

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Luglio-Agosto 2018

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

4

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	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

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, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIV (NUOVA SERIE)

LUGLIO-AGOSTO 2018 N. 4

SOMMARIO

Editoriale

- G. DI GIORGIO La struttura a termine dei tassi
e le previsioni macroeconomiche 3

Saggi

- P. CRISPINO *Bank Ownership and Performance in Time of Crisis:
Evidence from Italy* 7

Contributi

- F. BALDI I fondi infrastrutturali quali intermediari emergenti
nella finanza di progetto: funzionamento
e mercati di riferimento 49

Saggi - Sezione giovani

- D. VALENTE Idiosyncratic Volatility Score 79

Rubriche

- Regulatory framework adequacy: quesiti aperti per le banche
di dimensione non qualificata
(*R. Cocozza*) 109

- Il ruolo della vigilanza bancaria in Italia: il dibattito tra riservatezza e stabilità
(*P. Murè, M. Spallone*)..... 117

- Normativa e meccanismi di gestione del rischio dei contratti derivati OTC
non compensati centralmente
(*S. Alato*) 125

- Osservatorio sul Credito al Dettaglio Assofin, CRIF e Prometeia (44^a edizione)
(*K. Van Toorenburg, D. Bastianelli, R. Romeo*)..... 137

- Bankpedia: MINT: le nuove economie emergenti
(*G. Aversa*)..... 143

Recensioni

- A. Boitani, *Sette luoghi comuni sull'economia*
(*L. Paliotta*) 151

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.

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

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 cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it

Gli articoli 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 tre copie 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 della Rivista. 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 -

Fax +39 06 83700502

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

LA STRUTTURA A TERMINE DEI TASSI E LE PREVISIONI MACROECONOMICHE

GIORGIO DI GIORGIO*

Le turbolenze e la volatilità dei mercati finanziari nella prima parte dell'anno in corso, in buona parte anche foraggiate da motivazioni di ordine geopolitico, hanno riproposto il tema della lunga espansione dell'attività economica negli USA e di quanto essa possa oggi considerarsi a rischio. Ed in effetti, a partire dal 2009, l'economia statunitense ha sperimentato una fase espansiva di durata "record", seppure caratterizzata da un ritmo in media più lento rispetto ad analoghe precedenti fasi di crescita del PIL. Anche la performance dei mercati finanziari, negli ultimi 9 anni è stata impressionante. Se si pone pari a 100 il valore dei principali indici di borsa negli USA a marzo 2009, si ottengono performance in un range di + 260/ + 320 %, a dir poco roboanti. Non può quindi sorprendere, anche sulla base dei recenti rialzi dei tassi a breve decisi dalla Federal Reserve, che molti osservatori abbiano iniziato a considerare vicino il momento della "fine della festa", con conseguente timore di imminenti crolli nelle quotazioni sui mercati e inizio di fenomeni tipici delle

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

fasi di recessione (peggioramento delle condizioni finanziarie, riduzione del merito di credito, fallimenti societari, incertezza diffusa, caduta degli investimenti e a seguire di altre componenti della domanda aggregata). I dubbi sulla tenuta dell'economia USA sono stati alimentati anche dal recente andamento di quello che viene spesso considerato un buon anticipatore delle recessioni economiche, il cosiddetto "term spread", costituito dal differenziale di rendimento tra un titolo a lunga e uno a breve emesso dallo stesso emittente, in questo caso il Tesoro USA. Ovviamente, di questi spread è possibile calcolarne diversi, usando la cosiddetta curva dei rendimenti, che ogni giorno fotografa il rendimento richiesto dal mercato per investire in un titolo governativo con una determinata scadenza. I più utilizzati sono stati il differenziale tra il rendimento di un titolo a 10 anni e un titolo a tre mesi e il differenziale tra il rendimento del decennale e di un titolo biennale.

La curva dei rendimenti è un utile strumento per sintetizzare le aspettative dei mercati sul corso della politica monetaria futura, e quindi, indirettamente, anche sulle prospettive macroeconomiche generali. Come noto, di norma la curva è inclinata positivamente, riflettendo una più usuale predilezione degli investitori ad investire in titoli a breve scadenza (*ceteris paribus*). Una curva molto inclinata riflette aspettative di aumento nei tassi a breve futuri (e quindi sembra prevedere periodi di ulteriore espansione nell'attività economica, tali da consigliare misure di politica monetaria di contenimento della domanda aggregata). Mentre una curva piatta induce a ritenere che i tassi a breve potrebbero anche scendere, magari per rivitalizzare condizioni macroeconomiche non particolarmente vivaci. L'inversione della pendenza della curva dei rendimenti, o un differenziale negativo nei "term spread" è stata inoltre associata spesso al realizzarsi successivo, a due – quattro trimestri di distanza, di recessioni, come ben documenta un recente studio della Federal Reserve di San Francisco. Questo sembrerebbe giustificare una qualche preoccupazione sul futuro dell'economia USA. Infatti, negli ultimi mesi si è osservato un deciso appiattimento nell'inclinazione della curva dei rendimenti dei titoli americani, connesso appunto alla "normalizzazione" dei tassi di interesse iniziata dalla Yellen e proseguita con Powell. Tuttavia, la riduzione della pendenza della curva non si è ancora tradotta né in un suo totale appiattimento né tantomeno in "term spread" negativi. È quindi ancora presto per suonare marce funebri. La riduzione della pendenza della curva, inoltre, potrebbe anche in parte spiegarsi considerando un effetto di contenimento dei tassi a lunga USA esercitato dal livello molto basso di altri decennali nei maggiori paesi industrializzati (Germania, Giappone), che contribuiscono a mantenere particolarmente alto l'interesse sui titoli USA. In sostanza, lo stato di salute dell'economia USA rimane buono, con aziende dinamiche ed attive in molti

settori dell'economia globale, un mercato del lavoro competitivo e dinamiche dei prezzi e dei salari vivaci ma non surriscaldate. Tutto questo sembra compatibile con un'ulteriore fase positiva dell'economia, e con ancora sufficienti tempi di attesa per la prossima recessione.

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 2018 e 2019

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI18	€ 50,00 causale: EII18	€ 130,00 causale: MBEII18
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE18	€ 75,00 causale: EIE18	€ 180,00 causale: MBEIE18
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW18	€ 30,00 causale: EIW18	€ 75,00 causale: MBEIW18

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**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

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

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

