

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Maggio-Giugno 2022

3

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, OCSE
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 MURÈ, 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 PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXVIII (NUOVA SERIE)

MAGGIO-GIUGNO 2022 N. 3

SOMMARIO

Editoriale

- G. DI GIORGIO La diversa “normalizzazione” delle politiche monetarie negli USA e nell’Eurozona 3 - 7

Saggi

- A. CYBO OTTONE Impact of Covid on the european AM and WM industry: what a year! 9 - 33
- M. MORGANTI

Saggi - Sezione giovani

- D. M. LAGANÀ Federal reserve’s communication: a latent Dirichlet allocation analysis with application to the FOMC minutes 35 - 75

Rubriche

- Servizi finanziari digitali – Trends evolutivi dell’esperienza del consumatore
(A. Ferretti)..... 77-84
- I fattori ESG delle imprese italiane quotate. Verso il nuovo approccio della regolamentazione prudenziale bancaria
(S. Marzioni)..... 85-96
- I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza
(C. Giliberto)..... 97-106
- Non-Fungible Token e disciplina antiriciclaggio
(G. Agostini)..... 107-116
- L’open banking in italia: e’ il momento della svolta?
(S. Capecchi)..... 117-123
- Bankpedia:
Central Bank Digital Currency (CBDC)
(C. Oldani)..... 125-129

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

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

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

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

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

**LA DIVERSA
“NORMALIZZAZIONE”
DELLE POLITICHE MONETARIE
NEGLI USA
E NELL’EUROZONA**

GIORGIO DI GIORGIO*

Il ritorno dell’inflazione è stato rapido e impetuoso nella gran parte dei paesi industrializzati. Gli ultimi dati parlano di incrementi dell’indice generale dei prezzi intorno al 8%, negli USA come nell’Eurozona. Solo 9 mesi fa il consenso era ancora forte sul considerare i primi segnali di aumenti dei prezzi come “temporanei” e meno preoccupanti. Forse perché ci eravamo tutti abituati all’assenza di fenomeni inflazionistici da intere decadi e nonostante 15 anni di politiche monetarie ultra accomodanti e super espansive nel post crisi finanziarie (dei mutui subprime negli USA, dei debiti sovrani per la BCE).

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

Semmai, il rischio è stato a lungo di cadere in deflazione e il risultato conseguito quello di rimanere ben al di sotto degli obiettivi di inflazione dichiarati dalle banche centrali.

La ripresa dell'inflazione è stata alimentata dai forti rincari nei prodotti energetici e nelle materie prime, in gran parte dovuti al venir meno, per l'emergenza pandemica, delle naturali interconnessioni commerciali tra paesi, bloccate da lockdown e chiusure di molte delle strutture alla base delle catene logistiche di approvvigionamento.

Lo scoppio del conflitto in Ucraina ha ulteriormente contribuito ad allargare ai prodotti alimentari rincari rilevanti e ha innescato fenomeni speculativi su gas e petrolio, che vanno oltre l'impatto della riduzione di offerta di materie prime dalla Russia e dall'Ucraina. Alla ripartenza dell'inflazione hanno d'altronde contribuito senza dubbio il cumularsi di liquidità in eccesso, la ripresa della domanda di beni e servizi fortemente compressa durante la pandemia e gli ingenti sostegni alla domanda aggregata assicurati ovunque dai governi, con stimoli fiscali addizionali cumulati che hanno raggiunto percentuali del 20-25% del Pil negli USA.

La dinamica dell'inflazione recente - simile nell'aggregato, seppure con qualche mese di ritardo nell'Eurozona - è d'altronde diversa, nella sua composizione, tra USA ed Europa. Negli Stati Uniti l'energia spiega circa 1/3 dell'aumento dei prezzi, ma le pressioni salariali e l'eccesso di domanda aggregata hanno dato il maggiore contributo. Il tasso di disoccupazione è di nuovo sui minimi negli Usa, nonostante una occupazione che ancora non torna ai livelli prepandemici. Sul mercato del lavoro USA pesano infatti i mismatch tra gli skills richiesti dalle aziende e le competenze dei lavoratori; l'uscita di centinaia di migliaia di lavoratori dalla forza lavoro, probabilmente per motivi psicologici e sanitari connessi alla pandemia; la riduzione della forza lavoro femminile connessa alla chiusura, durante il Covid, di numerosi centri di accoglienza e assistenza a bambini ed anziani, che sicuramente ha impattato con maggior rilevanza sulle donne.

Nell'Eurozona, l'occupazione ha tenuto meglio per la maggiore estensione dei programmi di welfare e la dinamica salariale è stata sin qui modesta. Mentre i 2/3 dell'inflazione sono importati e di origine energetica ed alimentare.

Ciò spiega la diversa reazione di Fed e BCE, con la prima più veloce nel tornare ad aumentare i tassi di interesse e più aggressiva in termini di riduzione del bilancio della banca centrale. La Fed ha alzato i tassi già due volte, con il primo aumento, di soli 25 basis points, a marzo, sicuramente influenzato dal recentissimo avvio dell'invasione dell'Ucraina, e il secondo, in maggio, di 50 basis points, che annuncia ulteriori strette di pari intensità. Ha anche già attivato una riduzione rilevante nello stock di titoli in bilancio, sia governativi che di origine cartolarizzata, annunciando che, a partire dal corrente mese di giugno, il ricavato dei rimborsi di titoli acquistati sul mercato aperto e venuti a scadenza sarà reinvestito solo se in eccesso rispetto ad alcune soglie. Queste sono state determinate in 30 miliardi di dollari per i titoli governativi (60 miliardi nei tre mesi successivi) e 17,5 per gli MBS/ABS (35 nei tre mesi successivi). Le aspettative di mercato vedono altamente probabile un ritorno del fed funds rate al 3,25 – 3,50% entro un anno, per poi stabilizzarsi ed eventualmente scendere di poco qualora l'inflazione torni vicina all'obiettivo del 2%.

La BCE ha invece mantenuto gli annunci relativamente all'abbandono in marzo del programma straordinario di acquisti pandemici (il PEPP), svincolato dalla capital key rule che inibisce, nel più tradizionale APP, acquisti non proporzionali alle quote di ogni paese nel capitale della BCE, potenziando solo marginalmente nel secondo trimestre il quantitative easing tradizionale (appunto l'APP), anche esso ora in chiusura. Al momento sono stati previsti due aumenti dei tassi di interesse di 25 basis points ognuno in estate (luglio e settembre), mantenendo tuttavia ad oggi l'intenzione di reinvestire l'intero ricavato ottenuto dai titoli che verranno a scadenza per tutto il 2022, così da mantenere invariato il bilancio della banca centrale e elevata la liquidità nel sistema finanziario, in un contesto in cui decisamente le ripercussioni negative sull'andamento dell'economia del conflitto tra Russia ed Ucraina preoccupano maggiormente. Si tratta di un approccio, che dovrà essere confermato

sulla base dei prossimi dati, più cauto e ispirato a maggiore cautela, ma non necessariamente sbagliato.

Normalizzare la politica monetaria, d'altronde, significa uscire (finalmente!!) da quell'anomalia caratterizzata nell'Eurozona (ma non negli USA) da tassi di interesse negativi che hanno prodotto effetti collaterali di difficile comprensione e di non uniforme valutazione. Una politica monetaria "normale" torna a gestire la dinamica dei tassi di policy, e degli altri strumenti a disposizione - dalle operazioni di mercato aperto, a titolo definitivo piuttosto che repo, ai rifinanziamenti del settore bancario e finanziario alla forward guidance - in modo coerente con la sottostante evoluzione dell'andamento economico e dei prezzi. La calibrazione del contributo dei diversi strumenti potrà mutare nel tempo, ma la decisione di rimuovere per prima cosa il fenomeno più eclatante degli ultimi 8 anni, cioè i tassi negativi, va senza dubbio salutata con soddisfazione. Va anche sottolineato che il bilancio della BCE, rispetto a quello della FED, è cresciuto meno, nei quindici anni trascorsi dallo scoppio, nell'estate del 2007, della grande crisi finanziaria internazionale. Fatto pari a 100 il bilancio delle due banche centrali nel 2007, oggi la FED è a 950 e la BCE di poco inferiore a 600. Mantenere un approccio di politica monetaria accomodante nei prossimi mesi, a fronte dell'incertezza che sta rapidamente riducendo le attese di crescita e (in alcuni casi) addirittura facendo paventare rischi di recessione, sembra un approccio condivisibile, anche considerando i vincoli evidenti ad ulteriori ricorsi al debito pubblico nel contesto europeo. Ricordiamoci che mentre negli USA esiste la possibilità di consolidare (almeno teoricamente) il bilancio di banca centrale e tesoro, nell'Eurozona non esiste una sovrapposizione geografica e politica tra le aree di riferimento della politica monetaria e del bilancio (o nazionale o dell'UE a 27, ma certamente non dell'area dell'euro). E, con l'eccezione della sola Germania, ovunque il debito in rapporto al PIL è cresciuto oltre i livelli di guardia identificati dalla letteratura prevalente. In Italia, tale rapporto è al 150%, ma in Francia e Spagna si colloca comunque al 112% e al 118%, rispettivamente.

Gradualità, prudenza e attenzione all'evoluzione macroeconomica dovranno quindi orientare le prossime scelte della BCE, che non necessariamente dovrà imitare da vicino la FED.

La sfida per i prossimi mesi sarà quella di bilanciare i rischi di perdere il controllo dell'inflazione con quelli di destabilizzare il sistema finanziario e portare l'economia in recessione. Un compito difficile, ma le cui ricette sono meglio conosciute rispetto alle ardite novazioni nella varietà e nell'uso di strumenti di policy cui ci hanno abituato negli ultimi quindici anni le nostre Autorità monetarie. L'auspicio è che la “normalizzazione” delle banche centrali si accompagni ad una rimozione delle drammatiche fonti di rischio ed incertezza che originano dal conflitto in Ucraina e dal mutare e perdurare della minaccia pandemica, così da riportare l'economia mondiale sul quel percorso di ripresa abbandonato troppo presto dopo l'esperienza devastante della mega recessione “sanitaria” del 2020.

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

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
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

