

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Aprile 2021

1-2

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	CARMINE DI NOIA, CONSOB
ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	CLEMENS KOOL, Maastricht University
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLERIA, Sapienza - Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCIANELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,

PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXVII (NUOVA SERIE)

GENNAIO-APRILE 2021 N. 1-2

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Nuove sfide per le banche italiane.....	3
---------------	---	---

Contributi

G. MOLLO	La violazione delle regole in tema di “assistenza finanziaria” e la loro applicabilità alle società cooperative	9
----------	--	---

Saggi - Sezione giovani

A. LOCARNO	How to Cope with the Effective Lower Bound and a Low Neutral Rate: a Comparison of Alternative Monetary Policy Strategies	25
N. SILICANI	Asset Opacity vs Asset Quality: a Comparison of European Banks' Determinants of Sovereign Exposures.....	59

Rubriche

Perchè non possiamo non dirci tutti allievi di Tancredi Bianchi (<i>M. Comana</i>).....	97
Dalla politica monetaria alla politica fiscale (<i>M. Messori</i>)	103
La <i>Modern Monetary Theory</i> : inflazione e tasse alte come alternativa ai mercati finanziari per il debito pubblico (<i>S. Marzioni, A. Pandimiglio</i>)	109
La lunga strada verso il <i>Recovery Fund</i> (<i>G. Cinquegrana, C. Quintano</i>).....	117
Le banche alla sfida della redditività tra innovazione e consolidamento (<i>M. Faroni</i>).....	127
L'accelerazione del digitale e la spinta dell'open finance: il supporto degli ecosistemi collaborativi agli intermediari (<i>L. Fratini Passi</i>)	139
Gli effetti della pandemia sul credito a famiglie e imprese (<i>S. Capecchi</i>).....	145
Bankpedia: Social Impact Bond (<i>Vladimiro Marini, E. Anna Graziano</i>)	153

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato. Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista:

www.rivistabancaria.it

Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista

*Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: **redazione@rivistabancaria.it***

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di marzo 2021 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

DALLA POLITICA MONETARIA ALLA POLITICA FISCALE

MARCELLO MESSORI *

1. Premessa

L'andamento dei mercati finanziari durante la grave crisi pandemica, che ha colpito – pur se con diversa intensità – l'economia internazionale da marzo 2020 a oggi, è stato a prima vista sorprendente. A parte il sensibile ripiegamento di marzo 2020 e una ripresa della volatilità nelle prime settimane del 2021, vi è stata infatti una dinamica positiva che ha determinato una divaricazione fra la peggiore depressione dell'economia 'reale' degli ultimi

duecento anni e i risultati finanziari. Questo fenomeno può essere ricondotto a due fattori fondamentali: l'ingente ammontare di liquidità, alimentato da politiche monetarie ultra-espansive e trasmesso agli investitori; la convergenza fra politiche monetarie e politiche fiscali.

L'ultima affermazione necessita di qualche spiegazione, che è offerta nei due seguenti paragrafi.

* Presidente di Allianz Bank Financial Advisors S.p.A., Economista e Professore di European Economy alla Luiss Guido Carli - marcello.messori@allianzbank.it

2. La convergenza delle politiche economiche

Come è posto in luce dalle statistiche, gli investitori (e, in particolare, le famiglie) hanno detenuto una parte significativa della loro ricchezza finanziaria in forma molto liquida, accrescendo così i depositi bancari e altre attività convertibili in moneta con bassi costi. Si è trattato di un comportamento dettato dalla forte incertezza economica e sociale prodotta dalla pandemia. Peraltro, combinandosi con la caduta dei livelli di attività economica, tale accresciuta incertezza ha anche accentuato lo squilibrio fra i crescenti risparmi aggregati e i decrescenti investimenti aggregati con l'effetto di comprimere il livello dei tassi di interesse e di appiattire la loro struttura temporale. Data anche la già ricordata politica monetaria ultra-espansiva, il risultato è stato che una quota via via maggiore di attività finanziarie a reddito fisso o assimilabili, con scadenze di breve e medio periodo, ha fatto registrare tassi negativi di interesse; e l'appiattimento della curva dei tassi è stato l'effetto di interessi prossimi allo zero per scadenze più lunghe. Per rispondere a

una situazione del genere, una quota non trascurabile della liquidità posseduta dai detentori di ricchezza è stata allocata (soprattutto dagli investitori professionali e istituzionali) in attività con rendimento atteso positivo anche se con rischio elevato (azioni, *corporate bond* con bassi *rating*, e così via).

La conseguente polarizzazione dei portafogli finanziari degli investitori non è, tuttavia, interpretabile come una mera sommatoria fra scelte prudentziali dei piccoli detentori di ricchezza e scelte 'speculative' dei grandi investitori. Se così fosse stato, la divaricazione fra gli andamenti dell'economia 'reale' e di quella finanziaria avrebbe dovuto sfociare in un'elevata volatilità nei mercati azionari pur se intorno a un *trend* crescente; il che non è confermato dall'evidenza empirica. La spiegazione deve, pertanto, chiamare in causa il secondo fattore sopra enunciato: la politica fiscale realizzata nelle principali aree economiche. Negli Stati Uniti, in Cina, in Giappone e nell'Unione Europea (UE) le politiche fiscali tanto accentrate quanto locali sono

state molto espansive. Questo secondo fattore ha rivestito importanza cruciale soprattutto nell'area europea. Per la prima volta dalla creazione dell'unione monetaria (1999), nell'euro area vi è stata una piena convergenza fra l'intonazione della politica monetaria, delle politiche fiscali nazionali e della politica fiscale accentrata. Per essere ancora più precisi, le scelte ultra-espansive della Banca Centrale Europea (BCE) hanno consentito di contrastare l'emergenza pandemica mediante un'espansione fiscale anche nei paesi (come l'Italia) a elevato debito pubblico. Inoltre, la politica fiscale accentrata ha travalicato il suo ruolo tradizionale: anziché fungere da vincolo delle politiche nazionali (il 'Patto di stabilità e crescita' è stato, di fatto, sospeso), essa ha realizzato programmi di spesa (Next Generation – EU, SURE, linea sanitaria del MES, e così via) da finanziare in larga misura con l'emissione di debito comune europeo.

Le politiche fiscali espansive hanno reso ragionevole la 'scommessa' di allocare una parte della liquidità in attività finanziarie più rischiose. Esse hanno, infatti, sottolineato che era in atto una sistematica reazione alla pur grave depressione economica internazionale; e hanno segnalato che la crisi era indotta da uno *shock* extra-economico (la pandemia), circoscritto nel tempo e tale da lasciare spazio per politiche in grado di stimolare una ripresa di medio periodo. Vi è del resto un indicatore empirico che conferma l'interpretazione qui proposta. Sebbene la crisi da Covid-19 abbia causato un aumento dell'incertezza (come si è già sopra segnalato), si è trattato di un aumento più contenuto del previsto. La depressione economica dei primi due trimestri del 2020 è stata molto più profonda della "grande recessione" del 2008 – 2009; eppure, gli indicatori di incertezza per l'area euro hanno raggiunto picchi minori nel 2020 rispetto al 2008 e al 2009.

3. Possibili limiti dell'espansione monetaria

Nonostante gli intoppi nella vaccinazione e i rischi di una terza ondata pandemica, anche l'economia europea è alle soglie di una ripresa economica che si affiancherà a quella cinese (in atto da metà del 2020) e a quella statunitense. Le più recenti previsioni della Commissione Europea prevedono, al riguardo, che la fase ciclica positiva dell'euro area inizierà nella prossima primavera. Per giunta, il maggior impatto della nuova politica fiscale accentrata ed espansiva attuata dalla UE si manifesterà a partire dalla fine del 2021 o dall'inizio del 2022. Il principale programma di Next Generation – EU, ossia il cosiddetto 'Recovery and Resilience Facility' che copre quasi il 90% dei fondi totali stanziati (750 miliardi di euro), verrà infatti varato dalla seconda metà del 2021 e dovrà concludersi entro la fine del 2026. Infine, nella sua riunione di dicembre 2020, la BCE si è impegnata a continuare la sua politica monetaria espansiva almeno fino a metà del 2022 e a non ridurre l'ammontare di liquidità presente nel sistema almeno fino al termine del 2023.

Tenuto conto che le tendenze europee descritte trovano riscontro nelle politiche fiscali estremamente espansive preannunciate dalla nuova Amministrazione Biden e già in corso di parziale attuazione negli Stati Uniti, la più ovvia previsione sembra essere che la positiva dinamica dei mercati finanziari nelle due grandi aree economiche sia destinata a continuare anche nel 2021 e in buona parte del 2022. Questa positiva previsione non tiene, però, conto di un fattore a lungo assente nelle analisi degli economisti: l'inflazione. I recenti rialzi nei tassi statunitensi di interesse di lungo termine implicano il ritorno a una conformazione più 'normale' della curva temporale dei tassi; tuttavia, essi sono anche il primo segnale di un ritorno di aspettative inflazionistiche. Se tali aspettative si consolidassero e si traducessero in rialzi effettivi dei prezzi, le politiche monetarie statunitensi potrebbero attenuare il loro segno espansivo o, addirittura, diventare gradualmente restrittive prima di quanto programmato. Per di più, una parte significativa di investi-

tori potrebbe scommettere su questa prospettiva, decidendo di anticipare le possibili tendenze di mercato e modificando così le conseguenti strategie di portafoglio.

I rialzi nei prezzi, che si sono manifestati di recente in Germania, paiono essere causati da effetti di breve termine delle politiche fiscali più che da un fenomeno analogo a quello statunitense. Non si può tuttavia escludere che un'eventuale ripresa dell'inflazione statunitense si propaghi nel tempo anche nelle economie europee, specie se l'euro area si collocasse su un sentiero robusto e duraturo di crescita a partire dal 2022. In quel caso, anche la BCE dovrebbe rivedere le sue politiche monetarie. Del resto, se si vuole dare credito a segnali ancora molto deboli, tracce di una maggiore cautela nell'intonazione della politica monetaria europea emergono sia dalle discussioni nel Consiglio direttivo della BCE sia in alcune risposte fornite dalla Presidente Lagarde durante la ricorrente conferenza con i giornalisti di gennaio scorso.

Le ultime considerazioni fatte non vanno fraintese. La tesi non è che si debba dare per scontata un'imminen-

te fiammata inflazionistica negli Stati Uniti e nella UE. Si sostiene, più semplicemente, che la ripresa economica potrebbe accompagnarsi a consistenti rialzi di vari prezzi; e che tali rialzi o altri fattori per ora non previsti potrebbero portare a modifiche graduali ma chiare nell'intonazione delle politiche monetarie della banca centrale statunitense (la Fed) e della BCE. Del resto, è altamente probabile che le politiche monetarie ultra-espansive degli anni più recenti, che hanno causato enormi incrementi nella dimensione dei bilanci delle banche centrali, non possano continuare a tempo indeterminato.

Per orientarsi in una situazione economica che ha elementi di complessità più significativi di quanto si potrebbe a prima vista pensare, si tratta perciò di porsi una domanda che ritengo cruciale: le politiche fiscali espansive accentrate, che caratterizzeranno per vari anni le aree statunitensi ed europee, saranno sufficienti per compensare eventuali rallentamenti dell'espansione monetaria e – almeno con riguardo all'euro area – i conseguenti maggiori vincoli delle politiche fiscali dei singoli stati?

4. Conclusioni

L'evoluzione attesa dei mercati finanziari dipende dalla risposta che ogni lettore vorrà dare a questa difficile domanda. Se si ritiene che un eventuale passaggio fra la politica monetaria e le politiche fiscali sarà efficace e indolore nello stimolare e sostenere l'espansione economica internazionale ed europea, è ragionevole essere ottimisti circa i futuri andamenti dei mercati finanziari. Viceversa, se si ritiene che tale eventuale passaggio sarà molto problematico e non avrà elevate probabilità di successo, diventa opportuno approfondire la possibile evoluzione della politica monetaria e decidere i tempi per strategie

finanziarie più prudenti. Personalmente, penso che vi sarà un certo grado di sostituzione nei ruoli svolti dalle politiche fiscali e monetarie che non è imminente ma che diventerà sempre più evidente. Penso anche che una simile sostituzione non avverrà senza frizioni, specie nei paesi ad alto debito pubblico. La mia conclusione è pertanto che la scelta-chiave per i prossimi anni non riguarderà tanto o soltanto la composizione fra le macro-attività del portafoglio finanziario quanto la selettività all'interno di ogni attività.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2021

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI21	€ 60,00 causale: EII21	€ 130,00 causale: MBEII21
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE21	€ 80,00 causale: EIE21	€ 180,00 causale: MBEIE21
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW21	€ 30,00 causale: EIW21	€ 75,00 causale: MBEIW21

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK F. A.	C R I F
ANIA	ERNST & YOUNG
ARTIGIANCASSA	EXTON CONSULTING
ASSICURAZIONI GENERALI	GENTILI & PARTNERS
ASSOFIDUCIARIA	GROUPAMA AM SGR
ASSONEBB	IBL BANCA
ASSORETI	IMI - Corporate & Investment Banking
ASSOSIM	INTESA SANPAOLO
BANCA D'ITALIA	IVASS
BANCA FINNAT	MERCER ITALIA
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	NATIXIS IM
BANCA PROFILO	NET INSURANCE
BANCA SISTEMA	OCF
CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	OLIVER WYMAN
CBI	POSTE ITALIANE
CONSOB	UNICREDIT
	VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:

MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:

ANDREA BATTISTA, Net Insurance

ANTONIO BOTTILLO, Natixis

NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano

LUCA DE BIASI, Mercer

LILIANA FRATINI PASSI, CBI

LUCA GALLI, Ernst & Young

GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo

ANDREA PEPE, FinecoBank

ANDREA PESCATORI, Ver Capital

PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors

ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

