

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA



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

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Aprile 2022

1-2

# 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 FIORELLI, 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 SARCINELLI

### 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)

GENNAIO-APRILE 2022 N. 1-2

## SOMMARIO

### *Editoriale*

- G. DI GIORGIO A new normal? Il dilemma delle banche centrali tra alta inflazione e rischi di stagnazione..... 3-6

### *Saggio*

- C. BOIDO La diversificazione e le strategie di trend following in un  
L. MARCHIANI portafoglio di criptovalute ..... 7-43
- V. LAGASIO DLT e blockchain nei processi di back-office nel settore  
C. TORRIERO bancario: il progetto “Spunta Banca DLT” ..... 45-76

### *Contributi*

- M. M. DIWANI International evidence on bank profitability:  
R. L. D’ECCLESIA a survey ..... 77-131

### *Rubriche*

- Come ridurre i rischi di stagflazione  
(*M. Messori*) ..... 133-139
- Un nuovo e imprevedibile contesto  
(*A. F. Arcelli, C. Torcellan*) ..... 141-147
- Evoluzione tecnologica e accelerazione digitale:  
il futuro dell’industria finanziaria nel “never normal”  
(*L. Fratini Passi*)..... 149-156
- Innovazione e consapevolezza finanziaria aprono le porte ad un futuro più sicuro  
(*Intervista a M. Marazia*)..... 157-163
- Le “buone ragioni” dei risparmiatori  
(*S. Fallocco, C. Oldani*) ..... 165-172
- Il consolidamento della ripresa economica ha contribuito a normalizzare  
l’andamento delle richieste di credito di imprese e famiglie  
(*M. Liuti*)..... 173-179
- Bankpedia:  
Inclusione finanziaria  
(*G. P. Stella, E. A. Graziano*)..... 181-189

## 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](http://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](mailto: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](mailto: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](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

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

Finito di stampare nel mese di marzo 2022 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

**A NEW NORMAL?  
IL DILEMMA  
DELLE BANCHE CENTRALI  
TRA ALTA INFLAZIONE  
E RISCHI DI STAGNAZIONE**

GIORGIO DI GIORGIO\*

Il 16 marzo, la Federal Reserve ha avviato la normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti, terminando il programma di acquisto di titoli e aumentando il tasso di interesse obiettivo sui federal funds di 25 basis points. La decisione, già ampiamente anticipata dai mercati, segue una dinamica macroeconomica caratterizzata da una inflazione in crescita e da un livello ancora sostenuto dell'attività economica e dell'occupazione, con un tasso di disoccupazione inferiore al 4%. Si può tranquillamente sostenere che, in assenza dell'invasione russa in Ucraina, l'aumento dei tassi di interesse sarebbe stato

---

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

più pronunciato, ad evidenziare la necessità di frenare aspettative di inflazione ormai completamente disallineate rispetto all'obiettivo di un tasso di inflazione medio al 2%. Ed anche nel contesto attuale, la decisione è stata presa a maggioranza, perché uno dei membri votanti del Comitato sulle operazioni di mercato aperto (il FOMC, organo decisionale della politica monetaria USA), James Bullard, avrebbe comunque desiderato un intervento più incisivo. La Fed ha annunciato inoltre che, sulla base dei dati e delle previsioni ad oggi disponibili, è plausibile ipotizzare nuovi e ripetuti aumenti dei tassi di interesse nei prossimi 12-24 mesi, con un possibile ritorno del fed funds rate a livelli intorno al 2,5%. Lo stesso bilancio della Fed, cresciuto enormemente negli ultimi 15 anni, dovrebbe gradualmente ridursi a seguito di decisioni di non reinvestire i proventi derivanti dal rimborso dei titoli acquisiti o addirittura di procedere, nel tempo, a vendere sul mercato parte degli stessi. La capacità di governare adeguatamente gli sviluppi dei prossimi mesi sarà rilevante per evitare volatilità e disordine sui mercati finanziari, già turbati dalle incertezze geopolitiche dovute al conflitto russo-ucraino e preoccupati delle connesse tensioni indotte dalla dinamica dei prezzi energetici e di beni alimentari necessari.

Una situazione non molto diversa caratterizza l'attuale dibattito, in seno alla BCE, sulla opportunità di iniziare un percorso simile di normalizzazione della politica monetaria anche nell'Eurozona. L'ultima rilevazione del tasso di inflazione, calcolato sulla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, misura un valore, il 5,9%, che è il più elevato in assoluto da quando Eurostat fornisce il dato. Le componenti energetiche ed alimentari trainano la crescita dell'indice, risentendo fortemente delle tensioni innescate dalla guerra e dell'interruzione totale o del forte rallentamento indotto nella catena logistica di approvvigionamento di input e prodotti intermedi fondamentali nei processi produttivi. Già prima dell'invasione russa, la BCE aveva annunciato la chiusura del programma straordinario di acquisti legato all'emergenza pandemica, il Pepp, per fine marzo. Si tratta di un programma particolarmente importante dato che è l'unico completamente svincolato dalla cosiddetta

*capital key rule*, che impone altrimenti alla BCE di rispettare negli acquisti di titoli le percentuali detenute dagli Stati membri nel suo capitale. Questo annuncio era stato tuttavia accompagnato da quello di un potenziamento del programma standard di acquisti di titoli (noto sotto l'acronimo di APP) nei due trimestri successivi, ma nei giorni scorsi la Lagarde ha chiarito che tale potenziamento potrebbe in realtà non durare così a lungo, riducendo ulteriormente il ritmo dell'espansione quantitativa nell'Eurozona. La reazione iniziale dei mercati azionari è stata fortemente negativa, anche in concomitanza di notizie negative sul fronte di guerra, ma la volatilità delle borse non è di per sé sufficiente a modificare l'orientamento della banca centrale.

Abbiamo vissuto anni di mercati “drogati” da forti espansioni monetarie, si può dire che l'unica inflazione che abbiamo avuto fino a metà 2021 sia stata nel mercato delle attività finanziarie. Le banche centrali devono ovviamente salvaguardare la stabilità finanziaria, ma definire chiaramente cosa si intende con questo termine non è banale. La BCE dovrebbe sicuramente intervenire se mancasse la liquidità o qualora si interrompessero i meccanismi fondamentali di funzionamento del sistema finanziario, ma non per stabilizzare semplici fluttuazioni giornaliere. Viceversa, le decisioni delle banche centrali necessitano di essere guidate dai dati macroeconomici e dalle previsioni sugli andamenti futuri di prezzi, attività economica ed occupazione. Fino a qualche mese fa, l'intenzione era di attendere il 2023 per una normalizzazione dei tassi a breve nell'Eurozona, ma i dati attuali sull'inflazione non consentono di escludere che si debba anticipare l'intervento all'ultimo trimestre del 2022. Dipenderà da come evolverà il conflitto russo – ucraino e dagli effetti cumulativi delle azioni da questo attivate, come sanzioni e restrizioni agli scambi commerciali e alle transazioni energetiche e finanziarie. Di sicuro, inizia ad esserci evidenza che le previsioni formulate sull'inflazione nell'Eurozona, non solo negli USA, un anno fa erano decisamente sbagliate e sottostimavano, ben prima dell'avviarsi del conflitto, i trend in atto.

E' noto che il primo, irrinunciabile, obiettivo della BCE è di mantenere l'inflazione sotto controllo. Il dilemma che affronta in queste settimane è re-

lativo al fatto che, in assenza di una riduzione degli stimoli, questo obiettivo non potrebbe essere garantito. Tuttavia, è necessaria prudenza e gradualità, perché esistono anche rischi di effetti negativi sull'economia europea indotti dal conflitto in Ucraina, dalle tensioni geopolitiche e dal generalizzato calo di fiducia tra gli agenti, tutti fattori che aumentano i rischi di una riduzione della ripresa economica se non addirittura di un ritorno, per alcuni paesi, in recessione. Per molto tempo, nell'Eurozona, la politica monetaria è stato l'unico strumento a disposizione. L'adozione del Next Generation EU e la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita a seguito della pandemia hanno per fortuna modificato in modo rilevante il quadro, ed oggi la politica fiscale, comune e domestica, ha sicuramente più spazio di azione. Diviene fondamentale coordinare in modo efficace le azioni della Banca Centrale Europea con quella dei singoli governi nazionali e delle istituzioni politiche della UE, per raggiungere il mix più adeguato di interventi fiscali e monetari, senza tralasciare una riflessione, ormai difficilmente rinviabile, circa lo sviluppo di una difesa comune nella UE per ridurre la eccessiva dipendenza da Nato e USA.

Il quadro complessivo rimane fortemente dipendente dagli sviluppi del conflitto in Ucraina. Qualora questo terminasse a breve, è plausibile che i fattori di rischio downside all'economia possano rapidamente essere riassorbiti, conducendo la BCE a valutare con attenzione subito dopo l'estate, la cessazione degli stimoli e l'avvio della normalizzazione della politica monetaria anche sul fronte dei tassi di interesse. Un prolungato scenario di guerra consiglia invece di non attivare interventi che potrebbero rendere inevitabile una nuova forte contrazione dell'attività economica nell'Eurozona, a distanza di pochi mesi dall'uscita dalla più grave recessione mondiale degli ultimi due secoli.

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**

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> bimestrale	<b>Economia Italiana</b> quadrimestrale	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 100,00</b> causale: MBI22	<b>€ 60,00</b> causale: EII22	<b>€ 130,00</b> causale: MBEI22
Canone Annuo Estero	<b>€ 145,00</b> causale: MBE22	<b>€ 80,00</b> causale: EIE22	<b>€ 180,00</b> causale: MBEIE22
Abbonamento WEB	<b>€ 60,00</b> causale: MBW22	<b>€ 30,00</b> causale: EIW22	<b>€ 75,00</b> 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**

AETOS PARTNERS	CONSOB
ALLIANZ BANK F. A.	C R I F
ANIA	DEA CAPITAL REAL ESTATE SGR
ASSICURAZIONI GENERALI	Divisione IMI - CIB
ASSOFIDUCIARIA	Intesa Sanpaolo
ASSONEBB	ERNST & YOUNG
ASSORETI	GENTILI & PARTNERS
ASSOSIM	IBL BANCA
BANCA ALETTI	INTESA SANPAOLO
BANCA D'ITALIA	INVESTIRE SGR
BANCA FINNAT	IVASS
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	MERCER ITALIA
BANCA PROFILO	NATIXIS IM
BANCA SISTEMA	NET INSURANCE
BLUE SGR	OCF
CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	OLIVER WYMAN
CBI	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  
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

