

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Maggio-Giugno 2021

3

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'ECCLESIA, 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)

MAGGIO-GIUGNO 2021 N. 3

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO Il futuro della politica monetaria? Nei dati..... 3-5

Saggi

C. BOIDO L'impatto dei fattori ESG sui portafogli azionari:
P. CECCHERINI un'analisi sui mercati di Europa, Giappone
A. TURRINI VITA e Stati Uniti 7-45

A. MELES L'impatto dello *shareholder activism* sulle *performance*
D. SALERNO delle aziende *target*: il caso degli *hedge funds* 47-73

M. CARBONI La fiducia dei depositanti
G. SCARDOZZI al lancio del *bail-in* 75-106

Rubriche

La penombra sui confidi dopo la crisi Covid. Alba o tramonto?
(*A. Carpinella*)..... 107-116

Le nuove sfide del credito al consumo
(*M. Faroni*)..... 117-121

L'ammortamento a rata costante (alla francese). I plurimi risvolti di criticità
(*R. Marcelli, A. G. Pastore, A. Valente*)..... 123-136

In crescita le erogazioni di credito alle famiglie ma i livelli pre-Covid
sono ancora lontani
(*D. Bastianelli, R. Romeo, K. Van Toorenburg*)..... 137-143

Bankpedia:
Open Banking
(*E. Anna Graziano*)..... 145-152

Recensioni

A. L. F. Fazio. *L'inflazione in Germania nel 1918-1923 e la crisi mondiale del 1929*
(*G. Di Taranto*)..... 153-156

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 giugno 2021 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

IL FUTURO DELLA POLITICA MONETARIA? NEI DATI

GIORGIO DI GIORGIO*

La recente riunione del Federal Open Market Committee (16 giugno 2021), pur ribadendo l'orientamento espansivo nel breve termine dell'azione della banca centrale più potente del mondo, ha annunciato la possibilità di un rientro più rapido di quanto sin qui immaginato dall'attuale regime.

Si tratta di un tipico esempio di *forward guidance*, uno dei nuovi strumenti non convenzionali di *policy* entrati stabilmente nell'arsenale delle banche centrali dopo la grande crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* del 2007-08. In sostanza, la FED, pur mantenendo nella forchetta tra 10 e 25 *basis points* i tassi sui *federal funds* e continuando ad espandere il proprio abbondante bilancio con acquisti di titoli per 120 miliardi di dollari al mese, ha dichiarato che la robu-

* Professore Ordinario di Teoria e Politica Monetaria e Direttore del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF), Università Luiss Guido Carli.

sta ripresa economica in atto, associata ai miglioramenti dell'occupazione e un rinnovato dinamismo nei prezzi di beni e materie prime, fa ritenere plausibile anticipare il percorso di normalizzazione degli interventi di politica monetaria al 2023, se non addirittura prima. L'addirittura dipende ovviamente da quello che i dati macroeconomici indicheranno nei prossimi mesi. Non c'è dubbio che i progressi nella campagna vaccinale, associati agli effetti espansivi degli ingenti interventi di politica monetaria e fiscale, facciano intravedere la possibilità di un più rapido ritorno a condizioni normali ben prima del precedentemente atteso 2024. Questi sviluppi sono già anticipati nei tassi a lungo termine sui titoli di stato americani che hanno rapidamente recuperato terreno e portato ad una maggiore inclinazione positiva della curva dei rendimenti US, ancora invertita nel 2019, quando, nonostante l'assenza di riferimenti alla futura crisi pandemica, il rallentamento dell'economia globale segnalava rischi di una imminente recessione.

Le previsioni di crescita per il 2021 dell'economia USA sono in rialzo e sfiorano il 7%. Se rimangono presenti segnali di perdurante debolezza nei settori più colpiti dal COVID, che non consentono di considerare completamente superati i rischi *downside* per l'attività economica, le ultime settimane hanno sorpreso per miglioramenti concreti nel mercato del lavoro e, soprattutto, per una dinamica dei prezzi particolarmente sostenuta.

Il nuovo mandato "duale" della FED, centrato su occupazione e stabilità dei prezzi, identifica in una inflazione "in media" al 2% nel medio termine il riferimento della politica monetaria. In aprile e maggio, l'inflazione *core*, depurata dalle componenti più variabili dell'indice generale dei prezzi USA, si è mantenuta sensibilmente sopra questo livello. La FED ha dichiarato di poter accettare temporaneamente una dinamica simile, dato il lungo andamento precedente inferiore al 2% osservato dal tasso di inflazione, ma è naturale che questa situazione non possa durare in eterno. Già a fine 2015, la FED abortì un primo tentativo di normalizzazione di policy, probabilmente prematuro, e solo dalla metà del 2017 e per tutto il 2018 riuscì a far tornare i tassi di policy intorno al 2%, con una serie graduale di rialzi, prima di interrompere il processo a causa appunto del rallenta-

mento globale indotto dalla guerra commerciale con la Cina e dalle diverse incertezze politiche connesse alla Brexit, alle nuove elezioni del Parlamento europeo nel vecchio continente e all'avvicinarsi della sfida per le presidenziali negli USA. Cosa è quindi lecito attendersi nei prossimi mesi?

Credo che il percorso decisionale di Powell e compagni sarà caratterizzato da un attento monitoraggio dell'evoluzione del quadro macroeconomico e sanitario. Se entro fine anno si consolideranno i progressi recenti, la Fed inizierà a levare, con calma, il piede dall'acceleratore della sua macchina di acquisto di titoli, riducendo il ritmo degli stessi per due o tre trimestri consecutivi, in un contesto di tassi a breve invariati. Aspettative di inflazione superiori all'obiettivo di policy continueranno a scaricarsi sulla parte medio-lunga della curva dei rendimenti, aumentando la pressione dei falchi a interrompere l'espansione del bilancio e a considerarne una prima iniziale riduzione anche contestualmente al primo aumento dei tassi a breve. Questo, ad oggi, è ancora dato per probabile solo nel 2023, ma nessuno si sente più di escludere un anticipo a fine 2022. Lato mercato del lavoro, bisognerà valutare l'efficacia dei percorsi di formazione e riqualificazione professionale necessari per consentire lo spostamento di migliaia di lavoratori da settori in crisi che rimarranno almeno in parte molto ridimensionati anche nel post-Covid, verso nuove opportunità. Il Covid ha agito come un violento acceleratore di dinamiche già in atto nel mondo della produzione e della distribuzione di beni e servizi. Il nuovo mondo non rappresenterà un semplice ritorno al passato, di questo occorre piena consapevolezza. Guidare una transizione il più possibile esente da traumi e accentuate disparità e diseguaglianze è la sfida formidabile che attende la banca centrale americana.

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

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

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

MAURIZIO FARONI, Exton Consulting Advisor

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

