

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA



[www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Aprile 2024

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, OCSE
ELENA BECCALI, 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 FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	GUR HUBERMAN, Columbia University
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	NADIA LINCiano, CONSOB
ENRICO MARIA CERVELLATI, Link Campus University	PINA MURÈ, Sapienza - Università di Roma
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	PIERLUIGI MURRO, UNIVERSITÀ LUISS - GUIDO CARLI, ROMA
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	ANDREA POLO, UNIVERSITÀ LUISS - GUIDO CARLI, ROMA
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
LAURENT CLERC, Banque de France	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
RITA D'ECCELESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"
STEFANO DELL'ATTI, Università di Bari Aldo Moro - <i>co Editor</i>	

### 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,  
Paola Fersini, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni,  
Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

---

## ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

### SOCI ONORARI

ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCINELLI

### PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHERINI

### VICE PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

### CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,  
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

In copertina: "Un banchiere e sua moglie" (1514) di Quentin Metsys (Lovanio, 1466 - Anversa, 1530), Museo del Louvre - Parigi.

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

ANNO LXXX (NUOVA SERIE)

GENNAIO-APRILE 2024 N. 1-2

## SOMMARIO

### *Editoriale*

G. DI GIORGIO	Le banche centrali e la convergenza dei modelli di controllo monetario ..... 3 - 7
---------------	--

### *Saggi*

N. BORRI G. DI GIORGIO	European Equity Markets, SMEs and the Growth Challenge ..... 9 - 52
---------------------------	---

M. CALOSCI M. SPALLONE	SRI versus ESG investing: the performance of MSCI ACWI sustainable impact index ..... 53 - 76
---------------------------	---

P. CAPUANO L. ESPOSITO	L'emissione della Central Bank Digital Currency della Banca Centrale Europea: lo stato dell'arte e le prospettive ..... 77 - 114
---------------------------	--

A. PELLEGRINI	Un'indagine sulla durata delle cartiere fiscali italiane: evidenze riferite alle sentenze della Terza Sezione Penale della Cassazione nel periodo 2018-2020 ..... 115 - 142
---------------	---

### *Rubriche*

La banca cooperativa per la crescita delle imprese e del territorio (Intervista a Vincenzo Formisano).....	143 - 150
---	-----------

Da banca locale a global player del nordest (Intervista a Nicola Calabrò).....	151 - 157
---	-----------

Politiche, regolamentazione e performance delle banche (M. Faroni).....	159 - 165
--	-----------

Il rischio di tasso di interesse nel <i>Banking Book</i> : le principali novità regolamentari (G. D'Aronzo).....	167 - 189
---	-----------

Climate stress test. Contesto normativo, sfide e prospettive (F. G. Rega).....	191 - 200
---	-----------

### Bankpedia:

Intermediari finanziari e localismo: il ruolo delle banche locali (G. Petroccione).....	201 - 210
--	-----------

### *Recensioni*

Pietro Modiano – Marco Onado, <i>Illusioni perdute - Banche, imprese, classe dirigente in Italia dopo le privatizzazioni</i> (F. Cucuccio).....	211 - 213
--	-----------

# 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](http://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](mailto: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](mailto:redazione@rivistabancaria.it)

AMMINISTRAZIONE    EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso PtsClas, Viale di Villa Massimo, 29  
00161 - Roma  
[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

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

Finito di stampare nel mese di aprile 2024 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

## **LE BANCHE CENTRALI E LA CONVERGENZA DEI MODELLI DI CONTROLLO MONETARIO**

GIORGIO DI GIORGIO\*

Gli ultimi anni hanno visto molte banche centrali impegnate in una sfida che non avevano avuto modo di cogliere nelle ultime tre decadi, in alcuni casi quattro: quella del ritorno dell'inflazione e di come ricondurla in prossimità dei valori obiettivo. Oggi, seppur non ancora completamente vinta, la sfida sembra avviarsi ad una conclusione positiva, almeno nell'Eurozona, ma probabilmente anche negli Stati Uniti.

È interessante notare che la sfida è stata giocata in un contesto alquanto mutato per quello che riguarda sia gli obiettivi, ma soprattutto gli strumenti e quindi il modello di controllo monetario adottato. Si è trattato in verità di un percorso lungo, durato circa 15 anni, avviatosi con la grande crisi finanziaria internazionale del 2007-08, almeno per la Federal Reserve, e con la crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona. Il percorso ha, per molti versi, avvicinato i

---

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

modelli di controllo della BCE e della FED, pur in un contesto di ancora profonda differenza nella definizione degli obiettivi finali di politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico. Ed è stato caratterizzato da fasi in cui la FED, oltre a impegnarsi in processi creativi di ingegneria finanziaria per rifornire di liquidità sostanzialmente tutti gli attori del sistema finanziario statunitense, ha deciso di adottare alcuni strumenti già in uso nell'Eurozona. E da fasi in cui, invece, ad adottare prassi di politica monetaria vigenti negli USA, è stata la BCE.

Vale la pena di ripercorrere, sia pure sintetizzando molto, i momenti salienti di questo interessante percorso.

A partire dall'estate del 2007, la Fed, alle prese con un mercato interbancario completamente ingessato dall'opacità presente nei bilanci di diversi attori del sistema finanziario, che avevano assunto rischi rilevanti operando su ABS e CDO collegati prevalentemente al mercato immobiliare, ha affiancato alle tradizionali operazioni di mercato aperto diverse nuove "*facilities*" con cui erogare liquidità a tassi convenienti, e dall'ottobre del 2008 prossimi allo zero, a banche, fondi comuni di investimento sul mercato monetario, operatori di cartolarizzazione, *primary dealers* e quanto altro. Ha anche iniziato a remunerare le riserve in eccesso (e quelle obbligatorie) avvicinandosi alla strategia del corridoio ufficiale dei tassi che la BCE aveva privilegiato sin dall'inizio del suo operato. Un corridoio più stretto, in linea con il concetto di *interest rate targeting*, mentre il corridoio "tradizionale" della BCE, più ampio, lasciava a movimenti del tasso interbancario la capacità di assorbire shocks sul mercato monetario al fine di mantenere un maggiore controllo sulla base monetaria e gli aggregati monetari (in particolare M3, già tuttavia depotenziato dal 2004 da obiettivo intermedio a semplice variabile rilevante nell'analisi monetaria).

L'adozione di un corridoio dei tassi ufficiali di interesse negli USA, costituito dal tasso di remunerazione delle riserve e dal tasso ufficiale di sconto, anticipava di poco, nel 2012, la prima definizione esplicita della stabilità dei prezzi come primo tra i tre obiettivi finali di politica monetaria annunciati esplicitamente dalla FED a guida Bernanke, ereditando peraltro il target del

2% già in uso, seppure con una definizione leggermente diversa nell'Eurozona (all'epoca, "un tasso di inflazione vicino ma inferiore al 2% nel medio termine). Sull'onda dei diversi programmi di *quantitative easing* adottati, la FED iniziava a muoversi in un regime esplicito di liquidità abbondante, acquisendo un sostanziale monopolio come attore sul mercato interbancario *overnight*.

La BCE ha invece agito dapprima in sostanziale continuità con il suo modello operativo, allungando solo la scadenza delle operazioni di rifinanziamento bancarie e ampliando il *collateral* accettato a garanzia. Si ricorderanno le due imponenti iniezioni di liquidità da oltre 1.000 miliardi euro avviate con le *Long Term Refinancing Operations* di fine 2011 e inizio 2012 durante il passaggio di consegne dalla Presidenza Trichet a quella Draghi. Con l'accenramento della crisi nell'Eurozona e il crescere di pericolosi rischi deflazionistici, gradualmente, la BCE ha recuperato terreno sul fronte dell'innovazione negli strumenti di politica monetaria, portando i tassi di interesse in territorio negativo, prima, e adottando finalmente nel 2015 il *quantitative easing*. Nel tempo, la BCE ha considerato utile passare ad un modello simile a quello della FED e basato sul tasso di interesse ufficiale inferiore come guida per le decisioni di politica monetaria. Anche la nostra Banca Centrale si è mossa dal controllo dell'ammontare di liquidità al controllo del suo prezzo, in un contesto di riserve "ampie" e non limitate, in quello che è divenuto un nuovo "gergo" di policy.

Negli anni successivi, la FED ha ulteriormente raffinato il suo modello di controllo introducendo nuovi tassi ufficiali, tra cui quello sulle *Overnight Reverse Repo Transactions* (ONRRr), attraverso il quale offre, a istituzioni finanziarie non bancarie che hanno interesse a depositare liquidità *overnight* presso la FED, un tasso di poco inferiore a quello offerto alle banche per depositare le riserve in eccesso. Di fatto oggi, il nuovo corridoio effettivo negli USA è limitato a pochi *basis points*, il differenziale tra il tasso sulle riserve in eccesso (nel frattempo quelle obbligatorie sono state eliminate, nel 2020), che coincide con il tasso ufficiale di sconto per il credito primario, e l'ONRRr appunto: un perfetto *interest rate peg*.

La BCE ha appena varato, in marzo, la revisione periodica del suo modello di controllo, confermando il tasso sui depositi presso la BCE come tasso guida delle decisioni di politica monetaria, la piena allocazione della liquidità richiesta in asta con le operazioni di mercato aperto ordinarie al settore bancario, ad un tasso di poco superiore (oggi 50 *basis points*, ma soli 15 da settembre), mantenendo tuttavia un differenziale maggiore con il “tetto” del corridoio ufficiale dei tassi, costituito nell'Eurozona dal tasso di rifinanziamento marginale: questo differenziale, da alcuni anni pari a 75 *basis points*, scenderà a 40 da settembre 2024. Ed ha, pur mantenendo due riunioni mensili del Consiglio Direttivo, esplicitato che solo una volta ogni 3 si prenderanno, in assenza di emergenze, decisioni di politica monetaria sui tassi di interesse. Quindi 8 volte l'anno, come la FED da molto tempo è usa fare attraverso le riunioni calendarizzate del Comitato sulle Operazioni di Mercato Aperto (FOMC).

I modelli di controllo monetario decisamente convergenti lasciano tuttavia sostanzialmente intatte le differenze esistenti in merito agli obiettivi di politica monetaria, la cui ultima revisione è dell'estate 2020 per la FED e dell'estate successiva per la BCE. La FED ha infatti confermato il suo mandato “duale” e spostato al primo posto nell'indicazione dei suoi obiettivi, probabilmente complice il momento COVID, quello della *maximum employment*, e adottato un *average inflation targeting* che le consente di accettare, a seguito di periodi caratterizzati da tassi di inflazione superiori (o inferiori) al 2% anche periodi caratterizzati da una inflazione più bassa (alta). La BCE ha se caso irrigidito la sua definizione di stabilità dei prezzi, fissando “esattamente” al 2% il suo target, e assicurando che seguirà comportamenti simmetrici nel contrastare deviazioni dallo stesso. E questo spiega l'attesa a tagliare i tassi oggi, nell'Eurozona, che sarebbe invece suggerita da una congiuntura economica decisamente meno brillante di quella degli USA.

Le vicissitudini economiche e finanziarie degli ultimi quindici anni hanno stimolato le banche centrali ad affinare e ampliare i loro strumenti di intervento e le modalità di gestione della politica monetaria. Si è trattato di un percorso lungo e non facile. Oggi che la nuova ondata inflazionistica si



sta ritirando, le banche centrali sono in ottima posizione per cooperare allo sviluppo economico e mantenere il controllo sui prezzi. La parola, di nuovo, passa alla politica economica e – per l'Europa – alla definizione e attuazione di una politica industriale comune, capace di stimolare l'innovazione e reggere la sfida che USA e Sudest asiatico pongono al Vecchio continente.

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 ordinario per il 2024**

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale</b>	<b>Economia Italiana quadrimestrale</b>	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 120,00</b> causale: MBI24	<b>€ 90,00</b> causale: EII24	<b>€ 170,00</b> causale: MBEI24
Canone Annuo Estero	<b>€ 175,00</b> causale: MBE24	<b>€ 120,00</b> causale: EIE24	<b>€ 250,00</b> causale: MBEIE24
Abbonamento WEB	<b>€ 70,00</b> causale: MBW24	<b>€ 60,00</b> causale: EIW24	<b>€ 100,00</b> causale: MBEIW24

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 **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 60,00 / € 10,00** digitale

### **Pubblicità**

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

RIVISTA BANCARIA  
**MINERVA BANCARIA**

**ABBONATI - SOSTENITORI**

ALLIANZ BANK F. A.  
ANIA  
ASSICURAZIONI GENERALI  
ASSOFIDUCIARIA  
ASSONEBB  
ASSORETI  
ASSOSIM  
BANCA D'ITALIA  
BANCA FINNAT  
BANCA IFIS  
BANCA POPOLARE  
DEL CASSINATE  
BANCA PROFILO  
BANCA SISTEMA  
BANCO BPM  
BANCO POSTA SGR  
BLUE SGR

CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO  
CBI  
CONSOB  
Divisione IMI - CIB  
Intesa Sanpaolo  
ERNST & YOUNG  
FONDAZIONE AVE VERUM  
GENTILI & PARTNERS  
IBL BANCA  
INTESA SANPAOLO  
IVASS  
MERCER ITALIA  
NET INSURANCE  
OCF  
OLIVER WYMAN  
VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA  
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:  
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:  
ANDREA BATTISTA, Net Insurance  
NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano  
LUCA DE BIASI, Mercer  
VINCENZO FORMISANO, Banca Popolare del Cassinate  
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

---

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

