

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA



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

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Marzo-Giugno 2016

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

2-3

# 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

RITA 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*) - 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 | Oltre il QE? La sfida del coordinamento monetario e fiscale nell'Eurozona ..... | 3 |
|---------------|---|---|

*Saggi*

|            |  |   |
|------------|--|---|
| A. SCALIA  | The Net Stable Funding Ratio and Banks'      |   |
| S. LONGONI | Participation in Monetary Policy Operations: |   |
| T. ROSOLIN | Some Evidence for the Euro Area .....        | 7 |

*Contributi*

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| B. RONCHINI | <i>Edutainment</i> : quali prospettive per l'educazione finanziaria.....    | 43 |
| E. RULLI    | Il <i>bail-in</i> . Il capitale (degli altri) come capitale di riserva..... | 67 |

*Saggi - Sezione giovani*

|            |   |    |
|------------|---|----|
| P. FILIANI | On the Effect of Monetary Policy Announcements on Stock Returns ..... | 99 |
|------------|---|----|

*Interventi*

|               |   |     |
|---------------|---|-----|
| S. MACCARONE  | La nuova disciplina europea sulle crisi bancarie .....                          | 113 |
| G. BASTIANINI | L'evoluzione delle strategie bancarie, verso nuovi equilibri dopo la crisi..... | 127 |

*Rubriche*

|   |     |
|---|-----|
| La Banca. Economia, Finanza, Gestione (a cura di <i>F. Tutino</i> , con scritti di <i>F. Cesarini</i> , <i>M. La Torre</i> , <i>L. Leonelli</i> , <i>G. A. Vento</i> , <i>M. Parascandolo</i> ) ..... | 143 |
| Le criticità dell'unione bancaria ed il quadro di riferimento sul meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie ( <i>G. Cinquegrana</i> , <i>M. Di Stefano</i> ) .....                               | 163 |
| Estimating the Probability of Default of Low-Default Portfolios: an approach based on the Poisson-Vasicek distribution ( <i>M. Congi</i> , <i>C. Natalini</i> ) .....                                 | 175 |
| Il nuovo IFRS 9. Analisi critica delle principali innovazioni introdotte ( <i>M. Rotili</i> ) .....   | 187 |
| L'Impairment dei crediti nell'IFRS9: sfide e soluzioni ( <i>A cura di G. Costantino</i> , <i>D. Vergari</i> , <i>M. Macellari</i> , <i>C. Caprara</i> ) .....   | 197 |
| Bankpedia: An inquiry into manufacturing capacity in Italy after the double-dip recession ( <i>L. Monteforte</i> , <i>G. Zevi</i> ) .....   | 203 |

*Recensioni*

|  |     |
|--|-----|
| J. Jespersen. <i>John Maynard Keynes. Un manifesto per la "buona vita" e la "buona società"</i> ( <i>L. Paliotta</i> ) ..... | 225 |
| G. N. De Vito. <i>Economia politica: strumenti ed esercizi</i> ( <i>L. Paliotta</i> ) .....                                  | 230 |

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

ISSN: 1594-7556

La Rivista è accreditata AIDEA e SIE

Econ.Lit

## OLTRE IL QE? LA SFIDA DEL COORDINAMENTO MONETARIO E FISCALE NELL'EUROZONA

GIORGIO DI GIORGIO\*

Recentemente, la nota parabola di Milton Friedman di un elicottero rifornito di moneta dalla banca Centrale e pronto a distribuirla in modo uniforme sulla cittadinanza è tornata prepotentemente alla ribalta nel dibattito sulla politica economica e monetaria dell'Eurozona.

In realtà, già Ben Bernanke, prima di prendere il timone della Federal Reserve, la aveva riproposta come una possibile soluzione per aiutare il Giappone ad uscire dalla lunga fase di crescita stagnante ed inflazione inesistente. La lezione era nota: i modelli tradizionali statici (del tipo IS LM) indicavano chiaramente la maggiore efficacia di una politica combinata fiscale e monetaria per ridare stimolo all'economia, con l'espansione monetaria incaricata di sterilizzare gli effetti di spiazzamento sul tasso di interesse e sulla spesa privata normalmente associati ad una politica di *deficit spending*. E storicamente, il finanziamento con base monetaria della spesa pubblica (o di riduzioni della pressione fiscale) è stato utilizzato ampiamente dai governi. Tuttavia, gli episodi di inflazione e di stagflazione che seguirono gli anni 70, le rivendicazioni salariali e gli *shocks* petroliferi, indussero in molti Paesi la convinzione

---

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

che fosse meglio separare la gestione della politica monetaria da quella fiscale, attribuendo alla prima il controllo dell'inflazione e alla seconda la responsabilità di stabilizzare il ciclo economico e di gestire al meglio il debito pubblico. La letteratura sul dibattito regole verso discrezionalità, che pure evidenziava i benefici in termini di credibilità di regole stringenti sull'inflazione, non taceva sul rischio che una eccessiva volatilità ciclica rendesse questa situazione meno desiderabile. Ma nei lunghi anni della grande moderazione, la volatilità macroeconomica risultò sufficientemente contenuta, con l'effetto di rendere molto contagiosa la passione per le regole. Queste vennero sancite in modo puntuale nella costruzione dell'Unione economica e monetaria, richieste senza margini di flessibilità dal paese più virtuoso sul fronte della stabilità dei prezzi per accettare di condividere la sovranità monetaria con altri partner, che non avevano dato prova di un uguale rigore: fu il prezzo da pagare per "comprare" i benefici di tassi di interesse più bassi sul debito, un favore non da poco, soprattutto per i Paesi, come il nostro, con alto debito.

I vincoli esplicitati nel Trattato sull'Unione europea vietano il finanziamento in base monetaria dei disavanzi sia comunitari che dei singoli Stati membri, inibendo quindi completamente il possibile coordinamento fiscale e monetario, che pure oggi sembrerebbe alquanto auspicabile.

Addirittura, è stato necessario un dibattito snervante per consentire alla banca Centrale Europea di fare quello che normalmente una banca Centrale ha sempre fatto, cioè acquistare (o vendere) sul mercato secondario i titoli del debito pubblico, e che peraltro era già esplicitamente previsto come possibile nello statuto della BCE (sotto la voce "interventi di *tuning*"). Il recente, ma tardivo, programma di *quantitative easing* ha finalmente sanato una anomalia nella gestione della politica monetaria e consentito alla banca Centrale di espandere la base monetaria per provare a raggiungere un *target* di inflazione rispetto al quale è insolvente da anni. La sua adozione in un contesto di tassi a zero (o negativi su una gran moltitudine di asset) ci ha però spinti in un territorio pericoloso e abbastanza sconosciuto: tanto per dire, le condizioni di equilibrio della maggior parte dei moderni modelli dinamici con moneta "saltano" in presenza di tassi di interesse negativi.

Riuscirà la politica monetaria da sola a riconquistare una agognata e moderata inflazione, e a far ripartire in modo stabile la crescita? La risposta non è ovvia, e anche le esperienze storiche recenti di Giappone e Stati Uniti non offrono certezza alcuna. In entrambi i Paesi, la politica monetaria è stata accompagnata, seppure non con un coordinamento ferreo come quello suggerito dalla versione moderna dell'elicottero, da politiche fiscali espansive. Se negli USA l'economia è ripartita, pur rimanendo esposta a rischi e a maggiore

volatilità, in Giappone, gli alti disavanzi continuano ad alimentare un debito enorme senza produrre evidenti benefici in termini di crescita economica (né di raggiungimento di un minimo desiderabile di inflazione). Aggiungiamo che nell'area dell'Euro manca del tutto il contributo delle politiche fiscali e il quadro permane buio.

L'elicottero servirebbe e come. Peraltro perchè è ormai chiaro che o ci muoviamo verso un completamento fiscale (e finalmente politico) dell'eurozona, oppure il futuro vedrà ridursi (e di molto) l'area in cui gli euro continueranno a circolare ed avere corso legale. Una soluzione potrebbe essere quella di utilizzare l'elicottero in combinato disposto con una robusta riduzione permanente delle imposte (data l'elevata pressione fiscale media nell'eurozona). Infatti una riduzione delle tasse finanziata solo dal taglio della spesa pubblica sarebbe recessiva (come riconosciuto anche dal Fondo Monetario internazionale) nel breve periodo, seppure auspicabile nel medio termine. Gli stati dovrebbero vincolarsi ad accompagnare una riduzione permanente delle imposte con un piano di più graduale riduzione della spesa, in modo tale da raggiungere un equilibrio di bilancio nel medio periodo. I disavanzi generati negli anni di aggiustamento andrebbero coperti con trasferimenti monetari permanenti della BCE ai singoli governi, condizionati tuttavia all'esecuzione del concordato programma di riduzione graduale della spesa. Senza cambiare il trattato si potrebbe semplicemente votare, nell'Eurozona, sulla sospensione della clausola di finanziamento in base monetaria per 3-5 anni, condizionandola come sopra suggerito.

I benefici sarebbero molteplici e consentirebbero all'eurozona di riappropriarsi della leva fiscale di politica economica, troppo costretta nell'attuale regime. Parte del trasferimento potrebbe anche essere utilizzato per dotare un Ministro del bilancio europeo di strutture e poteri adeguati a garantire assenza di fenomeni di *free riding* e spostare a livello centrale in Europa alcune competenze domestiche sinceramente non giustificabili nel passaggio verso un futuro Stato federale (ad esempio parte delle forze armate e sistemi di sicurezza alle frontiere).

In situazioni eccezionali, occorre osare e prendere qualche rischio, anche perchè molti rischi sono anche associati ad una ingiustificabile inerzia della politica e delle istituzioni.



# 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](mailto: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](mailto: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: 