

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Luglio-Ottobre 2016

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.

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ANNO LXXII (NUOVA SERIE)

LUGLIO-OTTOBRE 2016 N. 4-5

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Le scelte di investimento delle famiglie italiane tra tassi negativi e crisi di fiducia.....	3
---------------	--	---

Saggi

S. ESPOSITO DE FALCO	La competitività delle banche italiane tra struttura di governance e performance:	
A. BILOTTA	tra struttura di governance e performance:	
N. CUCARI	un'analisi empirica.....	7
E. D'APOLITO	Cosa influenza i prezzi dei titoli azionari delle banche in tempo di crisi?	
V. PACELLI	Un'indagine a livello internazionale	31
A. QUINTILIANI	Il ruolo degli intangibles d'impresa nei sistemi di valutazione del merito creditizio	55
F. ROSSI	Corporate Governance, Risk-Tasking and Firm Performance: Evidence from Italy.....	109

Interventi per l'inaugurazione dell'aula "F. Parrillo", Sapienza Un. di Roma

	La scomparsa del Presidente Ciampi	153
C. A. CIAMPI	Messaggio per l'inaugurazione dell'aula	155
E. GAUDIO	Intervento del Rettore della Sapienza	159
S. DE POLIS	La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea.....	163
P. LEONE	La risoluzione delle crisi bancarie. Dal <i>bail-out</i> al <i>bail-in</i> : due strutture di pensiero a confronto.....	177
F. TUTINO	Fiducia nelle Banche, <i>bail-in</i> , tutela del risparmio: un approccio sistemico di lungo periodo	191

Rubriche

I servizi Bancari per i cittadini stranieri in Italia (<i>Intervista a Ramzi Hijazi</i>)	201
Asset Allocation Mercer 2016: principali evidenze ed implicazioni per gli Investitori Istituzionali (<i>L. De Biasi</i>)	207
Prosegue il trend di riduzione dei tassi di default delle imprese italiane. Stabile l'Outlook per il 2017 (<i>P. Bono, R. Mantovani</i>)	215
Bankpedia: Pragmatismo e vitalità della analisi economica (<i>A. Marzano</i>)	221

Recensioni

G. Amari, F. de Finetti (a cura di), <i>Bruno de Finetti, un matematico tra utopia e riformismo</i> (<i>L. Paliotta</i>)	227
G. Pasquino, <i>"La Costituzione in trenta lezioni"</i> (<i>F. Cucuccio</i>)	231

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 83700502

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

ISSN: 1594-7556

La Rivista è accreditata AIDEA e SIE

Econ.Lit

LE SCELTE DI INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE TRA TASSI NEGATIVI E CRISI DI FIDUCIA

GIORGIO DI GIORGIO*

I risultati del Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, appena presentato, sono del tutto coerenti con quelli di una recente ricerca condotta dal CASMEF della LUISS con Assoreti, nell'ambito di una collaborazione ormai consolidata nel tempo. La suddetta ricerca è stata presentata all'ultimo Salone del Risparmio e recentemente pubblicata come Quaderno dell'Editrice Minerva Bancaria (*L'asset allocation in presenza di tassi di interesse negativi*, di Borri, Cervellati, Curcio e Fasano, Editrice Minerva Bancaria, luglio 2016).

In particolare, sia nel Rapporto Consob che nella ricerca CASMEF emerge che la compressione dei rendimenti sul mercato obbligazionario, e soprattutto sul segmento dei titoli governativi, ha indotto nelle famiglie un abbandono progressivo di questa *asset class* a favore di depositi bancari e strumenti assicurativi e previdenziali in comparti ritenuti "sicuri" e di fondi di investimento

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

nel gestito per cercare di cogliere le opportunità collegate a investimenti più rischiosi, ma che sono anche percepiti probabilmente come troppo complessi per essere affrontati individualmente (siano nel *fixed income* o nell'azionario).

E questo – nonostante alcune argomentazioni interessanti avanzate sui migliori ritorni degli investimenti azionari “diretti” (riferiti al complesso dei titoli quotati e non solo alle aziende a maggiore capitalizzazione) rispetto a quelli “intermediati”, che scontano i costi della gestione – potrebbe non essere un fatto negativo. Troppe volte abbiamo infatti già assistito a crisi di imprese in cui il cerino in mano è rimasto al cosiddetto “parco buoi” quando invece gli investitori istituzionali e i fondi avevano già “abbandonato la nave”. È opportuno per il settore *retail* affidarsi a gestori qualificati, che auspicabilmente offrano servizi di *asset management* a prezzi onesti: qui le autorità di vigilanza dovrebbero impegnarsi ulteriormente, perché sulla trasparenza dei costi “finali” di alcuni prodotti mi sembra ci siano ancora dei progressi da fare, anche se siamo sulla giusta strada, nonostante il momentaneo stop di Mifid 2.

Non necessariamente lo stesso disincanto per il comparto obbligazionario vale per gli investitori istituzionali, per i quali il reddito fisso mantiene ovviamente una attrattività, con i governativi che assumono tuttavia una funzione assicurativa e la ricerca di redditività affidata al settore *high yield* e a qualche emittente del mondo emergente (da selezionare con cura).

Con il passaggio ai tassi negativi, ormai applicati su una montagna di carta in Europa, abbiamo anche una rivoluzione intellettuale sia nella teoria che nella pratica della finanza e degli investimenti. Si pensi ai modelli moderni di equilibrio economico generale intertemporali (di *asset pricing*) in cui la presenza di tassi di interesse negativi pone enormi difficoltà concettuali e altera le condizioni di equilibrio (il tasso di interesse nel modello con *cash in advance* è il rapporto tra due moltiplicatori di Lagrange, quindi al massimo può andare a zero quando il vincolo non è *binding*)¹, e un equilibrio si raggiunge solo grazie ad una esatta politica di implementazione da parte di un ispirato *policy maker*.

Nello studio del CASMEF e di Assoreti vengono condotte delle simulazioni che mostrano come in presenza di tassi negativi vari la frontiera efficiente di portafoglio. L'allocazione ottimale è caratterizzata da uno *Sharpe ratio* più ele-

1 Si vedano i contributi originali di Svernssoon e Lucas e Stokey o l'esposizione in Di Giorgio, Teoria e Politica Monetaria, CEDAM 2016.

vato. Si prendono rischi più alti (visto che il non prenderli penalizza di più), ma vi è una compensazione relativa migliore in termini di rendimenti attesi.

In questo contesto, diventa sempre più necessaria una consulenza “sana” al cliente, che punti su abbassamento dei costi dei prodotti, diversificazione, giusto *matching* tra obiettivi di investimento, orizzonte temporale e prodotti consigliati.

Sia nell’indagine della CONSOB che nello Studio del CASMEF, emerge la valenza di alcuni risultati della moderna teoria comportamentale della finanza (*behavioral finance*) che invita a distinguere gli obiettivi di investimento in modo chiaro e trasparente e a utilizzare un approccio multiplo all’investimento, caratterizzato dall’indirizzare diverse *asset allocation* al soddisfacimento di obiettivi distinti (e anche posizionati in momenti diversi di tempo): ad esempio la pensione, l’istruzione dei figli, i lasciti ereditari.

Questo chiaramente richiede di investire molto nella *financial education* dei clienti e soprattutto nelle competenze e nella formazione dei consulenti, che devono essere in grado di trasferire tali messaggi. Mi sembra una bella sfida sia per le Scuole e le Università che per gli intermediari e le reti di consulenti finanziari. Ovviamente, un impegno delle Autorità di regolamentazione e vigilanza in questa direzione è anche auspicabile per colmare i ritardi che si notano nel livello di *financial education* degli italiani rispetto ad altri paesi europei.

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

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: 