

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Settembre-Dicembre 2015

5-6

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

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, ASSONIME

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*) - 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 SARCINELLI, 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 LXXI (NUOVA SERIE)

SETTEMBRE-DICEMBRE 2015 N. 5-6

SOMMARIO

Editoriale

- G. DI GIORGIO “Non ti scordar di me”: il vero problema rimane il fardello del debito 3

Saggi

- C. GUERELLO Optimal Operational Monetary Policy and Financial Risk Volatility 7
- N. LINCIANO The Liquidity of Dual-Listed Corporate Bonds.
F. FANCELLO Empirical Evidence From Italian Markets 53
- M. GENTILE
M. MODENA
- C. MAGAZZINO Le politiche di bilancio nell’eurozona:
F. LEPORE strategie ed evidenza empirica 103

Contributi

- B. RONCHINI La cultura finanziaria delle donne:
evidenze recenti e spunti di riflessione 143

Saggi - Sezione giovani

- T. GRAGNOLATI The role of fiscal fundamentals deterioration and contagion on Italian long-term spreads in the European sovereign crisis 167

Rubriche

- Il modello monistico. Un’opportunità per l’evoluzione della governance.
(*F. Chiappetta, M. Menchini, S. Scettri, A. Stabilini, F. Zabban*) 213
- I mercati obbligazionari domestici nell’UE
e il ruolo delle nuove agenzie di rating
(*M. L. Buneman*) 247
- Bankpedia: Analisi costi benefici (*C. Nuoro*) 257
- Globalizzazione: aspetti economici, finanziari
e di regolamentazione (*G. Aversa*) 261
- Elenco dei referees 267
- Indice dell’annata 2015 269

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 - 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

“NON TI SCORDAR DI ME”: IL VERO PROBLEMA RIMANE IL FARDELLO DEL DEBITO

GIORGIO DI GIORGIO*

Il 2015 si è aperto bene, con l'avvio, seppur tardivo, del Quantitative easing anche nell'Eurozona. I benefici non si sono fatti attendere. Una consistente riduzione dei tassi di interesse, già a livelli eccezionalmente bassi, sui mercati bancari e su tutte le scadenze dei debiti pubblici, una ulteriore diminuzione degli spread sui titoli dei paesi periferici e un salutare deprezzamento del cambio dell'euro. Se al quadro aggiungiamo la buona notizia di un prezzo del petrolio molto conveniente, e il ritorno alla neutralità delle politiche fiscali, ispirate all'austerità all'indomani della crisi dei debiti sovrani, non sorprende che il contesto macroeconomico sia tornato favorevole.

La fiducia di imprese e consumatori ha iniziato gradualmente a riprendere spessore, con essa gli ordini e le transazioni. Finalmente, anche nell'Eurozona, si è attivata una moderata ripresa economica, e i tassi di disoccupazione hanno invertito la rotta e iniziato a ridursi, pur collocandosi ancora abbondantemente al di sopra delle medie di lungo periodo.

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

In questo contesto, anche per l'effetto del combinato disposto del completamento delle riforme avviate dalle amministrazioni Monti e Letta e di nuovi forti impulsi da parte del Governo Renzi, anche l'Italia ha ripreso un percorso di crescita, iniziando ad uscire, faticosamente, da una stagnazione lunga e dolorosa, che ha purtroppo avuto effetti devastanti sul tessuto sociale oltre che economico ed istituzionale del paese.

La recente manovra di politica economica e finanziaria si caratterizza per una impostazione moderatamente espansiva, e contiene interventi apprezzabili, in termini sia di saldi che di valori assoluti per la finanza pubblica del paese. Entrando nel dettaglio delle singole misure, la valutazione è meno ovvia. Se aver evitato un ulteriore aumento delle imposte indirette all'alba di una ripresa economica va senza dubbio nella giusta direzione, l'abolizione delle tasse sulla (quasi) totalità delle prime abitazioni è onestamente meno comprensibile, essendo già stata di molto ridotta dal Governo Letta, e poteva forse essere sostituita da un intervento (pure annunciato, ma per il futuro) sulle imposte dirette a carico di imprese e persone fisiche. Allo stesso modo, non si comprende bene l'elevazione a 3000 euro della soglia di utilizzo legalizzato del contante, ma soprattutto in quanto non viene spiegato come tale soglia è stata determinata (perché non 2000 o 4000?). E' chiaro che non è con una soglia che si elimina l'evasione fiscale, tuttavia sembra oggi difficile accettare l'idea che cittadini onesti e trasparenti effettuino regolarmente pagamenti in contante di importi superiori a poche centinaia di euro, senza utilizzare invece le diverse moderne e più sicure tecnologie di pagamento. E, se anche ne avessero l'abitudine, varrebbe la pena di impegnarsi per educarli a comportamenti diversi.

All'interno di una manovra articolata, quello che colpisce è la riluttanza che emerge nel ridurre le rendite politiche e degli apparati locali, rinviando (ancora) una revisione della spesa che incida significativamente sulla spesa corrente delle amministrazioni pubbliche e soprattutto delle partecipate degli enti locali, e che inizi invece a rimettere risorse su investimenti pubblici in infrastrutture utili e produttive, materiali e immateriali. Se non si riduce il peso del settore pubblico (oltre il 50%!!!) sull'economia del paese, e della spesa corrente in particolare, ogni tentativo di riduzione (necessario) delle tasse (per chi le paga) e in prospettiva del peso del debito pubblico sul PIL è destinato purtroppo ad essere vanificato facilmente al presentarsi di un nuovo shock esogeno negativo; purtroppo, come già la volatilità estiva ha mostrato, questa eventualità non si può escludere.

Al di là dei miglioramenti visibili e incoraggianti prodotti nel paese dalle recenti riforme strutturali e dalla fiducia che l'ottimismo e il dinamismo del

premier infondono, anche agli investitori esteri, che tornano a guardare con interesse all'Italia, il nostro paese rimane gravato da un fardello pesante. Il rapporto debito / Pil, al 135%, rappresenta un pericoloso elemento di fragilità finanziaria. E' vero che oggi all'orizzonte non c'è un aumento dei tassi nell'Eurozona, ma per quanto tempo? E' vero che abbiamo degli ottimi gestori del nostro debito (per necessità), ma quanto spazio delle future manovre sarebbe “mangiato” da un sensibile aumento dei tassi su tutta la curva, dato lo Stock del nostro debito e la necessità di rifinanziare annualmente tra il 20 e il 30% dello stesso? Non siamo più, per fortuna, in una “crisi da debito”. Ma sarebbe il caso di non dimenticare un passato recente che ci ha fatto tremare. E di lavorare da subito, con il cesello se non con la scure, per agire a fianco della BCE con un aggiustamento fiscale determinato e duraturo. Questo richiede la chiusura di società pubbliche e la creazione di nuovi spazi (regolati) per il mercato, l'alienazione senza svendita del patrimonio immobiliare pubblico e nuove privatizzazioni, finalizzando il tutto esclusivamente al rimborso del debito; ancora, la ricerca ossessiva di risparmi possibili nella spesa pubblica e la sua riqualificazione in senso produttivo. Il ritorno alla crescita economica e al perseguimento dell'obiettivo di inflazione del 2% da parte della BCE sono fattori imprescindibili, così come, in prospettiva, la mutualizzazione di almeno parte dei debiti pubblici in una Unione fiscale Europea che diventi un ulteriore tassello a medio termine verso il traguardo più ambizioso e di lungo periodo di una Unione politica.

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)

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

oppure inviare una richiesta a:

amministrazione@rivistabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2016

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

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.