

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Febbraio 2014

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

1

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

ADALBERTO ALBERICI, Università di Milano	LUCA FIORITO, Università di Palermo
PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche	FABIO FORTUNA, Università N. Cusano
PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	MICHELE FRATIANNI, Indiana University
PIERFRANCESCO ASSO, Università di Palermo	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università del Sannio	GUR HUBERMANN, Columbia University
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	RAFFAELE LENER, Università di Roma, Tor Vergata
ALESSANDRO CARRETTA, Università di Roma, Tor Vergata	DONATO MASCIANDARO, Università Bocconi, Milano
NICOLA CETORELLI, Federal Reserve Bank of New York	FABRIZIO MATTESINI, Università di Roma, Tor Vergata
FABIANO COLOMBINI, Università di Pisa	PINA MURÈ, Università di Roma, Sapienza
MARIO COMANA, Università LUISS - Guido Carli Roma	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Università di Roma, Sapienza	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università del Molise
GIAMPAOLO DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ANDREA SIRONI, Università Bocconi, Milano
CARMINE DI NOIA, Assonime	MARIO STELLA RICHTER, Università di Roma, Tor Vergata
LUCA ENRIQUES, Università LUISS - Guido Carli, Roma	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
GIOVANNI FERRI, Università di Bari	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Alberto Pozzolo (*co-editor*)

Mario Stella Richter (*co-editor*) - Domenico Curcio (*assistant 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 SARCIANELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXX (NUOVA SERIE)

GENNAIO-FEBBRAIO 2014 N. 1

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO Gestione delle aspettative e forward guidance..... 3

Saggi

F. BALDI I mini-bond quali strumenti di debito per
G. MURANO le piccole e medie imprese: regole,
analisi del mercato e strategie di emissione..... 7

G. DI GIORGIO La trasmissione della politica monetaria unica
G. TRAFICANTE e gli effetti sulle banche locali 55

Contributi

S. ALATO *Clearing House*: profili istituzionali,
organizzativi e recenti evoluzioni
legislative in campo internazionale 87

Rubriche

Rivista Bancaria – Minerva Bancaria entra nella LXX annata
(*G. Parrillo*) 121

Alcune riflessioni sui controlli interni nelle banche
(*E. D'Andrea*) 127

Technical past dues impact on Credit capital requirements calculation
(*M. Congi*) 131

Bankpedia Green Economy, (*B. Pancino, E. Blasi*) 143
Organizzazione per l'alimentazione
e l'agricoltura - FAO, (*G. Aversa*) 145

Recensioni

A. Feniello, *Dalle lacrime di Sybille. La storia degli uomini
che inventarono la banca*, (*L. Paliotta*)..... 151

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 Marzioni, Biancamaria Raganelli, Giovanni Scanagatta, Giuseppe Zito

e.mail: redazione@rivistabancaria.it - amministrazione@rivistabancaria.it

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

tel. +39 06 45437321- fax +39 06 45437325

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

ISSN: 1594-7556

La Rivista è accreditata AIDEA e SIE

Econ.Lit

GESTIONE DELLE ASPETTATIVE E FORWARD GUIDANCE

GIORGIO DI GIORGIO*

Nell'incessante ricerca di nuovi strumenti per potenziare l'efficacia della politica monetaria, una volta raggiunto il limite fisiologico di tassi di interesse nominali nulli o quasi, le banche centrali dei maggiori paesi hanno fatto ricorso anche alla "*forward guidance*". Questa altro non è che il tentativo, attraverso dichiarazioni pubbliche o comunicati stampa dei governatori delle banche centrali, di orientare le aspettative, e di conseguenza anche i comportamenti presenti, degli operatori del settore privato, che da tali aspettative appunto dipendono in larga misura. Si tratta di uno strumento di policy non convenzionale, aggiuntivo rispetto a strategie di *quantitative easing*, di ampliamento della definizione accettata di *collateral* o di allungamento delle scadenze nelle operazioni di mercato aperto pronti contro termine, dell'introduzione di programmi di acquisto di particolari tipologie di titoli (come nel Securities Market Program o nel Covered Bond Purchase Program condotti dalla BCE nel 2011 e nel 2012). Ma eventualmente anche integrativo di più ambiziose "riforme" dei regimi esistenti di politica monetaria, quali ad esempio una variazione negli obiettivi finali esplicitamente o implicitamente adottati dalla banca centrale stessa.

* Professore Ordinario di Teoria e Politica Monetaria e Direttore del Dipartimento di Economia e Finanza, Università LUISS - Guido Carli

La *forward guidance*, essenzialmente, è una variante dell'ipotesi di aspettative razionali. Per alcuni, riflette semplicemente l'adozione, da parte della banca centrale, di un comportamento ispirato al buon senso, e alla ricerca di un accordo preventivo con il settore privato che conduca a un equilibrio superiore dal punto di vista del benessere rispetto all'esito di un gioco puramente non cooperativo (l'equilibrio discrezionale nel modello di Barro e Gordon del 1983). Secondo questa visione, la banca centrale, in possesso di informazioni di alta qualità, comunicherebbe al pubblico le proprie intenzioni per orientarne i comportamenti sulla base di un più raffinato set informativo. Il risultato condurrebbe a una soluzione migliore per tutti. Tuttavia, una enfasi eccessiva su questa strategia di comunicazione e sul plausibile successo della stessa potrebbe anche essere interpretato come un peccato di *hubris* da parte delle banche centrali stesse: siamo sicuri che esse abbiano informazioni e modelli superiori rispetto agli operatori di mercato? E se anche, sempre?

A prescindere dall'opinione individuale, che può lecitamente essere diversa, non vi è dubbio che la *forward guidance*, negli ultimi 3 anni sia stata molto utilizzata. Può essere definita, di volta in volta come ispirata all'oracolo di Delfi (delfica) o a Ulisse (odissea), a seconda che la gestione delle aspettative future venga perseguita dalla banca centrale per mezzo o meno di un impegno vincolante. In genere, tali impegni non sono particolarmente amati dalle banche centrali, che gradiscono mantenere elementi di flessibilità fin quando gli stessi non mettono a rischio la credibilità di annunci o azioni di politica monetaria. Ma a volte, anche le banche centrali più reticenti decidono di "legarsi le mani" per convincere mercati e operatori diffidenti.

Tra gli esempi recenti di *forward guidance*, è possibile menzionare (e tentare di classificare come *Delphic* piuttosto che *Odyssean*) le seguenti decisioni:

- La pubblicazione da parte della banca centrale (inglese) di diversi sentieri possibili per i tassi futuri di interesse, associando agli stessi diverse probabilità;
- L'annuncio di espansioni o restrizioni monetarie "per qualche tempo", senza un impegno esplicito in termini di date e/o ammontare di liquidità coinvolti;
- L'annuncio di programmi di acquisto di attività con l'obiettivo di ridurre i tassi a lungo termine attraverso un effetto di ribilanciamento dei portafogli (come negli USA) o per rimettere in funzione un meccanismo "inceppato" di trasmissione degli impulsi (come nell'Area dell'Euro);
- L'impegno a non mutare politica fino ad una certa data;

- L'impegno a non mutare politica (il livello dei tassi a breve ad esempio) fin quando una certa soglia non sarà raggiunta e/o superata (come nel caso di diversi tassi di disoccupazione nel Regno Unito e negli USA);
- La modifica o la sostituzione di un obiettivo finale, ad esempio passando *dall'inflation targeting* alla *price stability* "pura" o al *nominal income targeting*.

Nei prossimi mesi, sarà interessante vedere come le banche centrali utilizzeranno lo strumento della *forward guidance* per tornare, se le condizioni lo consentiranno, in territori meno sconosciuti e rischiosi, riducendo gradualmente l'iniezione di liquidità e gestendo con ordine un timido rialzo dei tassi. La nuova frontiera del *central banking* si basa sulla capacità di definire e realizzare opportune *exit strategies* da una condizione anomala di eccesso di liquidità che si è protratta per un periodo eccezionalmente lungo. Questo processo è appena iniziato nei paesi emergenti, seguiranno Stati Uniti e Gran Bretagna. Nell'eurosistema, c'è ancora tempo. Speriamo che i governi di Italia e Francia usino il bonus "tassi" per fare quelle riforme che fino ad oggi non hanno saputo realizzare. Quando il debito tornerà ad essere più costoso, la festa sarà davvero finita per tutti.

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

c/c bancario n. 36725 UBI - Banco di Brescia
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
(IBAN IT94U 03500 03205 000 0000 36725)

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

oppure inviare una richiesta a:

amministrazione@rivistabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2014

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

Prezzo di un fascicolo € 20,00

Abbonamento web € 50,00

Prezzo di un fascicolo arretrato € 40,00

Abbonamento sostenitore

Pubblicità

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

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 -
Tel. +39 06 45437321- Fax +39 06 45437325
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.

Fotocomposizione, stampa e allestimento

Stilgrafica s.r.l. - Roma

Finito di stampare nel mese di febbraio 2014