

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA



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

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Luglio-Ottobre 2017

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

4-5

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia

PIERFRANCESCO ASSO, Università degli Studi di Palermo

EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia

CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio

FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia

ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna

NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank

N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University

MARIO COMANA, LUISS Guido Carli

GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund

RYTA D'ECCLÉSIA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund

STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia

GIORGIO DI GIORGIO, LUISS Guido Carli

CARMINE DI NOIA, CONSOB

LUCA ENRIQUES, University of Oxford

GIOVANNI FERRI, Università LUMSA

FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"

LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo

FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

GUR HUBERMAN, Columbia University

AMIN N. KHALAF, Ernst & Young

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

NADIA LINCIANO, CONSOB

PINA MURÈ, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

FABIO PANETTA, Banca d'Italia

ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise

ZENO ROTONDI, Unicredit Group

ANDREA SIRONI, Università Bocconi

MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"

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*)

---

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA

«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

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

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

## SOMMARIO

### *Editoriale*

G. DI GIORGIO	La sfida delle riforme .....	3
---------------	------------------------------	---

### *Saggi a invito*

V. ACHARYA	Consequences of Unconventional Monetary Policy: The European Experience .....	7
------------	--	---

### *Saggi*

L. DONATO Z. ROTONDI A. SCOGNAMIGLIO	European Resolution Regime and Bail-in Contribution Capacity in Italy .....	29
F. PESCI	Measuring Ecb's Communication: a "Media-Based" Automated Approach" .....	57
J. ORLANDI J. RAPONI G. ZITO	The Other Side of the Rules: an Alternative Way to Look at the 2014 Comprehensive Assessmen .....	93

### *Interventi*

La consulenza: innovazione, educazione e valore tra modelli normativi e modelli di business ( <i>M. Colafrancesco</i> ) .....	123
---	-----

### *Rubriche*

Le recenti crisi bancarie in Italia ( <i>M. Luberti</i> ) .....	133
La distribuzione di fondi di investimento UCITS in Italia ( <i>M. Mastrangelo</i> ) .....	153
La rischiosità delle imprese non finanziarie è destinata a stabilizzarsi ( <i>D. Tommaso, F. Marinelli</i> ) .....	165
Assonebb: G7 and Global Governance in an Anti-Globalization Age ( <i>C. Oldani</i> ) .....	171

### *Recensioni*

M. Franzini - M. Pianta. <i>Disuguaglianze: quante sono, come combatterle.</i> ( <i>L. Paliotta</i> ) .....	175
--	-----

Presidente del Comitato Scientifico: Giorgio Di Giorgio

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Eloisa Campioni, Mario Cataldo, Giovanni Nicola De Vito, Vincenzo Formisano, Stefano Marzoni, Biancamaria Raganelli, Giovanni Scanagatta, Giuseppe Zito

e.mail: [redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it) - [amministrazione@rivistabancaria.it](mailto:amministrazione@rivistabancaria.it)

Amministrazione: presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa Massimo, 29 - 00161 - Roma -

tel. +39 06 45437321 - fax +39 06 83700502

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

ISSN: 1594-7556

La Rivista è accreditata AIDEA e SIE

Econ.Lit

## **LA SFIDA DELLE RIFORME**

GIORGIO DI GIORGIO\*

La fine dell'estate ha portato segnali incoraggianti per l'economia italiana, che sembra finalmente aver "agganciato" il treno della ripresa, che viaggia già da inizio anno negli altri paesi dell'Eurozona e consente di stimare un tasso di crescita per l'area, nel 2017, in linea o forse anche superiore a quello degli Stati Uniti. Una altra notizia è che il rapido rafforzamento dell'euro sul dollaro sta contribuendo a contenere la risalita del tasso di inflazione verso il livello obiettivo della BCE, moderando gli umori dei "falchi", che prima dell'estate già suggerivano un abbandono anticipato dell'espansione quantitativa. Questo conferma la validità di un approccio prudente da parte del Presidente della BCE, che continua a sostenere la necessità di proseguire con una politica monetaria accomodante, centrata su livelli dei tassi di interesse di *policy* ancora a lungo molto bassi, almeno fino a quando ritmi adeguati di sviluppo dell'economia reale si accompagneranno a miglioramenti strutturali sul mercato del lavoro. Quest'ultimo risulta infatti caratterizzato da una dinamica positiva dell'occupazione ma da tassi di disoccupazione ancora elevati a

---

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

causa anche del *mismatch* di *skills* esistente tra offerta e domanda di lavoro in un contesto in cui profonde modifiche nei sistemi produttivi, sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi, sono indotte dal processo di innovazione tecnologica.

La combinazione di politiche monetarie accomodanti e di una dinamica macroeconomica più vivace non deve però far dimenticare che, con una probabilità elevata, il programma di espansione quantitative della BCE terminerà comunque, come pianificato, a dicembre. Le implicazioni sui mercati obbligazionari dovrebbero essere quelle di una riduzione dei corsi dei titoli e di un aumento nei rendimenti, in particolare sulle scadenze governative più lunghe, ma anche nel settore *corporate*. Occorreranno nervi saldi e maturità degli operatori e grandi capacità di *fine tuning* da parte delle autorità per far sì che la transizione dal “new normal” al vecchio mondo non si accompagni a eccessi di nervosismo e di volatilità che potrebbero innescare *spillovers* negativi (e forse ingiustificati) anche sui mercati azionari. Questi sono sui massimi, negli USA, ma non incoerenti con la dinamica positiva dei profitti, mentre sia in Europa che in Giappone esistono ancora buone opportunità di espansione.

La fine del QE, per l'Italia, riporterà in evidenza il tema, troppo spesso accantonato, dell'eccesso di debito pubblico. Il risparmio in conto interessi degli ultimi due anni, importante e del quale ancora beneficemo per i prossimi due o tre, data la vita media residua del nostro debito, non è stato sin qui sfruttato per generare avanzi primari più consistenti. Le politiche di contenimento della spesa primaria (la cosiddetta *spending review*), nei fatti, non hanno raggiunto gli obiettivi che erano stati indicati da Carlo Cottarelli quando era Commissario straordinario per la Revisione della spesa pubblica; questo è avvenuto anche per scelte politiche condivisibili, come la riduzione del prelievo fiscale sui redditi più bassi (gli 80 euro in più al mese) che, pur iniziando oggi a manifestare effetti positivi sul consumo, mantengono il disavanzo a livelli più elevati rispetto a quanto compatibile con una riduzione più rapida del rapporto debito/PIL. Ma soprattutto per alcune scelte coraggiose rinviare troppo a lungo di riallocazione della spesa.

Nessuno pensa a proporre drastiche misure di austerità, ma occorre sottolineare che con un rapporto superiore al 130 per cento, il rischio di riprendere un sentiero pericoloso a seguito di aumenti (non imminenti, ma che prima o poi si verificheranno) nei tassi di interesse rimane elevato. La riduzione della pressione fiscale, necessaria per la competitività delle aziende e per sostenere i consumi delle famiglie, non può essere realizzata senza interventi di contenimento e di rimodulazione della spesa pubblica, che consentano anche la ripresa di investimenti produttivi in infrastrutture e in capitale umano, due

dei settori più penalizzati nell'ultimo decennio. La riforma degli enti locali è rimasta incompiuta, permangono eccessivi livelli decisionali e proliferano centri di spesa e di inefficienze che ostacolano l'ammodernamento del Paese. Una burocrazia pesante impone tempi lunghi e incerti alle autorizzazioni necessarie per intraprendere opere ed attività utili. Una giustizia, in particolare amministrativa, ma anche civile, ossessionata dal rispetto dei cavilli formali sacrifica troppo spesso la "sostanza" dei fatti e dei comportamenti su cui si esprimono i giudici, peraltro al termine di dibattimenti, istruttorie e processi che continuano a richiedere tempi di circa 3 volte superiori a quelli medi dei nostri partner in Europa. La spesa pensionistica rimane elevata e non consente politiche di diverso sostegno "sociale" quali interventi a favore dei giovani che faticano a entrare nel mondo del lavoro e dei poveri. Onestamente, l'ultima "mancia" in tema di pensioni elargita prima del referendum e l'assurdo e anacronistico ritorno del dibattito sull'anticipo dei termini per il pensionamento, non si comprendono affatto. Così come non è comprensibile assistere al mantenimento in vita di organismi inutili o dannosi, quali ormai è possibile definire diverse società pubbliche locali in dissesto. Il rientro da un debito eccessivo richiede anche di riprendere seriamente una politica di liberalizzazioni, dismissioni e privatizzazioni che non deve classificarsi di destra o di sinistra, ma essere semplicemente ispirata dall'obiettivo di consentire una vita più facile e servizi migliori ai cittadini e alle imprese del Paese. Ovviamente, nell'ambito di regole ben scritte e sottoposte al controllo di una amministrazione moderna ed efficiente.

Anche nel contesto di una ripresa che va rafforzandosi, non bisogna dimenticare che la sfida delle riforme rimane ancora da combattere e da vincere.

# 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@rivistabancaria.it**

## Condizioni di abbonamento per il 2017

Canone annuo Italia € 100,00 - Estero € 145,00

Prezzo di un fascicolo € 25,00

Abbonamento web € 60,00

Prezzo di un fascicolo arretrato € 40,00

Abbonamento sostenitore

### Pubblicità

1 pagina € 650,00 - 1/2 pagina € 480,00

Rivista bimestrale. 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.

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 - 00145 Roma  
**e.mail: redazione@rivistabancaria.it**

La versione on line della rivista è curata da S. Marzioni

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa Massimo, 29 - 00161 - Roma -  
Fax +39 06 83700502

**e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it**

*(Pubblicità inferiore al 70%)*

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato  
Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria "Francesco Parrillo", Milano

*Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'autore e non impegnano la Direzione della Rivista.*

*Per le recensioni, i libri vanno inviati in duplice copia alla Direzione.*

*È vietata la riproduzione degli articoli e note senza preventivo consenso della Direzione.*

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 