati membri partecipanti e di applicare misure più stringenti volte a fronteggiare rischi sistemici o macroprudenziali, conformemente alle procedure stabilite nel quadro della CRD IV e del CRR e nei casi specificamente definiti nella pertinente normativa dell'Unione. Il CERS mira a cooperare

⁽¹⁾ Proposta di regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi [COM(2012) 511 definitivo].

con la BCE e le autorità nazionali competenti che compongono il meccanismo di vigilanza unico, così come con le Autorità europee di vigilanza e gli altri membri del CERS, per l'esercizio di un insieme coerente di politiche macroprudenziali in seno all'Unione.

- (15) La presente raccomandazione non pregiudica i mandati in materia di politica monetaria e il ruolo di supervisione sulle infrastrutture di pagamento, compensazione e regolamento delle banche centrali nell'Unione.
- (16) Le raccomandazioni del CERS sono pubblicate dopo che il Consiglio sia stato informato dell'intenzione del Consiglio generale di procedere in tal senso e sia data al Consiglio l'opportunità di rispondere,

HA ADOTTATO LA PRESENTE RACCOMANDAZIONE:

SEZIONE 1

RACCOMANDAZIONI

Raccomandazione A — Definizione degli obiettivi intermedi

Si raccomanda alle autorità macroprudenziali di:

- 1) definire e perseguire obiettivi intermedi di politica macroprudenziale per il proprio rispettivo sistema finanziario nazionale nel suo complesso. Tali obiettivi intermedi dovrebbero fungere da specificazioni operative per l'obiettivo finale della politica macroprudenziale, che consiste nel contribuire alla salvaguardia del sistema finanziario nel suo insieme, anche attraverso il rafforzamento della capacità di tenuta del sistema finanziario e la riduzione dell'insorgenza di rischi sistemici, garantendo così un apporto sostenibile del settore finanziario alla crescita economica. Ciò implica, tra l'altro, l'allentamento degli strumenti che sono stati precedentemente usati per inasprire l'orientamento della politica macroprudenziale;
- 2) includere in tali obiettivi intermedi quanto segue:
 - a) attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria;
 - b) attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità del mercato;
 - c) limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette;
 - d) limitare l'impatto sistemico degli incentivi disallineati al fine di ridurre l'azzardo morale (*moral hazard*);
 - e) rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie;
- 3) valutare la necessità di ulteriori obiettivi intermedi sulla base dei sottostanti fallimenti del mercato e delle specifiche caratteristiche strutturali del sistema finanziario del paese e/o dell'Unione che potrebbero dare luogo a rischio sistemico.

Raccomandazione B — Selezione degli strumenti macroprudenziali

Si raccomanda agli Stati membri di:

- 1) valutare, in collaborazione con le autorità macroprudenziali, se gli strumenti macroprudenziali, attualmente sottoposti al controllo diretto o ai poteri di raccomandazione di queste ultime, siano sufficienti a perseguire in maniera efficace ed efficiente sia l'obiettivo finale della politica macroprudenziale, stabilito dalla raccomandazione CERS/2011/3, sia gli obiettivi intermedi definiti in conformità alla raccomandazione A. La valutazione dovrebbe tenere conto del fatto che le autorità macroprudenziali dovrebbero avere sotto il proprio controllo diretto o i propri poteri di raccomandazione almeno uno degli strumenti macroprudenziali per ciascun obiettivo intermedio della politica macroprudenziale, sebbene più di uno possa rivelarsi necessario;
- 2) se la valutazione indica che gli strumenti disponibili non sono sufficienti, considerare, in collaborazione con le autorità macroprudenziali nazionali, degli strumenti macroprudenziali aggiuntivi che dovrebbero sottostare al controllo diretto o ai poteri di raccomandazione di queste ultime. A tal fine, nella seguente tavola 1 si suggerisce un elenco indicativo di strumenti da prendere in considerazione:

Tavola 1

Elenco indicativo di strumenti macroprudenziali

1. Attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria

Riserva di capitale anticiclica

Requisiti patrimoniali specifici per settore (anche per le esposizioni all'interno del settore finanziario)

Coefficiente di leva finanziaria a fini macroprudenziali

Limiti obbligatori al rapporto prestito/valore (*loan to value*, LTV)

Limiti obbligatori al rapporto prestiti/redditi o (servizio del debito/reddito) (*loan to income*, LTI)

2. Attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità del mercato

Adeguatezza macroprudenziale al coefficiente di liquidità (ad esempio il coefficiente di copertura della liquidità, *liquidity coverage ratio*, LCR)

Restrizioni macroprudenziali sulle fonti di finanziamento (ad esempio il coefficiente netto di finanziamento stabile, *net stable funding ratio*, NSFR)

Limite macroprudenziale non ponderato ai finanziamenti meno stabili (ad esempio, rapporto prestiti/depositi)

Margini e scarti di garanzia obbligatori

3. Limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette

Restrizioni alle grandi esposizioni

Obbligo di compensazione tramite una controparte centrale (*central counterparty*, CCP)

4. Limitare l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale

Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica

5. Rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie

Margini e scarti di garanzia obbligatori per la compensazione tramite CCP

Maggiori obblighi di segnalazione

Riserva per il rischio sistemico strutturale

- 3) sulla base dei paragrafi 1 e 2, scegliere gli strumenti macroprudenziali aggiuntivi, tenendo conto:
 - a) della loro efficacia ed efficienza per il conseguimento di ciascuno degli obiettivi intermedi nel rispettivo paese, in conformità della raccomandazione A;
 - b) della loro capacità di affrontare la dimensione strutturale e ciclica del rischio sistemico nel rispettivo paese;
- 4) dopo aver scelto gli strumenti macroprudenziali, assicurare che le autorità macroprudenziali siano coinvolte nella definizione e contribuiscano all'attuazione nazionale di:
 - a) regimi di risanamento e risoluzione delle crisi per istituzioni finanziarie bancarie e non bancarie;
 - b) sistemi di garanzia dei depositi;
- 5) istituire un quadro giuridico che permetta alle autorità macroprudenziali di tenere un controllo diretto o poteri di raccomandazione sugli strumenti macroprudenziali scelti in base alla presente raccomandazione.

Raccomandazione C — Strategia politica

Si raccomanda alle autorità macroprudenziali di:

- 1) definire una strategia politica che:
 - a) colleghi l'obiettivo finale della politica macroprudenziale agli obiettivi intermedi e agli strumenti macroprudenziali sotto il proprio controllo diretto o i propri poteri di raccomandazione;
 - b) istituisca un solido quadro per l'applicazione degli strumenti sotto il proprio controllo diretto o i propri poteri di raccomandazione al fine del perseguimento dell'obiet-

tivo finale e degli obiettivi intermedi della politica macroprudenziale. Ciò dovrebbe includere degli appropriati indicatori per monitorare l'insorgenza di rischi sistemici e per guidare le decisioni in tema di applicazione, disattivazione e calibrazione degli strumenti macroprudenziali variabili nel tempo, così come un appropriato meccanismo di coordinamento con le autorità rilevanti a livello nazionale;

- c) promuova la trasparenza e la rendicontabilità della politica macroprudenziale;
- 2) condurre analisi ulteriori, sulla base dell'applicazione pratica degli strumenti macroprudenziali, per il rafforzamento della strategia di politica macroprudenziale, incluse analisi:
 - a) su strumenti non previsti dalla legislazione dell'Unione, quali ad esempio i limiti obbligatori al rapporto prestito/valore (*loan to value*, LTV) e i limiti obbligatori al rapporto prestiti/redditi o (servizio del) debito/reddito (*loan to income*, LTI), e strumenti per evitare o attenuare eccessivi disallineamenti delle scadenze e la carenza di liquidità del mercato;
 - b) sul meccanismo di trasmissione degli strumenti, così come sull'identificazione degli indicatori che potrebbero informare decisioni sulla loro applicazione, disattivazione o calibrazione.
- 3) fatte salve le disposizioni rilevanti della legislazione dell'Unione, informare il CERS prima dell'applicazione degli strumenti macroprudenziali a livello nazionale qualora siano attesi significativi effetti transfrontalieri su altri Stati membri o sul mercato unico.

Raccomandazione D — Valutazione periodica degli obiettivi intermedi e degli strumenti

Si raccomanda alle autorità macroprudenziali di:

- 1) valutare periodicamente l'adeguatezza degli obiettivi intermedi definiti ai sensi della raccomandazione A, alla luce dell'esperienza maturata nell'applicazione del quadro di politica macroprudenziale, degli sviluppi strutturali del sistema finanziario e dell'insorgenza di nuovi tipi di rischi sistemici;
- 2) rivedere periodicamente l'efficacia e l'efficienza degli strumenti macroprudenziali scelti ai sensi della raccomandazione B, per il conseguimento dell'obiettivo finale e degli obiettivi intermedi della politica macroprudenziale;
- 3) se giustificato dall'analisi di cui al paragrafo 1, adeguare l'insieme degli obiettivi intermedi qualora necessario e, in particolare, in caso di insorgenza di nuovi rischi per la stabilità finanziaria che non possano essere sufficientemente affrontati nell'ambito del quadro di riferimento esistente;
- 4) informare l'autorità rilevante nel proprio Stato membro, in modo che sia istituito il quadro giuridico adeguato, nel caso in cui nuovi strumenti macroprudenziali siano ritenuti necessari;

5) segnalare al CERS ogni cambiamento nell'insieme degli obiettivi intermedi e degli strumenti macroprudenziali che siano sotto il proprio controllo diretto o i propri poteri di raccomandazione, nonché la sottostante analisi a giustificazione di tale cambiamento.

Raccomandazione E — Mercato unico e legislazione dell'Unione

Si raccomanda alla Commissione, nell'ambito di future revisioni della legislazione dell'Unione, di:

- 1) tenere conto della necessità di istituire un insieme coerente di strumenti macroprudenziali che riguardino il sistema finanziario, inclusi tutti i tipi di intermediari finanziari, mercati, prodotti e infrastrutture del mercato;
- 2) assicurare che i meccanismi adottati permettano alle istituzioni dell'Unione e agli Stati membri di interagire in modo efficiente e stabilire un sufficiente livello di flessibilità per le autorità macroprudenziali in modo che possano attivare gli strumenti macroprudenziali qualora necessario, preservando al contempo il mercato unico.

SEZIONE 2

ATTUAZIONE

1. Interpretazione

1. Ai fini della presente raccomandazione, si applicano le seguenti definizioni:
 - a) «sistema finanziario», il sistema finanziario come definito nel regolamento (UE) n. 1092/2010;
 - b) «autorità macroprudenziale», le autorità macroprudenziali nazionali con gli obiettivi, le misure, i poteri, gli obblighi di rendicontazione e le altre caratteristiche di cui alla raccomandazione CERS/2011/3;
 - c) «controllo diretto», capacità reale ed effettiva di imporre e modificare, ove necessario per conseguire l'obiettivo finale o intermedio, gli strumenti macroprudenziali sulle istituzioni finanziarie che rientrano nell'ambito di intervento dell'autorità macroprudenziale corrispondente;
 - d) «poteri di raccomandazione», capacità di guidare attraverso raccomandazioni l'applicazione degli strumenti macroprudenziali, ove necessario per conseguire l'obiettivo finale o intermedio;
 - e) «dimensione strutturale del rischio sistemico», la distribuzione del rischio all'interno settore finanziario;
 - f) «dimensione ciclica del rischio sistemico», i cambiamenti del rischio sistemico nel tempo, determinati dalla tendenza delle istituzioni finanziarie ad assumere rischi eccessivi in fasi di espansione e a diventare eccessivamente avversi al rischio in fasi di contrazione;
 - g) «efficacia dello strumento», il grado in cui lo strumento riesce a fronteggiare i fallimenti del mercato e a conseguire l'obiettivo finale e gli obiettivi intermedi;
 - h) «efficienza dello strumento», il potenziale dello strumento per il conseguimento dell'obiettivo finale e degli obiettivi intermedi al minimo costo.

2. L'allegato forma parte integrante della presente raccomandazione. In caso di conflitto tra il dispositivo e l'allegato, il dispositivo prevale.

2. Criteri di attuazione

1. Ai fini dell'attuazione della presente raccomandazione si applicano i seguenti criteri:
 - a) dovrebbe essere evitato l'arbitraggio normativo;
 - b) si presterà debita attenzione al principio di proporzionalità nell'attuazione, con riferimento alla diversa valenza sistemica delle istituzioni finanziarie, ai diversi sistemi istituzionali e tenendo conto dell'obiettivo e del contenuto di ciascuna raccomandazione;
 2. Si richiede ai destinatari di comunicare le azioni intraprese in risposta alla presente raccomandazione o di motivare adeguatamente l'inerzia. Le relazioni dovrebbero quanto meno contenere:
 - a) informazioni sulla sostanza e sulla tempistica delle azioni intraprese;
 - b) una valutazione sul funzionamento delle azioni intraprese sotto il profilo degli obiettivi della presente raccomandazione;
 - c) motivazioni dettagliate in caso di inerzia o di scostamento dalla presente raccomandazione, compreso qualsiasi ritardo.
 3. Nell'allegato alla presente raccomandazione si possono trovare ulteriori informazioni sulle caratteristiche e sulle particolarità di ognuno degli obiettivi intermedi proposti, così come un elenco indicativo degli strumenti macroprudenziali per il perseguimento degli obiettivi intermedi. L'allegato può essere d'aiuto ai destinatari nella scelta degli strumenti macroprudenziali, così come nella preparazione della strategia politica per la loro applicazione.
- ##### 3. Tempistica per il seguito da dare alla raccomandazione
1. Si richiede ai destinatari di comunicare le azioni intraprese in risposta alla presente raccomandazione o di motivare adeguatamente l'inerzia, come specificato nei paragrafi seguenti:
 - a) raccomandazioni A e B — entro il 31 dicembre 2014, i destinatari trasmettono al CERS, all'Autorità bancaria europea (ABE) e al Consiglio un rapporto che illustri le misure intraprese al fine di conformarsi al contenuto delle raccomandazioni A e B. Gli Stati membri possono segnalare le misure intraprese rispetto alla raccomandazione B attraverso le proprie autorità macroprudenziali;
 - b) raccomandazione C — entro il 31 dicembre 2015, le autorità macroprudenziali trasmettono al CERS, all'ABE e al Consiglio un rapporto che illustri le misure intraprese al fine di conformarsi al contenuto della raccomandazione C, paragrafo 1. La raccomandazione C, paragrafi 2 e 3, non impone un termine di presentazione specifico. Le informazioni fornite dalle autorità macroprudenziali al CERS ai sensi della raccomandazione C, paragrafo 3, dovrebbero essere rese disponibili con ragionevole preavviso;

- c) raccomandazione D — la raccomandazione D non impone un unico termine di presentazione. Se interviene una modifica degli obiettivi intermedi e degli strumenti sottoposti al controllo diretto o ai poteri di raccomandazione delle autorità macroprudenziali, queste ultime presentano tempestivamente un rapporto al CERS, in linea con la raccomandazione D, paragrafo 5;
- d) raccomandazione E — la raccomandazione E non impone un termine di presentazione specifico. La Commissione presenta un rapporto al CERS su base biennale sul modo in cui gli obiettivi di politica macroprudenziale sono inclusi nella preparazione della legislazione di carattere finanziario. Il primo rapporto dovrebbe essere presentato entro il 31 dicembre 2014.
2. Il Consiglio generale può prorogare i termini di cui ai paragrafi precedenti ove risultino necessarie iniziative legislative per assicurare la conformità a una o più raccomandazioni.
- 4. Monitoraggio e valutazione**
1. Il Segretariato del CERS:
- a) assiste i destinatari anche facilitando la presentazione coordinata delle relazioni, fornendo modelli per la compilazione e precisando, ove necessario, le modalità e la tempistica con cui dare seguito alla raccomandazione;
- b) verifica il seguito dato alla raccomandazione da parte dei destinatari, anche assistendoli su richiesta, e riferisce in proposito al Consiglio generale per il tramite del Comitato direttivo.

2. Il Consiglio generale valuta le azioni e le motivazioni comunicate dai destinatari e, ove opportuno, decide se la presente raccomandazione non sia stata rispettata e se i destinatari non abbiano adeguatamente motivato la propria inerzia.

SEZIONE 3

DISPOSIZIONI FINALI

1. Indicazioni del CERS sull'applicazione degli strumenti macroprudenziali

Il CERS può fornire indicazioni alle autorità macroprudenziali su come attuare e applicare in maniera migliore gli strumenti macroprudenziali, attraverso raccomandazioni ai sensi dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1092/2010. Ciò può includere indicatori per guidare l'applicazione degli strumenti macroprudenziali.

2. Futura riforma dell'insieme degli strumenti macroprudenziali

Il CERS può considerare, in futuro, di ampliare l'insieme indicativo di strumenti macroprudenziali contenuti nella presente raccomandazione, attraverso una raccomandazione ai sensi dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1092/2010.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 4 aprile 2013

Il presidente del CERS
Mario DRAGHI

ALLEGATO ALLA RACCOMANDAZIONE SUGLI OBIETTIVI INTERMEDI E SUGLI STRUMENTI DI POLITICA MACROPRUDENZIALE

1. Introduzione

L'istituzione di autorità macroprudenziali ha già avuto luogo o è in corso nella maggior parte degli Stati membri dell'Unione. Il passo successivo verso la piena operatività della politica macroprudenziale consiste nel selezionare strumenti efficaci ed efficienti atti a scongiurare o attenuare i rischi sistemici nel complesso del settore finanziario. Questo allegato offre un quadro di riferimento a tale fine.

Nella Raccomandazione del CERS relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali⁽¹⁾ gli obiettivi politici intermedi sono definiti come «specificazioni operative dell'obiettivo finale». La loro individuazione accresce l'operatività, la trasparenza e la responsabilità della politica macroprudenziale, nonché conferisce alla selezione degli strumenti un fondamento economico. Il quadro di riferimento illustrato nel presente allegato poggia pertanto su una serie di obiettivi intermedi prestabiliti e di ampio respiro. Vi si descrive come gli strumenti indicativi possano concorrere al conseguimento degli obiettivi intermedi e quali indicatori segnalino l'esigenza della loro attivazione o disattivazione. Si riportano altresì informazioni sulla base giuridica dei singoli strumenti. Per alcuni di essi la normativa dell'Unione di prossima adozione dovrebbe offrire una base giuridica comune.

Nell'applicare il quadro di riferimento, le autorità macroprudenziali dovrebbero prendere le mosse dai rischi per la stabilità finanziaria presenti a livello nazionale. Questi possono differire da un paese all'altro, poiché all'interno dell'Unione le caratteristiche dei sistemi finanziari e i cicli finanziari sono differenti. Di conseguenza, considerando che la politica macroprudenziale si trova in uno stadio iniziale di sviluppo, è possibile che la scelta degli strumenti sia diversa tra i vari Stati membri. Allo stesso tempo è necessario anche un approccio coordinato, dal momento che i mercati finanziari nell'Unione presentano un grado elevato di integrazione. Il coordinamento può accrescere l'efficacia e l'efficienza della politica macroprudenziale limitando i margini per l'arbitraggio e le elusioni; è altresì essenziale per internalizzare le ricadute positive e negative sui sistemi finanziari e sulle economie di altri Stati membri e tutelare il funzionamento del mercato unico. Sebbene nel tempo sia presumibile un'ulteriore convergenza a livello di Unione dell'insieme degli strumenti macroprudenziali, la loro applicazione dovrà essere adattata a cicli finanziari differenziati e a rischi eterogenei.

L'allegato è così strutturato:

- la sezione 2 individua gli obiettivi intermedi e li mette in relazione ai fallimenti del mercato sottostanti considerati di maggior rilievo in una prospettiva di politica macroprudenziale,
- la sezione 3 suggerisce i criteri di selezione degli strumenti macroprudenziali e presenta una panoramica degli obiettivi intermedi e degli strumenti indicativi,
- l'appendice 1 riporta un'analisi dei singoli strumenti macroprudenziali, mentre l'appendice 2 tratta gli aspetti macroprudenziali nel settore assicurativo.

2. L'individuazione degli obiettivi intermedi

La Raccomandazione del CERS relativa al mandato macroprudenziale delle autorità nazionali invita gli Stati membri a «specificare che l'obiettivo ultimo della politica macroprudenziale è contribuire alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, anche attraverso il rafforzamento della capacità di resistenza del sistema finanziario e la riduzione dell'insorgenza di rischi sistemici, garantendo così un apporto sostenibile del settore finanziario alla crescita economica».

La letteratura in materia individua due dimensioni del rischio sistemico: la dimensione strutturale e la dimensione congiunturale. La **dimensione strutturale** riguarda la distribuzione del rischio nel sistema finanziario. La **dimensione congiunturale** si riferisce alla tendenza delle banche ad assumere rischi eccessivi nella fase di espansione del ciclo e a manifestare una smodata avversione ai rischi nella fase di contrazione. Pur essendo utile tenerne conto per individuare le determinanti del rischio sistemico e gli strumenti corrispondenti, le strette interconnessioni esistenti rendono difficile una netta distinzione fra le due dimensioni.

L'individuazione di obiettivi intermedi sulla base di specifici fallimenti del mercato documentati in letteratura può consentire una più chiara classificazione degli strumenti macroprudenziali, assicurare un fondamento economico alla calibrazione e all'impiego degli stessi, nonché promuovere la responsabilità delle autorità macroprudenziali di dar conto del proprio operato. Spesso, nella pratica, gli strumenti macroprudenziali sono già connessi agli obiettivi intermedi. La riserva anticiclica, ad esempio, mira ad attenuare il rischio sistemico derivante da un'eccessiva espansione del credito. Per formulare una visione d'insieme degli obiettivi intermedi, il presente allegato individua, sulla base della letteratura, i fallimenti del mercato rilevanti ai fini della politica macroprudenziale e li associa, quindi, ai singoli obiettivi (cfr. tavola 1)⁽²⁾.

⁽¹⁾ CERS/2011/03, http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_3.it.pdf

⁽²⁾ La letteratura è troppo vasta per essere riassunta in questa sede. Cfr., ad esempio, Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A. e Shin, H. (2009), «The Fundamental Principles of Financial Regulation», *Geneva Report on the World Economy* 11, ICBM, Ginevra, e CEPR, Londra; Gorton, G. e He, P. (2008), «Bank Credit Cycles», *Review of Economic Studies* 75(4), pagg. 1181-1214, Blackwell Publishing; Bank of England (2009), «The Role of Macro-prudential Policy», *A Discussion Paper*; Bank of England, (2011), «Instruments of macroprudential policy», *A Discussion Paper*; Hellwig, M. (1995), «Systemic aspects of risk management in banking and finance», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 131, pagg. 723-737; Acharya, V.V. (2009), «A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation», *Journal of Financial Stability*, 5(3), pagg. 224-255; Hanson, S., Kashyap, A. e Stein, J. (2011), «A Macro-prudential Approach to Financial Regulation», *Journal of Economic Perspectives* 25, pagg. 3-28; Longworth, D. (2011), «A Survey of Macro-prudential Policy Issues», mimeo, Carleton University.

Il primo obiettivo intermedio è contenere ed evitare **livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria**. Nella crescita eccessiva del credito si è rinvenuta una determinante essenziale delle crisi finanziarie, dove il grado di leva agisce da amplificatore. L'importanza delle leva finanziaria è illustrata dalla differenza d'impatto tra lo scoppio della bolla tecnologica, a carattere prevalentemente azionario, e lo scoppio della bolla dei mutui *subprime* alimentata dal credito. A questo riguardo, si può operare una distinzione tra la leva finanziaria *all'interno* del sistema finanziario e quella *tra* istituti finanziari e prenditori dell'economia reale (ossia al netto dei crediti all'interno del sistema finanziario). La politica macroprudenziale potrebbe fronteggiare un'eccessiva assunzione di rischi nella fase espansiva inasprendo le regole di adeguatezza patrimoniale e gli obblighi in materia di garanzie. Le riserve create in tale fase potrebbero essere sfruttate durante la fase di rallentamento per assorbire le perdite, moderando l'esigenza di ridimensionare il grado di leva ed evitando corse agli sportelli. Nel contempo, verrebbe favorita l'erogazione di credito a sostegno della crescita economica.

Tavola 1

Obiettivi intermedi di politica macroprudenziale e fallimenti del mercato sottostanti

Obiettivo intermedio	Fallimenti del mercato sottostanti
Attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria	<p>Esternalità di una stretta creditizia: improvviso inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti che comporta una riduzione della disponibilità di credito al settore non finanziario.</p> <p>Assunzione di rischi endogena: incentivi che durante un boom provocano l'assunzione di rischi eccessivi e, nel caso delle banche, un deterioramento dei criteri di erogazione del credito. Il fenomeno è riconducibile alla volontà di dimostrare competenza, alle spinte di mercato a innalzare i rendimenti oppure all'interazione strategica tra istituti.</p> <p>Illusione sui rischi: tendenza collettiva a sottostimare i rischi che va ascritta alla caducità della memoria e alla rarità delle crisi finanziarie.</p> <p>Corse agli sportelli: fuga degli investitori all'ingrosso o al dettaglio in caso di insolvenza effettiva o percepita.</p> <p>Esternalità da interconnessione: contagio dovuto all'incertezza circa gli eventi presso un istituto o all'interno di un mercato.</p>
Attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità di mercato	<p>Esternalità da vendite forzate: conseguenze della vendita forzata di attività dovuta a disallineamenti eccessivi tra attivo e passivo. Si può così innescare una spirale negativa di liquidità in cui il ribasso dei prezzi delle attività induce ulteriori vendite, riduzioni della leva finanziaria ed effetti di contagio a istituti finanziari aventi categorie analoghe di attività.</p> <p>Corse agli sportelli</p> <p>Carenza di liquidità di mercato: prosciugamento dei mercati interbancari o dei capitali derivante da un generale peggioramento del clima di fiducia o da attese estremamente pessimistiche.</p>
Limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette	<p>Esternalità da interconnessione</p> <p>Esternalità da vendite forzate: (in questo caso) conseguenze della vendita forzata di attività a prezzi fortemente ribassati, riconducibile alla distribuzione delle esposizioni all'interno del sistema finanziario.</p>
Contenere l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale	<p>Azzardo morale e istituti «troppo grandi per fallire»: assunzione di rischi eccessivi sulla base di aspettative di salvataggio finanziario dovute alla rilevanza sistemica percepita di un determinato istituto.</p>
Rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie	<p>Esternalità da interconnessione</p> <p>Esternalità da vendite forzate</p> <p>Illusione sui rischi</p> <p>Contratti lacunosi: remunerazioni strutturate in modo da incentivare un comportamento rischioso.</p>

Il secondo obiettivo intermedio riguarda l'eccessivo **disallineamento delle scadenze**, ossia la misura in cui attività a lungo termine sono finanziate con passività a breve. L'esperienza insegna che i cicli del credito coincidono con il maggiore ricorso alla provvista a breve termine. Aumentano così i rischi per la stabilità finanziaria a causa di minore liquidità, vendite forzate e contagio. Questo obiettivo intermedio si incentra sulla **liquidità di mercato** delle attività e sul ricorso alla provvista a breve termine, nonché sulle asimmetrie informative che possono creare un nesso tra difficoltà di raccolta e prezzi delle attività. Per fronteggiare il disallineamento delle scadenze, la politica macroprudenziale può stabilire che le banche debbano finanziare le attività non liquide con canali di raccolta stabili e detenere attività liquide di elevata qualità per assicurare il rifinanziamento della provvista a breve termine. Queste misure sono finalizzate a mettere al riparo le banche da una carenza di liquidità di mercato e dalle connesse spinte a vendite forzate, nonché dalla fuga dei depositanti e di altri istituti finanziari.

Il terzo obiettivo intermedio è limitare la **concentrazione delle esposizioni dirette e indirette**, tenendo conto del loro grado di rischiosità. I rischi di una concentrazione di esposizioni dirette derivano da consistenti esposizioni nei confronti del settore non finanziario (come il mercato delle abitazioni, il settore pubblico) nonché tra settori finanziari e/o soggetti finanziari. In aggiunta, all'interno del sistema si hanno esposizioni indirette dovute all'interconnessione tra istituti finanziari e agli effetti di contagio delle esposizioni comuni. Le grandi esposizioni possono essere contenute fissando limiti massimi per settori finanziari specifici e (gruppi di) controparti oppure introducendo un meccanismo di sbarramento, quale una controparte centrale (*central counterparty*, CCP), che aiuti ad arginare il possibile effetto domino (ad esempio contagio e vendite forzate) derivante da insolvenze inattese o da esposizioni comuni a vari istituti finanziari.

Il quarto obiettivo intermedio intende limitare l'**impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale**. Ciò implica il rafforzamento della capacità di tenuta delle istituzioni finanziarie di importanza sistemica, controbilanciando al contempo le ripercussioni negative di un'implicita garanzia statale. Per fronteggiare l'azzardo morale sono altresì essenziali dispositivi credibili di liquidazione e risoluzione ordinate. Infine, potrebbero trovare applicazione altre misure, come l'obbligo per gli operatori di mercato di mantenere un coinvolgimento nelle operazioni promosse oppure altre disposizioni in materia di retribuzione dei dirigenti.

Il quinto obiettivo intermedio è rafforzare la **capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie**. Vi sono due modi principali di conseguirlo: fronteggiando le esternalità insite nell'infrastruttura del sistema finanziario ⁽¹⁾ o correggendo gli effetti di azzardo morale che potrebbero discendere dall'assetto istituzionale, ivi compresi ordinamenti giuridici, agenzie di rating, sistemi di garanzia dei depositi e prassi di mercato.

3. La scelta degli strumenti macroprudenziali

Una volta stabiliti gli obiettivi intermedi di politica macroprudenziale, il passo successivo è selezionare gli strumenti atti a perseguirli. Questi andrebbero scelti sulla base della loro **efficacia ed efficienza** per raggiungere gli obiettivi intermedi e ultimi.

L'**efficacia** misura la capacità di fronteggiare i fallimenti del mercato e raggiungere gli obiettivi intermedi e ultimi. È necessario almeno uno strumento efficace per ciascun obiettivo intermedio (secondo la «regola di Tinbergen»). Nei fatti, è ammissibile l'uso di più strumenti, complementari fra loro, soprattutto se ciò riduce l'impatto dell'arbitraggio normativo e dell'incertezza sul meccanismo di trasmissione.

A questo riguardo è importante valutare il ricorso al **coordinamento** per impedire l'arbitraggio delle politiche: mentre alcuni strumenti sono efficaci se attuati a livello nazionale (come i limiti al rapporto prestito/valore e al rapporto prestiti/redditi), altri necessiterebbero di un'applicazione quanto meno a livello di Unione (ad esempio i margini e gli scarti di garanzia obbligatori, nonché l'obbligo di compensazione tramite CCP). Pur avendo effetti positivi anche con un'applicazione nazionale, la maggior parte degli strumenti trarrebbe vantaggio da un coordinamento nell'intera Unione. Il coordinamento è utile perché, oltre ad aumentare l'efficacia degli strumenti, internalizza le ricadute positive e negative sui sistemi finanziari di altri Stati membri e salvaguarda il corretto funzionamento del mercato unico.

L'**efficienza** si riferisce al conseguimento degli obiettivi al minor costo. Una questione fondamentale è la correlazione inversa tra capacità di tenuta e crescita, poiché l'incremento della prima non è esente da costi. Sono pertanto preferibili strumenti che, oltre a contenere il rischio sistemico, favoriscano la crescita a lungo termine ed esercitino un impatto minore su altri dispositivi di politica economica.

Nella tavola 2 figura un elenco di strumenti macroprudenziali indicativi, ripartiti per obiettivo intermedio ⁽²⁾. Oltre agli strumenti ivi riportati, è possibile che gli Stati membri optino per alcuni più adatti a fronteggiare i rischi per la stabilità finanziaria sul piano nazionale. Il presente quadro di riferimento, inoltre, dovrebbe essere riesaminato periodicamente per riflettere le conoscenze più avanzate in materia di politica macroprudenziale nonché la comparsa di nuove fonti di rischio sistemico.

⁽¹⁾ La funzione di sorveglianza delle banche centrali è considerata in genere parte integrante del compito di assicurare la stabilità finanziaria. Per conseguire l'obiettivo intermedio in questione, l'autorità macroprudenziale dovrebbe operare in stretta collaborazione con l'autorità incaricata della sorveglianza sulle infrastrutture di mercato, indipendentemente dall'assetto istituzionale.

⁽²⁾ Questi sono scelti da un lungo elenco di tutti i potenziali strumenti, sulla base di una «analisi del divario» con approccio dall'alto verso il basso e di indagini tra i membri dell'Instruments Working Group del CERS secondo i criteri di selezione menzionati.

Tavola 2

Obiettivi intermedi e strumenti macroprudenziali indicativi**1. Attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria**

- Riserva di capitale anticiclica
- Requisiti patrimoniali specifici per settore (anche per le esposizioni all'interno del sistema finanziario)
- Coefficiente di leva finanziaria a fini macroprudenziali
- Limiti obbligatori al rapporto prestito/valore (*loan to value*, LTV)
- Limiti obbligatori al rapporto prestiti/redditi o (servizio del) debito/reddito (*loan to income*, LTI)

2. Attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità di mercato

- Adeguamento macroprudenziale dell'indice di liquidità (ad esempio, coefficiente di copertura della liquidità)
- Restrizioni macroprudenziali alle fonti di finanziamento (ad esempio, coefficiente netto di finanziamento stabile)
- Limite macroprudenziale non ponderato ai finanziamenti meno stabili (ad esempio, rapporto prestiti/depositi)
- Margini e scarti di garanzia obbligatori

3. Limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette

- Restrizioni alle grandi esposizioni
- Obbligo di compensazione tramite CCP

4. Contenere l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale

- Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica

5. Rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie

- Margini e scarti di garanzia obbligatori per la compensazione tramite CCP
- Maggiori obblighi di segnalazione
- Riserva per il rischio sistemico strutturale

L'uso limitato degli strumenti macroprudenziali non consente un'analisi quantitativa solida della loro **efficacia ed efficienza**. Le evidenze raccolte dall'esperienza a livello nazionale sono, nel complesso, esigue. Ciò nonostante, l'analisi della trasmissione e dell'applicazione pratica degli strumenti illustrata nell'appendice 1 indica che per alcuni strumenti (come gli strumenti patrimoniali, i limiti alle grandi esposizioni, i limiti ai rapporti LTV ed LTI) le conoscenze sono più approfondite rispetto ad altri (quali i margini e gli scarti di garanzia obbligatori, l'obbligo di compensazione tramite CCP). I diversi canali di trasmissione e il differente campo di applicazione degli strumenti danno luogo a possibili **complementarità**. Ad esempio, gli strumenti patrimoniali (che incidono sui prezzi delle attività) e i limiti a LTV/LTI (che riducono il volume dei servizi finanziari) potrebbero essere usati congiuntamente per contenere l'eccessiva espansione del credito. Anche le restrizioni alle grandi esposizioni e gli obblighi di compensazione tramite CCP potrebbero trovare applicazione contestuale, poiché si prefiggono di contenere il rischio di controparte per tipologie diverse di operazioni. Oltre agli strumenti riportati nella tavola 2, le autorità macroprudenziali andrebbero coinvolte nell'elaborazione e nell'attuazione dei piani di risanamento e di risoluzione delle crisi nonché dei sistemi di assicurazione dei depositi, date le relative implicazioni per il corretto funzionamento del sistema finanziario. Pur essendo stati concepiti per il settore bancario, alcuni strumenti specifici della tavola 2 potrebbero essere applicati ad altri comparti: l'appendice 2 analizza il potenziale ruolo della politica macroprudenziale nel settore assicurativo.

Infine, per quanto concerne la base giuridica, il regolamento e la quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (il «CRR» e la «CRD IV») per le banche e le grandi società di investimento, di prossima pubblicazione, consentirebbero la flessibilità necessaria a inasprire la calibrazione di alcuni degli strumenti presentati nella tavola 2 in determinate circostanze, in

linea con la lettera del CERS sui principi per le politiche macroprudenziali nella legislazione dell'Unione sul settore bancario⁽¹⁾. Sul piano nazionale possono essere adottati strumenti non previsti dalla legislazione dell'Unione⁽²⁾ qualora dispongano di un'adeguata base giuridica⁽³⁾. Tuttavia, l'assenza di regole dettagliate a livello di Unione non significa che gli Stati membri abbiano pieno potere di regolamentazione entro i confini nazionali, poiché alcuni principi di diritto dell'Unione (quale il divieto di introdurre restrizioni alla libera circolazione dei capitali) potrebbero porre limiti alla discrezionalità nazionale.

Appendice 1

Strumenti macroprudenziali analizzati dal CERS

La presente appendice riporta una sintesi dell'analisi condotta dal CERS sugli strumenti macroprudenziali, raggruppati per obiettivi intermedi. Per ciascuno strumento sono ricapitolate la definizione, le modalità di funzionamento (ossia gli elementi noti del meccanismo di trasmissione), le tipologie di indicatori in grado di orientare, unitamente al giudizio degli esperti, la decisione sulla relativa attivazione o disattivazione, nonché l'eventuale complementarità con altri strumenti. Sebbene in certi casi l'analisi concettuale sia già in uno stadio avanzato, l'esperienza sul campo è scarsa nell'Unione per gran parte di questi strumenti (benché alcuni, come i limiti all'LTV/LTI, siano già stati applicati in passato). Al riguardo sarà fondamentale un ulteriore esame del potenziale impatto, degli indicatori e dell'ambito di complementarità.

1. Attenuare ed evitare livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria

Riserva di capitale anticiclica

Si tratta di un elemento patrimoniale che va a sommarsi alla riserva di conservazione del capitale. Tale componente aggiuntiva può essere innalzata o ridotta, secondo un criterio anticiclico, al variare del rischio sistemico nel tempo, per effetto soprattutto del ciclo creditizio. Lo scopo è tutelare il sistema bancario da potenziali perdite quando a un'eccessiva espansione del credito si associa un incremento del rischio sistemico. Tale strumento ha un effetto diretto sulla capacità di tenuta: le riserve di capitale saranno costituite nei periodi in cui aumentano i rischi a livello sistemico, mentre possono essere utilizzate quando questi si riducono.

Quale possibile effetto indiretto, la riserva di capitale anticiclica può concorrere a contrastare la fase espansiva del ciclo creditizio diminuendo l'offerta di credito o accrescendone il costo. L'offerta di credito può calare se le banche innalzano i coefficienti patrimoniali tramite una riduzione delle attività ponderate per il rischio. Il costo del credito salirebbe invece a causa dell'incremento del costo complessivo del capitale, che viene trasferito dalle banche ai clienti mediante tassi più elevati sui prestiti. Entrambi i canali di trasmissione possono favorire una contrazione dei volumi di credito, la quale a sua volta concorre a evitare l'accumulo di rischi sistemici. Analogamente, l'impiego della riserva può ridurre il rischio di restrizioni nell'offerta di credito causate da requisiti patrimoniali obbligatori quando il ciclo del credito passa alla fase successiva. L'effetto indiretto è più incerto rispetto a quello diretto e occorrono ulteriori ricerche in questo ambito. Il possibile impatto frenante sulla crescita del credito durante la fase espansiva dovrebbe essere considerato un potenziale effetto secondario positivo, piuttosto che un obiettivo della riserva di capitale anticiclica.

Per l'imposizione di tale riserva il giudizio dei responsabili troverebbe una guida nella deviazione del rapporto credito/PIL dall'andamento di lungo periodo nonché in altri indicatori pertinenti. Il dibattito empirico si è finora incentrato prevalentemente sulle caratteristiche dello scostamento del rapporto credito/PIL. Esso consiste nella deviazione di questo rapporto dall'andamento di lungo periodo: un suo valore positivo indicherebbe un'eccessiva espansione del credito. Studi condotti dalla Banca dei regolamenti internazionali su più paesi mettono in evidenza l'attendibilità storica di detto scostamento nel segnalare le crisi finanziarie. Peraltro, l'esperienza a livello nazionale mostra che non ha sempre fornito un segnale corretto per l'attivazione della riserva né è stato sempre attendibile nell'indicare la fase di svicolo. È stato costituito un gruppo di esperti del CERS incaricato di fornire ulteriori indicazioni sull'istituzione della riserva, soprattutto mediante ulteriori analisi transnazionali di altri possibili indicatori per gli Stati membri dell'Unione.

La riserva di capitale anticiclica rientra nella proposta di quarta direttiva sui requisiti patrimoniali e quindi andrà recepita negli ordinamenti giuridici nazionali. Il regime previsto a tale riguardo concede una certa flessibilità alle autorità macroprudenziali nel fissare la riserva, fatti salvi i principi e gli orientamenti sugli indicatori⁽⁴⁾, e stabilisce un livello di reciprocità in tale processo.

(1) CERS, *Principles for macro-prudential policies in EU legislation on the banking sector*, 2 aprile 2012, <http://www.esrb.europa.eu/news/pr/2012/html/pr120402.en.html>

(2) La legislazione dell'UE prevede alcuni strumenti che non sono riportati nella tavola 2 (ad esempio il divieto di effettuare vendite allo scoperto).

(3) Da una rassegna del CERS sugli strumenti non contemplati dal diritto dell'UE si evince che: sono previsti **limiti all'LTV** nel sistema prudenziale nazionale di sedici Stati membri, ma solamente sette possono farne uso a fini macroprudenziali; sono fissati **limiti all'LTI** nel sistema prudenziale nazionale di dodici Stati membri, ma soltanto due possono applicarli con finalità macroprudenziali; un **indice di liquidità non ponderato** è stabilito dal sistema prudenziale nazionale di tre Stati membri che lo possono impiegare anche per scopi macroprudenziali; sono inclusi **regimi/programmi di risanamento e risoluzione delle crisi** nel sistema prudenziale nazionale di undici Stati membri, otto dei quali possono avvalersene a fini macroprudenziali. In sei Stati membri sono state adottate misure finalizzate all'attuazione di un simile regime. In quattro di questi i programmi di risanamento o di risoluzione delle crisi sarebbero applicabili per scopi macroprudenziali.

(4) Il principio di «discrezionalità limitata» prevede la formulazione di orientamenti da parte del CERS, la fissazione di un parametro di riferimento a fronte di una variabile macroeconomica, obblighi di comunicazione e trasparenza.

Requisiti patrimoniali specifici per settore (anche per le esposizioni all'interno del sistema finanziario)

I requisiti patrimoniali aggregati, come la riserva di capitale anticiclica, potrebbero risultare uno strumento relativamente poco incisivo nel fronteggiare l'esuberanza di particolari comparti. In tali circostanze, i requisiti patrimoniali specifici per settore ⁽¹⁾ possono costituire uno strumento più mirato se il rischio sistemico non è colto in maniera adeguata dai requisiti microprudenziali. La loro applicazione può avvenire: a) modulando i requisiti patrimoniali microprudenziali associati a un particolare settore o categoria di attività sulla base di un moltiplicatore; oppure b) imponendo requisiti di capitale aggiuntivi sulle esposizioni ponderate per il rischio di una banca nei confronti di un determinato settore o categoria di attività. Inoltre, possono essere fissati livelli minimi di ponderazione per il rischio.

Il meccanismo di trasmissione è analogo a quello della riserva di capitale anticiclica, con due differenze. Innanzitutto, un inasprimento dei requisiti patrimoniali per un determinato settore modifica i prezzi relativi, riducendo così i prestiti (o la loro crescita) al settore interessato poiché i costi marginali di finanziamento relativi per questo comparto tenderebbero ad aumentare. In secondo luogo, è più probabile che le banche decidano di ridurre le esposizioni anziché raccogliere capitale azionario, se un settore è stato segnalato come particolarmente rischioso.

Questo strumento dovrebbe entrare in gioco quando si ritiene che in un particolare settore o categoria di attività sia in corso un accumulo di rischio sistemico. Un potenziale indicatore di tale fenomeno potrebbe essere costituito dai dati sul credito per settore, eventualmente calcolati come scostamenti del rapporto credito/PIL per settore. È possibile che anche dati complementari, come i volumi dei mutui ipotecari o i prezzi delle proprietà per il settore immobiliare, risultino significativi nel segnalare un accumulo di rischio.

La proposta di regolamento sui requisiti patrimoniali prevede la possibilità, mediante una procedura a livello di Unione, di adattare i requisiti patrimoniali in base alle proprietà immobiliari residenziali e commerciali nonché alle esposizioni all'interno del sistema finanziario per ragioni macroprudenziali o di rischio sistemico.

Coefficiente di leva finanziaria a fini macroprudenziali

Il coefficiente di leva finanziaria corrisponde al rapporto tra il capitale di rischio di una banca e le attività totali (non corrette per il rischio). Per essere utile a fini macroprudenziali, un requisito incentrato su tale coefficiente dovrebbe essere applicato a tutte le banche come elemento aggiuntivo e, preferibilmente, anche in maniera variabile nel tempo. In particolare, qualora i requisiti patrimoniali macroprudenziali ponderati per il rischio siano variabili nel tempo, anche il requisito relativo al coefficiente di leva potrebbe essere modificato analogamente, per preservare la sua funzione di baluardo. Quale strumento macroprudenziale, il requisito relativo al coefficiente di leva finanziaria presenta il vantaggio di essere relativamente semplice e trasparente.

Il meccanismo di trasmissione per il requisito in esame è analogo a quello dei requisiti patrimoniali ponderati per il rischio. Nel caso in cui il coefficiente di leva sia più restrittivo dei requisiti ponderati per il rischio, le banche potrebbero raccogliere capitale di rischio, trattenere utili o ridurre l'attivo per soddisfare i requisiti più elevati ⁽²⁾. È probabile che il costo del credito aumenti e che i volumi erogati diminuiscano ⁽³⁾.

Il coefficiente di leva finanziaria è considerato talvolta un indicatore del rischio sistemico. Di fatto, secondo uno studio del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), questo coefficiente ha consentito di individuare le banche che necessitavano di sostegno pubblico durante la crisi finanziaria recente ⁽⁴⁾. Inoltre, per orientare le decisioni sul coefficiente di leva si potrebbero utilizzare altri indicatori, potenzialmente rilevanti anche per la riserva di capitale anticiclica.

Una volta che il requisito relativo al coefficiente di leva finanziaria viene adottato come strumento vincolante dettagliato dopo il periodo di osservazione previsto dal futuro regolamento sui requisiti patrimoniali, si potrebbe consentire un suo inasprimento a fini macroprudenziali, tramite una procedura a livello di Unione. Prima dell'armonizzazione tra Stati membri la misura è attuabile entro i confini nazionali.

Limiti obbligatori al rapporto prestito/valore (LTV) e al rapporto prestiti/redditi o (servizio del) debito/reddito (LTI)

Il requisito relativo all'LTV consiste in un limite al valore di un prestito in rapporto alle garanzie sottostanti (ad esempio, immobili residenziali); il requisito relativo all'LTI consta di un limite ai costi di servizio del debito in rapporto al reddito disponibile. La prospettiva cambia rispetto agli strumenti analizzati finora poiché si prende come riferimento il contratto tra cliente e istituto finanziario, anziché l'istituto stesso.

⁽¹⁾ I requisiti patrimoniali specifici per settore comprendono sia la ponderazione dei rischi sia la calibrazione dei modelli basati sui rating interni per determinati settori o categorie di attività.

⁽²⁾ Cfr. la trattazione sul meccanismo di trasmissione per gli strumenti patrimoniali ponderati per il rischio.

⁽³⁾ In caso di un allentamento dei requisiti dovrebbe avvenire il contrario. Le pressioni di mercato, tuttavia, potrebbero far sì che le banche non siano in grado di ridimensionare i coefficienti di leva finanziaria (o di patrimonio ponderato per il rischio) per l'intero ammontare, riducendo potenzialmente l'efficacia degli strumenti nella fase di rallentamento del ciclo creditizio.

⁽⁴⁾ Cfr. CBVB (2010), *Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach*. Inoltre, secondo vari altri studi il grado di leva finanziaria è un valido indicatore di rischio sistemico; cfr. ad esempio Barrell, Davis e Liadze (2010), *Calibrating Macro-prudential Policy*; Kato, Kobayashi e Sita (2010), *Calibrating the level of capital: the way we see it*; Adrian e Shin (2010), *Liquidity and Leverage*; Papanikolaou e Wolff (2010), *Leverage and risk in US commercial banking in the light of the current financial crisis*.

La finalità macroprudenziale dei limiti LTV ed LTI è di moderare il ciclo creditizio e accrescere la capacità di tenuta degli istituti finanziari. L'effetto sull'ampiezza del ciclo deriva dall'impatto frenante esercitato da coefficienti di LTV più stringenti sul meccanismo di «acceleratore finanziario»: quando uno shock positivo sui redditi determina un rincaro delle abitazioni, l'aumento dell'indebitamento dovrebbe essere minore nei paesi con rapporti LTV inferiori (¹). Inoltre, limiti LTV più bassi possono accrescere la capacità di tenuta del sistema bancario attraverso perdite più contenute in caso di insolvenza, mentre limiti LTI inferiori possono ridurre la probabilità di insolvenza. In genere, i limiti LTV ed LTI sono considerati strumenti complementari. Dal momento che i redditi mostrano una maggiore stabilità rispetto ai prezzi delle abitazioni, i limiti LTI possono risultare più restrittivi in periodi di incrementi dei prezzi delle abitazioni. Nella pratica sono solitamente utilizzati come limiti statici, ma è plausibile anche che varino nel tempo. Le aspettative, tuttavia, possono svolgere un ruolo destabilizzante: prevedendo un inasprimento dei massimi consentiti, le famiglie potrebbero affrettarsi a contrarre prestiti con rapporti LTV/LTI elevati.

Seppure applicati in vari paesi dell'UE, i limiti LTV ed LTI non sono armonizzati nell'Unione. Data la mancanza di definizioni o indirizzi armonizzati per questi strumenti a livello di Unione, un esame più approfondito da parte del CERS potrebbe servire a fornire orientamenti alle autorità macroprudenziali.

Complementarità

La riserva di capitale anticiclica, i requisiti patrimoniali specifici per settore e il requisito relativo al coefficiente di leva finanziaria si integrano a vicenda per ambito di applicazione (da ampio a ristretto), sensibilità al rischio e attuazione (poiché alcuni sono mirati ad aspetti congiunturali del rischio sistemico, mentre altri ad aspetti strutturali). Talvolta i limiti LTV/LTI sono considerati sostituti dei requisiti patrimoniali specifici per settore imperniati sul mercato delle abitazioni. Possono tuttavia anche essere ritenuti complementari agli strumenti patrimoniali per svariate ragioni. Innanzitutto, mentre questi ultimi influenzano principalmente l'offerta di credito, i limiti LTV/LTI incidono soprattutto sulla domanda, ossia sulla clientela bancaria richiedente prestiti. In secondo luogo, se il rischio non è colto in maniera adeguata ad esempio da requisiti patrimoniali specifici per il settore degli immobili residenziali, i limiti LTV/LTI possono fungere da baluardi indispensabili. Infine, l'efficacia degli strumenti patrimoniali potrebbe risentire dell'esigenza di coordinamento tra Stati membri; non è questo il caso dei limiti LTV/LTI, poiché vertono sul contratto tra il cliente e l'istituto finanziario, anziché sull'istituto stesso. Sono meno soggetti pertanto all'arbitraggio normativo che provoca lo spostamento delle operazioni all'estero o verso il sistema bancario ombra (²).

2. Attenuare ed evitare un eccessivo disallineamento delle scadenze e una carenza di liquidità di mercato

Adeguamento macroprudenziale dell'indice di liquidità (ad esempio, coefficiente di copertura della liquidità) e restrizioni macroprudenziali alle fonti di finanziamento (ad esempio, coefficiente netto di finanziamento stabile)

Il coefficiente di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*, LCR), ossia il rapporto tra attività liquide di elevata qualità e il totale dei deflussi di cassa netti nei 30 giorni successivi, misura la capacità delle banche di fronteggiare un breve periodo di tensioni di liquidità e assicura che le attività liquide delle banche possano controbilanciare un potenziale deflusso di liquidità di breve durata dovuto a tensioni; la sua definizione è stata formulata dal Comitato di Basilea. Il coefficiente netto di finanziamento stabile (*net stable funding ratio*, NSFR), ossia il rapporto tra ammontare disponibile e ammontare obbligatorio di provvista stabile, intende porre un limite minimo al volume della provvista a lungo termine che le banche detengono a fronte di attività meno liquide, anche se il Comitato di Basilea deve ancora concordare una definizione precisa. L'intervento di politica macroprudenziale potrebbe consistere in un elemento aggiuntivo o in un'altra forma di adeguamento macroprudenziale dei livelli obbligatori per entrambi gli strumenti; si potrebbe inoltre prevedere un'azione mirata solo su particolari gruppi di banche (ad esempio quelle di importanza sistemica) anziché sull'intero settore bancario.

Il principale obiettivo intermedio di questi strumenti è attenuare l'eccessivo disallineamento delle scadenze e il rischio di finanziamento (³). Sono suscettibili inoltre di accrescere la capacità di tenuta del sistema a fronte di livelli eccessivi di credito e di leva finanziaria (⁴). Le banche possono soddisfare questi requisiti di liquidità aumentando le scadenze della provvista oppure investendo in attività liquide (o in entrambi i modi). Per evitare effetti prociclici, si dovrebbe consentire l'impiego delle riserve nei periodi di tensioni di liquidità.

(¹) Almeida, H., Campello, M. e Liu, C. (2006), «The financial accelerator: evidence from international housing markets», *Review of Finance* 10, pagg. 1-32.

(²) I limiti LTV sono tuttavia soggetti a forme specifiche di elusione, mediante prestiti chirografari. Dal momento che le banche stabiliscono a propria discrezione il valore delle garanzie (ad esempio, quando parte del prestito è utilizzata per accrescere la qualità dell'abitazione), potrebbero essere incentivate a fornire valutazioni più ottimistiche per attenuare l'impatto di una limitazione dell'LTV.

(³) Le evidenze sull'efficacia degli strumenti macroprudenziali basati sulla liquidità sono scarse. Alcune ricerche mostrano che l'applicazione anticiclica dell'LCR o dell'NSFR produce effetti positivi in caso di tensioni di liquidità. Cfr., ad esempio, Giordana e Schumacher, «The impact of the Basel III liquidity regulations on the bank lending channel: A Luxembourg case study», *Working Paper*, n. 61, giugno 2011; Bloor, Craigie e Munro, «The macroeconomic effects of a stable funding requirement», *Discussion Paper Series*, DP 2012/05, Reserve Bank of New Zealand, agosto 2012; oppure Van den End e Kruidhof, «Modelling the liquidity ratio as a macro-prudential instrument», *Working Paper*, n. 342, DNB, aprile 2012.

(⁴) Cfr. CGFS Working group on the Selection and Application of Macro-prudential instruments (SAM), «Transmission Mechanisms of Macro-prudential Instruments», *Interim Report by Workstream 4*, marzo 2012.

Gli indicatori per l'inasprimento dei requisiti potrebbero comprendere dati sui bilanci bancari, indicatori economici e dati di mercato (su azioni, CDS). Per stabilire il momento appropriato in cui allentare i limiti potrebbero essere utili indicatori quali forti variazioni dei volumi di scambio e dei tassi nei mercati interbancari, il ricorso alle operazioni della BCE attivabili su iniziativa delle controparti, l'impiego e la disponibilità di garanzie e i segnali di corse agli sportelli (sotto forma, ad esempio, di importi ritirati o corrisposti con urgenza) ⁽¹⁾. Alcuni indicatori potrebbero coincidere con quelli connessi agli strumenti patrimoniali variabili nel tempo.

L'LCR e l'NSFR dovrebbero essere introdotti dal regolamento sui requisiti patrimoniali come requisiti vincolanti dettagliati solo a conclusione dei rispettivi periodi di osservazione. Prima dell'armonizzazione degli strumenti a livello di Unione, gli Stati membri dovrebbero disporre della facoltà di applicare requisiti di liquidità oppure oneri prudenziali a livello nazionale in considerazione di vari fattori, tra cui il rischio sistemico di liquidità. Inoltre, la proposta di legislazione dell'Unione prevede la possibilità di adeguare gli strumenti di liquidità a fini macroprudenziali tramite una procedura a livello di Unione.

Limite macroprudenziale non ponderato ai finanziamenti meno stabili (ad esempio, rapporto prestiti/depositi)

In alcuni paesi si è applicato un limite di liquidità non ponderato ai finanziamenti meno stabili, come il rapporto prestiti/depositi (*loan to deposit*, LTD) allo scopo di arginare l'eccessiva dipendenza da fonti di finanziamento meno stabili. I depositi della clientela sono considerati in genere una fonte stabile di provvista, nel senso che il rapporto LTD (o versioni estese dello stesso) può essere impiegato per contenere un'eccessiva dipendenza strutturale dalla raccolta sul mercato meno stabile. Questo strumento, tuttavia, non tiene conto della struttura per scadenze del finanziamento sul mercato e il suo impatto è diverso a seconda del modello operativo adottato dalle banche. I coefficienti di finanziamento stabile o quelli di provvista all'ingrosso sono misure connesse.

Il requisito dell'LTD può essere soddisfatto riducendo l'erogazione di prestiti oppure aumentando i depositi. L'esperienza dell'ultima crisi ha mostrato che durante un rallentamento in alcuni casi i depositi crescono in relazione ai prestiti, poiché i primi rimangono stabili o addirittura aumentano (a causa delle riallocazioni da altre tipologie di risparmio) mentre la domanda dei secondi diminuisce a causa della flessione dell'attività economica. Pertanto, il rapporto LTD potrebbe seguire l'evoluzione del ciclo, in modo che il requisito connesso a questo parametro sia restrittivo durante i boom e non restrittivo nelle fasi di rallentamento. In assenza di un'adeguata definizione di prestiti e depositi potrebbero sussistere incentivi all'arbitraggio normativo; le banche potrebbero creare nuove strutture di finanziamento mediante titoli di debito che ne evitino l'inclusione nel numeratore.

Laddove necessario, il rapporto LTD può essere impiegato per fronteggiare livelli eccessivi di leva finanziaria o di credito (segnalati dal rapporto credito/PIL o dalla sua evoluzione) e rafforzare la posizione di liquidità strutturale degli istituti bancari.

Margini e scarti di garanzia obbligatori

Gli scarti di garanzia e i margini iniziali determinano il livello delle garanzie nelle operazioni di finanziamento garantito e nelle operazioni in derivati. In termini generali, nella prima tipologia di operazioni il livello delle garanzie è determinato dallo scarto di garanzia applicato ai titoli stanziati. Nelle operazioni in derivati il livello delle garanzie dipende principalmente dal margine iniziale richiesto (che tutela l'operatore di mercato dalle potenziali variazioni di valore della loro posizione, in caso di inadempienza della controparte), nonché dallo scarto di garanzia applicato ai titoli stanziati per soddisfare tale requisito. Scarti di garanzia e margini imposti dalle autorità di vigilanza possono moderare i boom di finanziamento e frenare la contrazione della provvista garantita nelle fasi di rallentamento, cioè ridurre il carattere prociclico della liquidità di mercato, contenendo potenzialmente l'accumulo di liquidità e le vendite forzate. Possono anche concorrere a ridurre livelli eccessivi di espansione del credito e di leva finanziaria.

L'adozione di un approccio sull'intero ciclo (utilizzando lunghe serie storiche di dati che comprendano condizioni di mercato sia tese sia stabili) fa sì che i margini e gli scarti di garanzia dipendano in misura minore dalle condizioni di mercato correnti. Con l'integrazione di un elemento anticiclico discrezionale che regoli il finanziamento garantito laddove necessario, si assicura inoltre una valutazione più realistica dei rischi e una riduzione dell'esuberanza. Tuttavia, un inasprimento dei requisiti, soprattutto al culmine del ciclo finanziario, può destabilizzare i mercati per le conseguenti pressioni sulla provvista. I prezzi delle attività quindi possono diminuire e provocare un aumento degli scarti di garanzia e dei margini, innescando potenzialmente una spirale negativa ⁽²⁾.

L'attuale legislazione non conferisce poteri alle autorità macroprudenziali nell'ambito in questione. Per i derivati negoziati fuori borsa, questo aspetto potrebbe essere preso in considerazione nella prima revisione del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR). Inoltre, trattandosi di strumenti incentrati sulle operazioni di mercato, i margini e gli scarti di garanzia sarebbero esposti all'arbitraggio normativo e beneficerebbero di un'applicazione a livello mondiale.

⁽¹⁾ Heijmans e Heuver, «Is this bank ill? The diagnosis of doctor Target 2», *Working Paper*, n. 316, DNB, agosto 2011.

⁽²⁾ Cfr., ad esempio, Brunnermeier, M. e Pedersen, L. (2009), «Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 22(6), pagg. 2201-2238, nonché Gorton, G. e Metrick, A. (2012), «Securitized banking and the run on repo», *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 104(3), pagg. 425-451.

Complementarità

È prevedibile una certa complementarità tra i requisiti riguardanti l'LCR, l'NSFR e l'LTD, grazie soprattutto alle differenze in termini di scadenze, ambito di applicazione e sensibilità al rischio. Gli strumenti di liquidità possono altresì integrare gli strumenti di solvibilità, come la riserva di capitale anticiclica, nel ridurre la leva finanziaria e accrescere la capacità di tenuta degli istituti. Inoltre, i margini e gli scarti di garanzia obbligatori completano le misure specifiche per singole banche (soprattutto l'NSFR e l'LTD) poiché potrebbero influire sulla liquidità di mercato aggregata e sulla stabilità della provvista.

3. Limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette

Restrizioni alle grandi esposizioni

Secondo la direttiva sui requisiti patrimoniali, l'esposizione verso un cliente o un gruppo di clienti collegati è considerata una grande esposizione quando il suo valore è pari o superiore al 10% dei fondi propri dell'ente. Gli enti creditizi e le società di investimento non possono registrare un'esposizione di oltre il 25% dei fondi propri (capitale) nei confronti di un cliente o di un gruppo di clienti. La direttiva prevede anche la discrezionalità degli Stati membri nel trattamento di alcuni tipi di esposizioni (ad esempio verso settori con rilevanza sistemica) in considerazione della loro rischiosità, il che potrebbe offrire margine di intervento macroprudenziale. Le restrizioni alle grandi esposizioni possono attenuare il rischio di concentrazione, nonché moderare il rischio di controparte e il possibile contagio (anche al settore bancario ombra) ⁽¹⁾. Riducono altresì la sensibilità degli istituti finanziari agli shock generali o di singoli settori.

Fissando limiti alle esposizioni nei confronti di controparti o settori specifici (come il comparto immobiliare o quello degli altri istituti finanziari), lo strumento in esame promuove in maniera diretta la distribuzione del rischio nel sistema ⁽²⁾. Accresce altresì lo spessore del mercato interbancario e diversifica la provvista per gli istituti finanziari e non finanziari. Inoltre, i limiti alle esposizioni riducono il potenziale impatto dell'insolvenza di una singola controparte. Come per la maggior parte degli strumenti macroprudenziali, può insorgere prociclicità: un aumento del capitale durante le fasi di boom può innalzare il limite alle esposizioni, mentre una sua riduzione durante le fasi di rallentamento può rendere il limite più restrittivo. Inoltre, lo strumento è suscettibile di inibire la crescita o impedire agli istituti di sfruttare le competenze acquisite in determinati settori.

Ai sensi della direttiva sui requisiti patrimoniali, gli istituti finanziari devono segnalare le esposizioni superiori al 10% del capitale. Queste informazioni potrebbero risultare utili in un'analisi di rete che accerti l'adeguatezza delle restrizioni macroprudenziali. Se necessario, la soglia di segnalazione può essere ridotta per incorporare istituzioni di rilevanza sistemica mondiale con un'ampia base patrimoniale. La proposta di regolamento sui requisiti patrimoniali prevede la possibilità di inasprire i requisiti sulle grandi esposizioni a livello nazionale per fini macroprudenziali in seguito a una procedura a livello di Unione.

Obbligo di compensazione tramite CCP

Le autorità di regolamentazione possono stabilire che determinate operazioni condotte da istituti finanziari debbano essere compensate tramite CCP. La sostituzione di una rete di esposizioni bilaterali con una struttura in cui ciascun partecipante detiene un'unica esposizione nei confronti della CCP consentirebbe di ridistribuire il rischio di controparte e di concentrare il controllo sui rischi e la gestione delle insolvenze. Ciò dovrebbe concorrere ad arginare le ricadute e a preservare la stabilità nel mercato interbancario.

Tale provvedimento, tuttavia, comporta anche costi di transazione e rischia di favorire l'arbitraggio normativo, privilegiando ad esempio operazioni non soggette alla compensazione tramite CCP. Aumenta inoltre l'importanza sistemica delle CCP, dal momento che queste accentrano il rischio di controparte: questa circostanza potrebbe comportare un eccesso di potere sui mercati, azzardo morale o rischio sistemico (derivante da insolvenze) ⁽³⁾. Peraltro, la gestione del rischio e la capacità di assorbimento dei rischi da parte delle CCP sono per lo più ancora da verificare, soprattutto in presenza di un livello di operazioni potenzialmente molto più elevato. Si rende quindi necessaria una regolamentazione rigorosa delle CCP, anche in riferimento allo sviluppo di adeguati piani di risanamento e di risoluzione delle crisi per tali soggetti. Occorre altresì scegliere con cura i prodotti da sottoporre all'obbligo di compensazione tramite CCP.

Tra gli indicatori atti a selezionare i contratti da assoggettare all'obbligo in esame si annoverano il livello di standardizzazione, la liquidità, la complessità e le caratteristiche di rischio, nonché la potenziale riduzione del rischio sistemico e la possibilità di armonizzazione internazionale.

Sono in corso lavori a livello mondiale per rendere obbligatoria la compensazione mediante CCP dei derivati standardizzati negoziati fuori borsa; nell'Unione questa disposizione sarà introdotta mediante l'EMIR. Occorrono tuttavia ulteriori ricerche sugli effetti della sua attuazione prima di annoverarla nell'insieme di strumenti macroprudenziali. In aggiunta, perché sia efficace, tale obbligo deve essere imposto in tutta l'Unione, se non nel mondo intero.

⁽¹⁾ Le evidenze empiriche specifiche sono scarse, ma l'esperienza storica mostra che la concentrazione in taluni settori (spesso nel comparto immobiliare) costituisce l'epicentro dell'instabilità finanziaria.

⁽²⁾ Si noti che le esposizioni verso il debito sovrano sono attualmente esenti dalle restrizioni in esame.

⁽³⁾ Per un'ulteriore analisi di questi effetti avversi cfr., ad esempio, Pirrong, C. (2011), «The economics of central clearing: theory and practice», *Discussion Paper*, n. 1, International Swaps and Derivatives Association, e Singh, M. (2011), «Making OTC Derivatives Safe — A Fresh Look», *Working Paper*, 11/66, FMI.

Complementarità

Le due precedenti misure sono complementari perché possono contenere gli effetti sistemici del rischio di controparte per tipologie diverse di operazioni. Se da un lato la restrizione alle grandi esposizioni riduce le possibilità che i rischi si concentrino in una controparte o settore, dall'altro l'obbligo di compensazione tramite CCP riduce la propagazione delle insolvenze delle controparti gestendo il rischio in un unico ambito in cui può essere circoscritto. L'inasprimento delle restrizioni alle grandi esposizioni può anche operare in parallelo ai requisiti patrimoniali specifici per settore o ai limiti dell'LTV e alle riserve strutturali per rafforzare la struttura finanziaria. Infine, la compensazione tramite CCP dovrebbe essere accompagnata da margini e scarti di garanzia obbligatori specifici in modo da conferire a questi soggetti capacità di tenuta a fronte del rischio di controparte; tali requisiti dovrebbero essere allineati a quelli per le operazioni non compensate tramite CCP.

4. Contenere l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale

Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica

Le istituzioni finanziarie di importanza sistemica (*Systemically Important Financial Institution*, SIFI) potrebbero essere soggette al requisito di una riserva patrimoniale aggiuntiva. L'obiettivo è accrescere per tali istituzioni la capacità di assorbimento delle perdite, riducendo così sia la probabilità di tensioni sia il loro impatto potenziale. Questa misura potrebbe essere applicata a banche di importanza sistemica, ma anche essere estesa ad altre istituzioni di rilevanza sistemica.

Tale riserva inoltre sarebbe in grado di correggere potenziali agevolazioni di finanziamento per le SIFI derivanti da una garanzia statale implicita. In questo modo si mantengono condizioni di parità concorrenziali rispetto alle banche di piccole e medie dimensioni (di rilevanza non sistemica) e le SIFI vengono dotate di migliori strumenti per sostenere gli shock. Per quanto concerne le ripercussioni negative, la riserva di capitale aggiuntiva potrebbe spingere le attività verso il sistema bancario ombra e rendere esplicita la condizione di SIFI, attivando in questo modo le agevolazioni di finanziamento implicite e provocando distorsioni della concorrenza. Nel complesso, il Macroeconomic Assessment Group ha concluso che il requisito patrimoniale aggiuntivo per le SIFI presenta più vantaggi per la stabilità finanziaria che costi economici (espressi come riduzione temporanea del PIL).

La natura sistemica delle banche (e di altre istituzioni) è determinata dal confronto tra gli indicatori delle seguenti categorie: dimensioni, interconnessione, sostituibilità e complessità. Si prevede che i requisiti per le banche vengano introdotti parallelamente alla riserva di conservazione del capitale e alla riserva anticiclica stabiliti da Basilea 3. I requisiti patrimoniali aggiuntivi per le SIFI dovrebbero essere fissati in qualche forma a livello di Unione dalla quarta direttiva sui requisiti patrimoniali di prossima adozione.

Regimi di risanamento e risoluzione delle crisi

Le autorità di regolamentazione devono disporre di strumenti atti a scongiurare le crisi finanziarie nonché ad attenuarne gli effetti qualora queste dovessero comunque insorgere. L'azione in tal senso richiede piani di risanamento (predisposti dalle banche) e di risoluzione delle crisi (predisposti dalle autorità). Il potere di intervento in una fase iniziale consente alle autorità di agire per evitare il fallimento della banca, laddove le misure di risanamento da questa adottate si dimostrino insufficienti. I poteri di risoluzione le mettono in condizioni di assumere il controllo di una banca in fallimento nel caso in cui le misure preventive adottate dalla banca o dalle autorità stesse non abbiano avuto un esito positivo. Questo regime, come configurato nella proposta di direttiva in materia di risanamento e risoluzione delle crisi (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), intende ridurre al minimo l'impatto sistemico dei dissesti e dei fallimenti delle banche assicurando la continuità delle funzioni degli istituti, contenendo l'impatto dei fallimenti e riducendo per quanto possibile le perdite a carico dei contribuenti tramite un loro trasferimento agli azionisti (ad esempio, mediante operazioni di salvataggio interno, o *bail-in*, oppure lasciandole ricadere in una procedura di amministrazione controllata, mentre le funzioni critiche sono trasferite a una banca ponte o a un terzo acquirente). In una prospettiva macroprudenziale, la BRRD concorre a ridurre al minimo le implicazioni sistemiche della concentrazione di esposizioni, migliora la comprensione delle connessioni e attenua l'impatto delle esternalità imputabili alle crisi.

La trasmissione avviene attraverso due canali principali. In primo luogo, limita l'azzardo morale nelle banche di importanza sistemica e le agevolazioni implicite di cui queste possono beneficiare, contribuendo a far sì che in caso di fallimento siano i creditori, anziché soggetti terzi quali le amministrazioni nazionali, a sostenere le perdite. Inoltre, un'efficace risoluzione delle crisi attenua l'impatto delle ricadute dirette e indirette ascrivibili al fallimento di una singola banca (contagio), nonché accresce potenzialmente la fiducia dei cittadini negli istituti finanziari. Ci si potrebbe attendere che la rimozione delle garanzie statali implicite causi un incremento dei costi di finanziamento per le banche e un calo di quelli per gli Stati, approssimativamente in pari misura. Tuttavia, i costi di provvista bancaria sarebbero di gran lunga superiori se l'unica alternativa a un salvataggio statale fosse una procedura di fallimento disordinata e potenzialmente prolungata e onerosa. Pertanto, la presenza di regimi efficaci di risoluzione delle crisi dovrebbe nell'insieme favorire l'accesso al credito per l'economia reale nel medio e lungo periodo.

La gestione efficace dei fallimenti bancari potrebbe venire compromessa da una carenza di poteri e di strumenti per la risoluzione delle crisi, da un'insufficiente credibilità nella loro applicazione e da un finanziamento temporaneo troppo modesto per assicurare la liquidità necessaria a sostenere le misure di risoluzione. Questi problemi andrebbero tenuti presenti e scongiurati nella creazione dei regimi in esame.

Complementarità

Il requisito addizionale per le SIFI e i regimi di risoluzione delle crisi si completano a vicenda nel ridurre le agevolazioni implicite dovute alle aspettative di salvataggio finanziario, le distorsioni della concorrenza e l'impatto sistemico delle insolvenze. Il requisito addizionale potrebbe fungere da complemento *ex ante* ai regimi di risoluzione delle crisi, che invece svolgerebbero un ruolo *ex post* ⁽¹⁾. Dovrebbe altresì essere considerato come elemento di un pacchetto di oneri patrimoniali in cui rientrano la riserva di conservazione del capitale, la riserva anticiclica e le riserve strutturali.

5. Rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie

Sistemi di garanzia dei depositi

In caso di fallimento di una banca il sistema di garanzia dei depositi agisce come rete di sicurezza per i titolari dei conti detenuti presso l'istituto, rimborsandoli fino a un determinato livello di copertura. Tali sistemi rafforzano quindi la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie perché aiutano a evitare le corse agli sportelli e accrescono la fiducia nel sistema finanziario. Salvaguardano inoltre la stabilità dei sistemi di pagamento, in quanto i depositi ne sono parte integrante.

La presenza di garanzie sui depositi riduce gli incentivi al loro prelievo in caso di dissesto bancario; si evitano così le corse agli sportelli e le relative implicazioni sistemiche. Più in generale, fungendo da rete di sicurezza, i sistemi di garanzia dei depositi accrescono l'efficienza del sistema finanziario rafforzando la fiducia. L'efficacia dipende dalla loro credibilità, che discende da dispositivi di finanziamento adeguati. Un loro finanziamento *ex ante*, commisurato al rischio bancario, è anticiclico e può quindi esercitare effetti diretti sulla stabilità macroprudenziale ⁽²⁾.

Se la copertura è estremamente elevata, illimitata o definita in modo inappropriato oppure quando il finanziamento non è basato sul rischio, possono sorgere incentivi negativi; è possibile che i depositanti non tengano sotto attenta osservazione le banche, dando luogo ad azzardo morale. Inoltre, i sistemi non finanziati possono necessitare di versamenti da parte delle banche durante le fasi di rallentamento, con conseguenti effetti prociclici negativi. Infine, una mancanza di coordinamento tra paesi può indurre un'indesiderabile concorrenza tra sistemi. È quindi importante che l'Unione perseveri nel suo impegno ad armonizzare la struttura di tali sistemi, anche nel contesto della proposta di rifusione della direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi avanzata dalla Commissione. Sarebbe opportuno che le autorità macroprudenziali seguissero da vicino e potessero contribuire alla definizione e all'attuazione di detti sistemi, con particolare riferimento alla copertura e ai dispositivi di finanziamento.

Margini e scarti di garanzia obbligatori per la compensazione tramite CCP

Come per le operazioni compensate bilateralmente, i margini e gli scarti di garanzia obbligatori per le operazioni compensate tramite CCP possono avere implicazioni sistemiche. Nel fissare scarti di garanzia e margini iniziali appropriati, le CCP dovrebbero prendere in considerazione la liquidità di mercato, gli effetti prociclici e i rischi sistemici. In particolare, il periodo di analisi (ossia l'orizzonte temporale utilizzato per calcolare la volatilità storica) dovrebbe essere fissato in modo da evitare un'eccessiva prociclicità. In questo modo si limitano le variazioni destabilizzanti dei margini obbligatori e si istituiscono procedure trasparenti e prevedibili per la modulazione dei requisiti. Inoltre, le CCP dovrebbero limitare il ricorso ai *rating* commerciali nel calcolo dei margini e degli scarti di garanzia. Entrambi questi requisiti sono presenti nella proposta di standard tecnici a sostegno dell'EMIR.

Nell'applicare questi requisiti, le CCP devono rimanere flessibili e responsabili, trovando un equilibrio tra l'esigenza di tutelarsi e il proposito di assicurare la stabilità sistemica. Poiché è probabile che aumenti in futuro il ruolo e la rilevanza sistemica delle CCP nel sistema finanziario, la loro adeguata regolamentazione rivestirà maggiore importanza, come viene riconosciuto a fini microprudenziali nell'EMIR. Sebbene questo regolamento non attribuisca ancora un ruolo alle autorità macroprudenziali nella fissazione dei margini obbligatori per le CCP, tale aspetto può essere riconsiderato in occasione delle prime revisioni in programma.

Maggiori obblighi di segnalazione

Oltre alle comunicazioni dovute per ragioni microprudenziali, le autorità macroprudenziali potrebbero introdurre ulteriori obblighi di segnalazione per tener conto del rischio sistemico strutturale o congiunturale. La trasparenza consente alle forze di mercato di fungere da meccanismo di disciplina sul comportamento dei singoli istituti e permette una valutazione più accurata del rischio all'interno del sistema finanziario. La divulgazione dei dati potrebbe anche contenere la propagazione delle tensioni nel sistema finanziario riducendo l'incertezza sulle dimensioni e sull'ubicazione di determinate esposizioni nonché sulle interconnessioni all'interno del sistema.

⁽¹⁾ Cfr., ad esempio, Claessens, Herring e Schoenmaker (2010), «A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions», *Geneva Reports on the World Economy*, CEPR, Londra, UK; nonché Claessens et al., «Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis», *Staff Discussion Note*, 11/05, FMI, 9 marzo 2011.

⁽²⁾ Cfr., ad esempio, Acharya, Santos e Yorulmazer: «Systemic Risk and Deposit Insurance Premiums», *FRBNY Economic Policy Review*, agosto 2010.

La diffusione di informazioni più precise può promuovere la consapevolezza dei rischi e rafforzare la disciplina del mercato. In questo modo cresce la fiducia dei mercati e si salvaguarda la stabilità finanziaria, impedendo quindi il verificarsi di tracolli come quello del mercato interbancario dopo il fallimento di Lehman Brothers. D'altro canto, è possibile che gli obblighi di segnalazione macro e microprudenziale non siano sempre allineati. Un miglioramento complessivo delle segnalazioni, ad esempio, potrebbe mettere in luce le banche in difficoltà, determinando singoli fallimenti senza effetti sistemici. In generale, le evidenze empiriche disponibili incoraggiano una maggiore segnalazione di dati ⁽¹⁾. Quanto all'attuazione giuridica, la proposta di regolamento sui requisiti patrimoniali contempla la possibilità di inasprire gli obblighi di segnalazione in ambito nazionale per fini macroprudenziali a seguito di una procedura a livello di Unione.

Riserva per il rischio sistemico strutturale

La quarta direttiva sui requisiti patrimoniali, di prossima adozione, dovrebbe introdurre una riserva per il rischio sistemico al fine di evitare e attenuare il rischio strutturale (in prosieguo «riserva strutturale»), previa procedura a livello di Unione. La riserva strutturale può essere impiegata per rafforzare la capacità di tenuta del sistema bancario, o di suoi sottoinsiemi, a eventuali shock derivanti dal rischio sistemico strutturale. Questo rischio può discendere da modifiche alla legislazione o agli standard contabili, da ricadute congiunturali dell'economia reale, da un sistema finanziario di notevoli dimensioni in rapporto al PIL oppure da un'innovazione finanziaria che implichi un aumento della complessità.

La riserva strutturale accresce la tenuta attraverso una maggiore capacità di assorbire perdite. Trasferisce agli azionisti più rischio al ribasso e accresce la solvibilità, riducendo in questo modo la probabilità di un concretizzarsi del rischio strutturale. Possibili effetti negativi della riserva strutturale comprendono una perdita di parità concorrenziale tra paesi, una riduzione della dotazione patrimoniale facoltativa delle banche e riallocazioni elusive a favore del sistema bancario ombra. Tuttavia, riserve strutturali più elevate limitano anche il grado di leva e l'assunzione di rischi.

È difficile individuare indicatori per l'applicazione della riserva strutturale; le vulnerabilità strutturali già menzionate possono essere di orientamento. Una volta acquisita esperienza nell'applicazione della riserva strutturale, andrebbe condotta un'analisi sulla sua capacità di fronteggiare i rischi strutturali.

Complementarità

Poiché le misure descritte sono tese ad accrescere la capacità di tenuta complessiva dell'infrastruttura finanziaria, esse interagiscono con molti altri strumenti. Ad esempio, i sistemi di garanzia dei depositi potrebbero integrare gli strumenti di liquidità assicurando una base di provvista stabile. Possono inoltre essere un complemento della riserva strutturale (e di altri strumenti patrimoniali) in quanto riducono l'impatto dei fallimenti. I margini e gli scarti di garanzia obbligatori per le CCP e per le operazioni non compensate tramite CCP andrebbero allineati in modo da assicurare la parità concorrenziale. In aggiunta, questi due tipi di requisiti potrebbero completare le restrizioni ai coefficienti di leva finanziaria ridimensionando gli indebitamenti eccessivi. Dal momento che riducono le asimmetrie informative, gli obblighi di segnalazione accrescono potenzialmente la fiducia e la liquidità di mercato.

In termini di impatto, la riserva strutturale può interagire con altri strumenti patrimoniali, quali le riserve anticicliche. È necessario quindi coordinare le decisioni sull'adeguato livello aggregato dei requisiti di capitale.

Appendice 2

Obiettivi intermedi di politica macroprudenziale per il settore assicurativo

La riflessione sulla politica macroprudenziale per il comparto delle assicurazioni è ancora a uno stadio iniziale, per le seguenti ragioni:

- la maggior parte delle società di assicurazione hanno attraversato la crisi relativamente indenni;
- le attività assicurative tradizionali presentano un basso rischio sistemico, poiché sono caratterizzate da una strategia di investimento incentrata in prevalenza sulle passività, da un alto grado di sostituibilità e da un'esigua probabilità di fughe degli investitori;
- non esiste un regime internazionale per la vigilanza assicurativa, anche se l'introduzione dello schema «solvibilità II» stabilirà un quadro comune per l'Unione.

Alcune compagnie di assicurazione hanno però ampliato le loro operazioni ad attività che con maggiore probabilità contribuiscono o accentuano il rischio sistemico. In particolare, le attività assicurative atipiche e quelle non assicurative potrebbero generare esposizioni correlate comuni al ciclo finanziario ed economico, ad esempio attraverso i *credit default swap* (CDS) che non sono effettuati a fini di copertura ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Hirtle, B. (2007), «Public disclosure, risk, and performance at bank holding companies», *Staff Report*, n. 293, Federal Reserve Bank of New York; Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S., Sirri, E. R. (2007), «Transparency and liquidity: A controlled experiment on corporate bonds», *The Review of Financial Studies* 20(2), pagg. 235-273; Botosan, C. A. (1997), «Disclosure Level and the Cost of Equity Capital», *The Accounting Review*, vol. 72, n. 3, pagg. 323-349.

⁽²⁾ International Association of Insurance Supervisors (2011), *Insurance and Financial Stability*.

Le attività assicurative atipiche hanno potenzialmente implicazioni più vaste per il sistema finanziario e l'economia, come nel caso delle garanzie finanziarie finalizzate a migliorare il *rating* di prodotti strutturati complessi prima della crisi. Le attività non assicurative (fra cui i prestiti in titoli) e le strutture di gruppo (ad esempio la «bancassurance») potrebbero anche accrescere l'interconnessione nel sistema finanziario. Queste tipologie di attività sono inoltre percepite di maggiore rilevanza sistemica dall'associazione internazionale degli organi di vigilanza del settore assicurativo (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS), che le utilizza per individuare le imprese assicurative di importanza sistemica mondiale.

Imporre misure sulle attività assicurative atipiche e non assicurative definite dalla IAIS è un compito difficile, poiché fra queste non esiste una netta separazione e spesso sono classificate in modo diverso dalle autorità di vigilanza (ad esempio la gestione patrimoniale per conto terzi). Si impone quindi un'analisi che privilegi la «sostanza sulla forma» per determinare il rischio insito in un dato prodotto o servizio.

Oltre alle considerazioni già esposte sugli aspetti strutturali, il rischio sistemico nel settore assicurativo assume una dimensione congiunturale, in quanto le società di assicurazione sono investitori importanti e possono acquisire attivi più o meno rischiosi. Nell'Unione lo schema «solvibilità II» introduce la valutazione dei bilanci delle assicurazioni in linea con il mercato, la quale implica la valutazione dell'attivo ai prezzi di mercato, ma quella del passivo in base ai flussi di cassa attualizzati con tassi di interesse privi di rischio. Per le assicurazioni che vendono prodotti a lungo termine ciò significa variabilità dei bilanci e dei livelli patrimoniali, situazione che potrebbe accentuare le dinamiche procicliche nel settore e nel sistema finanziario. In fasi congiunturali positive il capitale valutato in linea con il mercato è suscettibile di aumentare rispetto ai requisiti patrimoniali, per effetto dell'esuberanza dei prezzi delle attività rischiose, mentre in fasi negative si contrarrebbe. Ciò potrebbe generare capacità di assumere rischi eccessivi in periodi positivi e pressioni a cedere attività rischiose in periodi negativi. Per questo motivo il regime «solvibilità II» prevede attualmente meccanismi anticiclici, fra cui l'ammortizzatore del capitale proprio (*equity dampener*) per i rischi azionari, la possibilità di prolungare il periodo di ripristino dei livelli patrimoniali e l'estrapolazione della curva dei tassi di interesse privi di rischio su un tasso a termine finale fisso. È inoltre in corso un dibattito sull'inclusione di un premio anticiclico e di eventuali aggiustamenti (*matching adjustment*) che correggano i livelli patrimoniali tenendo conto dell'eccesso di variabilità. Se non sono strutturati con attenzione, alcuni dei meccanismi proposti potrebbero produrre conseguenze inattese sia per le assicurazioni che per l'intero sistema. È importante che tali meccanismi siano trasparenti e inducano, nelle fasi positive, la costituzione di riserve da utilizzare nelle fasi negative.

Nel complesso si può affermare che la dimensione strutturale del rischio sistemico interessa soprattutto le attività atipiche e non assicurative, che con ogni probabilità distribuiscono il rischio in tutto il sistema finanziario e che, pertanto, possono essere inquadrate rispetto agli obiettivi intermedi e agli strumenti illustrati in questo documento. Nella misura in cui forniscono criteri rilevanti per individuare le compagnie di assicurazione di importanza sistemica, tali attività ricadrebbero nell'obiettivo intermedio di limitare l'impatto sistemico degli incentivi disallineati per ridurre l'azzardo morale. Va però osservato che tale scenario è risultato meno frequente per le assicurazioni che per le banche. La dimensione strutturale è legata anche all'interconnessione fra assicurazioni e altri soggetti del settore finanziario e al potenziale contagio dei rischi che ne deriva. Ciò rientra nell'obiettivo intermedio di limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette. La dimensione congiunturale, infine, è strettamente associata all'assunzione di rischi endogena e alle vendite forzate.
