

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Novembre-Dicembre 2021

6

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	CARMINE DI NOIA, CONSOB
ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
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	CLEMENS KOOL, Maastricht University
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
LAURENT CLERC, Banque de France	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	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*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCIANELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,

PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXVII (NUOVA SERIE)

NOVEMBRE-DICEMBRE 2021 N. 6

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO Il ritorno dell'inflazione 3-6

Contributi

G. MACI Il rischio sistemico e l'impatto sul mercato assicurativo:
E. D'APOLITO analisi e considerazioni durante la pandemia..... 7-26

S. MICOSSI On the selling of sovereigns held by the ESCB
to the ESM: a revised proposal 27-46

Contributi - Sezione giovani

S. GIORGIO La rilevanza del ruolo degli schemi di garanzia
dei depositi nelle crisi bancarie..... 47-88

Interventi

S. DE POLIS Il contributo delle assicurazioni alla stabilità e alla crescita
sostenibile nell'era della pandemia 89-96

M. B. FARINA Il contributo del settore assicurativo per la ripresa
e la resilienza del Paese..... 97-101

Rubriche

Gli scenari assicurativi per il post pandemia: alcune riflessioni
(A. Battista) 103-109

Le banche del territorio dopo la pandemia: un network per coniugare tradizione e innovazione
(V. Formisano) 111-118

Al servizio del territorio puntando sull'innovazione
(N. Calabrò) 119-125

Mercati: come muoversi in un anno turbolento
(L. De Biasi) 127-130

Il ruolo delle banche come partner commerciale e non solo finanziario delle PMI
(L. Blini, F. Mastropietro) 131-136

Tecnologia e servizi innovativi nella gestione di attivi durante il Covid
(G. Forzenigo, L. Fusca) 137-145

Il credito nel post Covid-19 alla luce dell'entrata in vigore delle nuove normative
(C. Giliberto) 147-156

Segnali di ritorno alla normalità per imprese e famiglie
(A. Deledda) 157-162

Bankpedia:
L'innovazione nel sistema dei pagamenti
(C. Oldani)..... 163-169

Elenco dei Referees 2021 171-172

Indice dell'annata 2021 173-176

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato. Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista:

www.rivistabancaria.it

Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista

*Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: **redazione@rivistabancaria.it***

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

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

Finito di stampare nel mese di dicembre 2021 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

IL RITORNO DELL'INFLAZIONE

GIORGIO DI GIORGIO*

Uno dei fenomeni macroeconomici più rilevanti del 2021, oltre al rimbalzo dell'attività economica nella maggior parte dei paesi colpiti duramente nel 2020 dalla recessione indotta dalla pandemia, è stato senza dubbio il ritorno di una dinamica dei prezzi a cui non eravamo abituati da ormai quasi due decenni. Pressioni inflazionistiche si sono materializzate, seppure con intensità diverse, nei maggiori paesi industrializzati già a partire dal secondo trimestre dell'anno. Le banche centrali hanno considerato dapprima gli aumenti dei prezzi come prevalentemente transitori, indotti da strozzature nelle catene di approvvigionamento dal lato dell'offerta e dagli assestamenti indotti dalle molteplici dinamiche settoriali divergenti causate dalla pandemia e dal suo perdurare, attraverso una serie di "ondate" di intensità e lunghezza variabile che hanno comunque mantenuto elevata l'incertezza per imprese, lavoratori e consumatori.

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

Nell'ultimo trimestre del 2021, a fronte di una dinamica inflazionistica superiore al 6% negli USA, la FED ha avviato una riflessione più approfondita sulla sussistenza di cause anche strutturali e non solo congiunturali del fenomeno. D'altronde, molti dei fattori che la teoria macroeconomica considera rilevanti per determinare l'inflazione sembrano oggi operare congiuntamente. Da un lato le incessanti super espansive politiche monetarie delle banche centrali che hanno inondato di liquidità negli ultimi anni i mercati. A fianco di esse, più recentemente, i corposi interventi fiscali a sostegno dei redditi e della domanda aggregata. Infine, gli aumenti dei prezzi delle materie prime dovuti sia al rincaro dell'energia che a notevoli disfunzioni nel funzionamento delle catene internazionali di produzione e i problemi logistici indotti dalla pandemia. In conclusione, pressioni inflazionistiche rilevanti sarebbero il prodotto di eccesso di liquidità, di stimoli alla domanda aggregata, di spinte dal lato dei costi, un cocktail formidabile.

Questo ha già portato negli Usa a deliberare l'avvio del cosiddetto "tapering" della politica monetaria, vale a dire una riduzione graduale degli acquisti mensili di titoli condotti dalla banca centrale americana. La riduzione, partendo da un livello iniziale di 120 miliardi di dollari di acquisti mensili, è stata dapprima di 15 miliardi mese, per poi passare, nel prossimo mese di gennaio del nuovo anno a 30 miliardi mese, con l'effetto di azzerare l'espansione della massa monetaria da parte della FED a fine marzo 2022. E' molto probabile che, in assenza di ripercussioni eccessivamente negative sulla crescita economica indotte dalla attuale violenta ondata di contagi dovuti alla variante omicron (che peraltro pare caratterizzata da una mortalità – gravità nelle ospedalizzazioni ridotta rispetto alle precedenti), il Comitato sulle Operazioni di Mercato Aperto della Banca Centrale USA (il FOMC) prosegua nel percorso di normalizzazione della politica monetaria attraverso due o forse anche tre aumenti dei tassi di policy nel corso dell'anno. Il primo, quasi sicuramente, nella primavera. Per continuare poi, nel 2023, in assenza di condizioni economiche e finanziarie anormali, a riportare

gradualmente i tassi di interesse a breve sui livelli precedenti lo scoppio della pandemia, intorno al 2%. Va sottolineato che questo quadro sarebbe altamente desiderabile, in quanto evidenzerebbe un sostanziale consolidamento della ripresa congiunturale in atto, chiaramente a livelli di espansione più contenuti rispetto a quelli che hanno caratterizzato i mesi di forte “rimbalzo” della produzione. Tassi di policy al 2%, accompagnati da aspettative positive seppur prudenti sul perdurare della crescita, potrebbero generare una curva dei rendimenti con moderata inclinazione positiva, tale da far tornare il mercato obbligazionario, nel 2024, un possibile sbocco per le decisioni di investimento dei risparmiatori, a distanza di quasi 5 anni dall'ultimo outlook positivo per questo comparto.

Le dinamiche statunitensi non coincidono perfettamente con quelle che osserviamo dall'altro lato dell'Atlantico. Come già accadde nel 2018, alla normalizzazione della politica monetaria negli USA non si accompagna immediatamente quella nell'area dell'euro, che sperimenta anche essa aumenti del livello generale dei prezzi superiori all'obiettivo di inflazione del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea. Tuttavia, nell'Eurozona l'entità degli aumenti ad oggi è minore e le previsioni a medio termine scontano ancora una flessione di questa dinamica nella seconda parte del 2022. La situazione ha quindi indotto il Consiglio Direttivo a confermare il termine di marzo 2022 per gli acquisti di titoli condotti attraverso il programma PEPP, l'unico svincolato dalla cosiddetta *capital key rule* che obbliga la BCE ad acquistare titoli di Stato dei paesi membri in proporzione corrispondente alle quote detenute dagli stessi nel suo capitale. Questo principio rimane invece a fondamento degli acquisti mensili standard condotti attraverso l'usuale programma di quantitative easing, avviato nel 2015, interrotto solo per pochi mesi nel 2019 e potenziato di nuovo allo scoppio della pandemia, nel marzo 2020. Lo stesso rimarrà in vigore e sarà anzi potenziato per sterilizzare la chiusura del PEPP nel secondo e nel terzo trimestre del 2022, per poi tornare al ritmo usuale di 20 miliardi di acquisti al mese. Insomma, ancora per tutto il 2022, e forse anche oltre, non si parlerà nell'Eurozona di un vero e proprio tapering. Solo nel 2023, forse, e gradualmente, stante il permanere di elevati rischi al

ribasso nell'outlook macroeconomico, la BCE inizierà a considerare prima uno stop all'espansione monetaria e successivamente aumenti nei tassi di interesse ufficiali, che tuttora mantengono saldamente in territorio negativo i rendimenti sul mercato monetario e sui titoli governativi "core". Sarà interessante testare la reazione di mercati e intermediari all'uscita da quello strano mondo in cui abbiamo vissuto nell'ultima decade, in cui si viene remunerati per prendere a prestito! Un mondo che i modelli di equilibrio generale basati su principi fondamentali quali comportamento razionale e libera concorrenza non riescono a descrivere senza imbattersi in incongruenze analitiche devastanti, risolvibili solo grazie ad interventi "illuminati" da parte di policy makers benevolenti (le banche centrali?).

L'anno in cui stiamo entrando si prospetta denso di attese e di sfide, per le autorità, per gli intermediari, per gli investitori. Ad oggi, permangono diversi elementi di incertezza, ma il quadro complessivo dovrebbe ancora favorire allocazioni di portafoglio sovra-pesate e ben diversificate su azionario e real assets.

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

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

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

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2022

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI22	€ 60,00 causale: EII22	€ 130,00 causale: MBEII22
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE22	€ 80,00 causale: EIE22	€ 180,00 causale: MBEIE22
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW22	€ 30,00 causale: EIW22	€ 75,00 causale: MBEIW22

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.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK F. A.	C R I F
ANIA	Divisione IMI - CIB
ARTIGIANCASSA	Intesa Sanpaolo
ASSICURAZIONI GENERALI	ERNST & YOUNG
ASSOFIDUCIARIA	EXTON CONSULTING
ASSONEBB	GENTILI & PARTNERS
ASSORETI	GROUPAMA AM SGR
ASSOSIM	IBL BANCA
BANCA D'ITALIA	INTESA SANPAOLO
BANCA FINNAT	IVASS
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	MERCER ITALIA
BANCA PROFILO	NATIXIS IM
BANCA SISTEMA	NET INSURANCE
CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	OCF
CBI	OLIVER WYMAN
CONSOB	POSTE ITALIANE
	VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:

MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:

ANDREA BATTISTA, Net Insurance

ANTONIO BOTTILLO, Natixis

NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano

LUCA DE BIASI, Mercer

LILIANA FRATINI PASSI, CBI

MAURIZIO FARONI, Exton Consulting Advisor

LUCA GALLI, Ernst & Young

GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo

ANDREA PEPE, FinecoBank

ANDREA PESCATORI, Ver Capital

PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors

ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

Editrice Minerva Bancaria
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

