

**GIORGIO DI GIORGIO**

---

# **MOLTO È CAMBIATO!**

**POLITICA MONETARIA,  
BANCHE  
ED ECONOMIA ITALIANA  
NEI DIECI ANNI  
DALLA GRANDE CRISI**



**I SAGGI DI MINERVA BANCARIA**

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	GUR HUBERMAN, Columbia University
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	MARIO LA TORRE, SAPIENZA - Università di Roma - <i>co Editor</i>
RICCARDO CESARI, UNIVERSITÀ DI BOLOGNA E IVASS	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
RITA D'ECCLESIA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

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, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,  
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,  
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',  
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

I SAGGI DI MINERVA BANCARIA

---

**GIORGIO DI GIORGIO**

# **MOLTO È CAMBIATO!**

**POLITICA MONETARIA,  
BANCHE  
ED ECONOMIA ITALIANA  
NEI DIECI ANNI  
DALLA GRANDE CRISI**

FEBBRAIO 2020



# I SAGGI DI MINERVA BANCARIA

L'Istituto di Cultura Bancaria "Francesco Parrillo" è un'associazione sorta a Milano nel 1948. "L'Istituto, escluso qualsiasi fine di lucro, ha per scopo, oltre che provvedere alla pubblicazione della **Rivista Bancaria – Minerva Bancaria**, di promuovere e diffondere la cultura bancaria a mezzo di pubblicazioni o di ogni altro mezzo idoneo" (art. 2 dello Statuto).

Proseguendo nello spirito originario, l'Istituto e l'Editrice Minerva Bancaria, accanto alla pubblicazione della Rivista, la cui linea editoriale è governata autonomamente dal Comitato Scientifico, presieduto dal prof. Giorgio Di Giorgio, hanno avviato le collane "**Quaderni di Minerva Bancaria**", "**Saggi di Minerva Bancaria**" e "**Testi di Minerva Bancaria**", dedicati a monografie e a approfondimenti su temi specifici di interesse del mondo bancario e finanziario.

# Sommario

Introduzione .....	7
--------------------	---

## *Parte prima*

<b>La politica economica e monetaria dopo la Grande Crisi.....</b>	<b>11</b>
--	-----------

1. <i>Prima della grande crisi: gli strumenti inadeguati della FED.....</i>	<i>13</i>
2. <i>In cerca di domanda privata .....</i>	<i>19</i>
3. <i>L'altalena dell'euro e la tragedia greca .....</i>	<i>23</i>
4. <i>Il futuro dell'euro, tra scelte tecniche e politiche.....</i>	<i>27</i>
5. <i>Le "nuove" banche centrali: obiettivi, strumenti, responsabilità.....</i>	<i>31</i>
6. <i>La crescita delle disuguaglianze in Europa.....</i>	<i>37</i>
7. <i>Gestione delle aspettative e forward guidance.....</i>	<i>41</i>
8. <i>Suona la campana per la BCE</i> <i>(con Salvatore Nisticò).....</i>	<i>45</i>
9. <i>Sulla desiderabilità del consolidamento fiscale.....</i>	<i>51</i>
10. <i>L'attrazione (e la difficoltà) della cooperazione .....</i>	<i>55</i>
11. <i>Meglio tardi che mai? Il QE arriva a Francoforte.....</i>	<i>59</i>
12. <i>Oltre il QE? La sfida del coordinamento monetario</i> <i>e fiscale nell'Eurozona .....</i>	<i>63</i>
13. <i>Il rebus dell'inflazione .....</i>	<i>67</i>

14. <i>La struttura a termine dei tassi e le previsioni macroeconomiche</i> .....	71
15. <i>Quale obiettivo di inflazione per le banche centrali?</i> .....	75
16. <i>Il ritorno del bazooka</i> .....	79
17. <i>Il sentiero fragile dell'economia mondiale</i> .....	83

*Parte seconda*

<b>Banche e regolamentazione finanziaria</b> .....	89
1. <i>La nuova vigilanza finanziaria europea: limiti e opportunità</i> .....	91
2. <i>Verso l'Unione bancaria europea</i> .....	97
3. <i>Serve una agenzia di rating europea?</i> .....	101
4. <i>L'assicurazione dei depositi e il completamento dell'Unione bancaria</i> .....	105
5. <i>Inverno caldo, mercati freddi: il cammino pericoloso di una Unione bancaria ancora incompleta</i> .....	109
6. <i>Conto alla rovescia per il sistema bancario italiano?</i> .....	113
7. <i>Consolidamento e concentrazione, le nuove sfide del sistema bancario italiano</i> .....	117

*Parte terza*

<b>L'economia italiana: problemi e prospettive</b> .....	123
1. <i>La crisi e le aliquote fiscali in Italia</i> .....	125
2. <i>La disciplina di bilancio e la sfida della crescita</i> .....	129
3. <i>Contro i tabù: più mobilità nel pubblico impiego (con Michel Martone)</i> .....	135

4. <i>Un cambiamento radicale</i> .....	139
5. <i>Per un mercato privato del debito in Italia</i> .....	145
6. <i>Oltre il QE: area euro e Italia alla prova della ripresa</i> .....	153
7. <i>“Non ti scordar di me”: il vero problema rimane il fardello del debito</i> .....	157
8. <i>Le scelte di investimento delle famiglie italiane tra tassi negativi e crisi di fiducia</i> .....	161
9. <i>Fondamentali sani e incertezza politica: questi i drivers del 2017?</i> .....	165
10. <i>L'Europa riparte... e l'Italia?</i> .....	169
11. <i>La sfida delle riforme</i> .....	173
12. <i>Disciplina fiscale e crescita economica</i> .....	177





# Molto è cambiato!

La grande crisi finanziaria, iniziata con i mutui subprime nell'estate del 2007 e culminata con il fallimento di Lehman Brothers nel settembre dell'anno successivo, ha avuto profonde ripercussioni sul funzionamento dei mercati finanziari, l'operatività degli intermediari, la condotta delle autorità di politica monetaria e di regolamentazione e vigilanza, i diversi settori dell'economia reale. Il 2009 è stato l'anno con la crescita mondiale minore dal secondo dopoguerra e, senza il contributo dei paesi emergenti, avrebbe fatto registrare una caduta del PIL mondiale di cui non si ha memoria nell'età moderna. In molti paesi avanzati, la reazione delle politiche monetarie e fiscali è stata rapida, sebbene non sempre pienamente efficace. Ha comunque evitato che la grande recessione si trasformasse in una seconda prolungata depressione simile a quella che seguì il tracollo di borsa del 1929. Ingenti sforzi sono stati realizzati per costruire nuove architetture istituzionali di regole e sistemi di vigilanza su mercati ed intermediari finanziari, ovunque. Nell'area dell'Euro, le difficoltà dovute all'assenza di un governo centrale e di una politica fiscale autonoma, unite ai vincoli imposti

dal Patto di Stabilità e Crescita ai singoli Stati membri, hanno caricato di responsabilità la politica monetaria condotta dalla Banca Centrale Europea (BCE). Pur conservando, sino ad oggi, il medesimo obiettivo di salvaguardare la stabilità dei prezzi, definita come un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2% nel medio termine, la BCE ha dovuto attivare molti nuovi strumenti non convenzionali di policy, dai tassi negativi di interesse, alla *forward guidance*, dal *quantitative easing* alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine “mirate” a stimolare l'erogazione di credito. Nonostante gli sforzi, l'obiettivo è ancora lontano dall'essere raggiunto e il passaggio di consegne tra Mario Draghi e Christine Lagarde ha coinciso con l'annuncio dell'opportunità di una riflessione complessiva e strutturata sulla strategia di politica monetaria della Banca centrale europea, sulle orme di un processo già intrapreso dalla Federal Reserve negli USA.

La crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona e i paventati *spillovers* sui sistemi bancari nazionali hanno determinato l'avvio di un ambizioso ma complesso progetto volto alla costituzione di una piena Unione Bancaria. Ad oggi, solo due dei tre pilastri posti a fondamento del progetto sono stati realizzati: il Meccanismo unico di vigilanza (SSM), che assegna alla BCE il ruolo di supervisor del Sistema bancario europeo (seppure insieme alle autorità nazionali di vigilanza sul settore per le banche cosiddette *less significant*), e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (SRM), che pone al centro di un nuovo sistema europeo di gestione delle crisi bancarie una nuova entità, il *Single Resolution Board*.

Progressi devono invece ancora essere compiuti in merito al terzo pilastro mancante, quello di una assicurazione unica sui depositi bancari, ad oggi ancora organizzata in Europa solo per mezzo di standard minimi di armonizzazione delle regole, disciplinati da direttive.

La complessità della costruzione Europea, le ambiguità in qualche modo insite nell'esistenza di diversi livelli politici ed istituzionali (la UE, l'Eurozona, gli Stati membri), la sfida della Brexit e una struttura relativamente rigida dei sistemi economici e finanziari hanno reso il vecchio continente progressivamente meno competitivo nel confronto globale e generato performances di crescita mediamente inferiori rispetto sia ad altri paesi avanzati che alle più dinamiche grandi economie emergenti.

In questo contesto, il nostro paese accusa una crisi gravissima, di cui sia l'instabilità politica, che la resistenza al cambiamento in ogni ambito (nelle strutture e nei settori produttivi come nelle istituzioni e nelle associazioni di categoria), unitamente al tentativo di salvaguardare posizioni di rendita, sono responsabili. Pesano la prolungata assenza di una classe dirigente capace di guardare al futuro con coraggio e apertura mentale, capace di prendere decisioni impopolari nel breve termine ma utili per rimettere il paese su un sentiero di sviluppo. Burocrazia, inefficienza del sistema tributario, giudiziario e della pubblica amministrazione, eccessiva parcellizzazione e nanismo nell'attività di impresa, un sistema finanziario scarsamente concentrato e poco profittevole, troppo a lungo "drogato" dai facili rendimenti offerti dalla necessità di rifinanziare continuamente l'ingente ammontare di debito pubblico sono alcuni tra i maggiori fattori che hanno impedito sin qui la partenza di una nuova fase di espansione della economia italiana.

Nei tre capitoli che seguono sono raccolti, riorganizzandoli per tematiche coerenti, gli editoriali che ho scritto a partire dalla seconda metà del 2009, quando ho assunto il compito di presiedere il Comitato scientifico di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*, che nel 2020 compie 75 anni di attività ininterrotta e giunge alla sua 76<sup>a</sup> annata. Penso che una loro rilettura a distanza di qualche tempo consenta di individuare meglio temi e sfide

che rimangono ancora drammaticamente attuali, in Europa come in Italia, nella conduzione della politica monetaria così come nell'attività di regolamentazione e vigilanza finanziaria e nelle dinamiche del sistema bancario.

In questi dieci anni, la Rivista ha svolto un utile lavoro non solo di promozione culturale e della attività di ricerca economica e finanziaria in Italia, ma anche nel facilitare l'incontro tra punti di vista diversi, dell'accademia, dell'industria e delle autorità di regolamentazione e di politica economica, organizzando seminari e convegni in cui dibattere temi sfidanti e di attualità. Come scrivevo nel primo editoriale (*Impegno e Prospettive*, Giugno 2009), la grande "crisi economica che stiamo vivendo ha ovviamente profonde radici reali. Tuttavia, essa è stata innescata da un complesso mix di fattori finanziari, regolamentari e di politica monetaria. Fra i tanti insegnamenti con cui ci ammonisce, la crisi sottolinea anche l'importanza della "cultura bancaria", di una bussola che ci aiuti ad evitare la navigazione "a vista". L'ambizione è di contribuire al dibattito e alle analisi su questi temi." Speriamo di esserci, almeno in parte riusciti. E che questa raccolta "retrospettiva" di interventi possa contenere ancora spunti utili per affrontare le sfide che i primi "anni venti" del nuovo millennio ci presenteranno.

## Quaderni di Minerva Bancaria

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*  
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*  
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*  
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*  
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*  
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure. Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.*  
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*  
a cura di Raffaele Lener
- Q. 2/2016 *L'Asset Allocation in presenza di tassi di interesse negativi*  
Nicola Borri, Enrico Maria Cervellati, Domenico Curcio, Antonio Fasano
- Q. 3/2016 *Risoluzione delle crisi bancarie e tutela dei depositi nella Unione Europea*  
AA.VV.
- Q. 1/2017 *La probabilità (di default) non esiste. Discorso sopra la comparabilità delle misure di rischio*  
Simone Casellina, Giuseppe Pandolfo

- Q. 2/2017 *Le riforme del mercato del tabacco in Italia e in Grecia: verso un calendario fiscale.*  
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio
- Q. 3/2017 *I metodi di risoluzione delle controversie (ADR).  
L'Arbitro per le Controversie Fiscali (ACF): primi passi e prospettive.*  
A cura di Raffaele Lener e Alberto Franco Pozzolo
- Q. 4/2017 *Il Microcredito: una "speciale" forma tecnica di finanziamento.*  
Mariantonietta Intonti
- Q. 1/2018 *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*  
Pina Murè, Marco Spallone
- Q. 2/2018 *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*  
Raffaele Lener
- Q. 3/2018 *Quanta e quale educazione finanziaria per l'Italia? Un'analisi comportamentale*  
Fabrizio Ghisellini
- Q. 4/2018 *A Bloomberg Terminal Primer*  
Nicola Borri
- Q. 1/2019 *Un'analisi economica del comparto Lotterie in Italia: evidenza empirica e prospettive future*  
Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio, Marco Spallone
- Q. 2/2019 *Partenariato pubblico-privato, concessioni e gestione dei rischi*  
Biancamaria Raganelli
- Q. 3/2019 *Il settore del vaping in Europa.  
Tra innovazione, fiscalità e regolamentazione*  
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio
- Q. 4/2019 *La Ricerca della Sostenibilità:  
uno Studio sulle Fondazioni Bancarie*  
Mario La Torre, Sabrina Leo, Mavie Cardi

## Saggi di Minerva Bancaria

- S . 1 /2014 *Crisi dei mercati finanziari e Corporate Governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*  
a cura di Raffaele Lener
- S. 1/2016 *La regolazione del mercato finanziario. Fondamenti teorici e prospettive applicative tra diritto ed economia*  
Giorgio Gasparri
- S . 1 /2017 *La prevenzione e la gestione del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo in banca*  
Alfredo Pallini
- S . 1 /2019 *Moneta unica e riforma del sistema bancario. Questioni aperte e prospettive nelle analisi di Francesco Parrillo*  
Rita Mascolo
- S . 1 /2020 *Molto è cambiato! Politica monetaria, banche ed economia italiana nei dieci anni dalla grande crisi*  
Giorgio Di Giorgio

## Testi di Minerva Bancaria

- T . 1 /2015 *Banche Centrali e Politica Monetaria (I Edizione)*  
Giorgio Di Giorgio
- T . 1 /2018 *Banche Centrali e Politica Monetaria (II Edizione, solo versione digitale)*  
Giorgio Di Giorgio

## **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

---

Saggio n. 1 /2020

Supplemento al n. 5-6 / 2019 di Rivista Bancaria - Minerva Bancaria

Direttore responsabile Giovanni Parrillo

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

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

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

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Saggio rispecchia soltanto  
il pensiero dell'Autore e il suo contenuto  
non impegna la Direzione della Rivista

È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione

Finito di stampare nel mese di febbraio 2020 presso "Press Up" - Roma



---

## COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti



# GIORGIO DI GIORGIO

*Giorgio Di Giorgio è Prorettore con delega all'Organizzazione e alla Faculty, Professore Ordinario di Teoria e Politica Monetaria e Direttore del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della LUISS Guido Carli. Nella stessa Università ha ricoperto la carica di Preside della Facoltà di Economia (2007-2011), Direttore del Dipartimento di Economia e Finanza (2011-2014) e Delegato del Rettore alle Relazioni con le imprese (2017-18) e alle Relazioni Internazionali (2003-2005). Laureato con lode in Economia e Commercio (la Sapienza, 1989), nel 1996 ha conseguito un Ph.D. in Economia alla Columbia University. Ha pubblicato numerosi articoli in tema di politica monetaria, teoria e regolamentazione degli intermediari bancari e finanziari, macroeconomia dinamica e finanza internazionale, e il volume Economia e Politica Monetaria (CEDAM-Wolters Kluwer).*



La Grande Crisi ha avuto profonde ripercussioni sul funzionamento dei mercati finanziari, l'operatività degli intermediari, la condotta delle autorità di politica monetaria e di regolamentazione e vigilanza, i diversi settori dell'economia reale. Lungo il percorso degli editoriali pubblicati su *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, Giorgio Di Giorgio accompagna il lettore nell'analisi della politica economica e monetaria di quest'ultimo decennio.

Particolare attenzione viene data all'**evoluzione delle politiche monetarie e fiscali**. La BCE ha dovuto attivare molti nuovi strumenti non convenzionali di *policy*, dai tassi negativi di interesse, alla *forward guidance*, dal *quantitative easing* alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine "mirate" a stimolare l'erogazione di credito. Il volume analizza anche gli ingenti sforzi per costruire **nuove architetture istituzionali di regole e sistemi di vigilanza su mercati ed intermediari finanziari**, e per superare le difficoltà dell'area dell'euro, dovute all'assenza di un governo centrale e di una politica fiscale autonoma.

Oggi il **Vecchio Continente** è divenuto **progressivamente meno competitivo** nel confronto globale. In questo contesto, il nostro Paese deve affrontare un profondo cambiamento e sciogliere diversi nodi, su cui l'Autore non manca di fornire **analisi e proposte**.

Questa raccolta "retrospettiva" di interventi è una guida sicura per ricercatori e studenti per capire i problemi economici, monetari, della regolazione finanziaria e le sfide per il Paese: una bussola che ci aiuti ad evitare la navigazione "a vista".

€ 30,00

