

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore  
Facoltà di  
Scienze Bancarie  
Finanziarie e Assicurative

G. MORCALDO - S. ROSSI - G. VACIAGO

**“LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA  
ITALIANA E INTERNAZIONALE”**

Interventi tenuti nell’ambito del Seminario su:  
“Redditività, patrimonio e mutamenti organizzativi nelle banche italiane”  
S. Marco - Perugia, 14 marzo 2002

QUADERNO N. 195

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore  
Facoltà di  
Scienze Bancarie  
Finanziarie e Assicurative

G. MORCALDO - S. ROSSI - G. VACIAGO

**“LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA  
ITALIANA E INTERNAZIONALE”**

Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su:  
“Redditività, patrimonio e mutamenti organizzativi nelle banche italiane”  
S. Marco - Perugia, 14 marzo 2002

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1  
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1  
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625



Prof. Giancarlo MORCALDO,  
Direttore Centrale per la Ricerca Economica della Banca  
d'Italia

### **La ripresa congiunturale negli Stati Uniti e le prospettive di sviluppo per l'economia europea**

Il rallentamento dell'economia mondiale, gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno destato viva preoccupazione negli economisti e soprattutto nei responsabili della politica economica. La loro attenzione si è concentrata sui rischi che si prospettavano per l'economia mondiale, sull'individuazione della risposta più adeguata a fronteggiare le conseguenze immediate degli eventi indicati, sui provvedimenti più idonei a evitare il prolungarsi e l'accentuarsi della fase recessiva che si prospettava per l'economia mondiale.

Nella prima metà dell'anno il pronto e intenso abbassamento dei tassi d'interesse attuato a partire da gennaio dalla Federal Reserve e l'introduzione di un piano di sgravi fiscali in maggio da parte del Congresso degli Stati Uniti consentivano di prevedere l'avvio della ripresa a partire dall'ultimo trimestre.

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre incidevano negativamente sui consumi e sull'attività produttiva nel terzo trimestre; si diffondevano timori di dissesti finanziari e di cadute della produzione che avrebbero potuto propagarsi in vaste aree del globo.

La pronta risposta della politica monetaria degli Stati Uniti concertata con il sistema di banche centrali europeo, gli incisivi interventi di espansione della spesa pubblica decisi dal Congresso consentivano di riportare la fiducia sui mercati e di sostenere l'attività produttiva.

L'insieme degli interventi di politica economica, le misure dirette a innalzare i livelli di sicurezza, il positivo evolvere del conflitto in Afghanistan servivano ad attenuare le tensioni internazionali e a scongiurare evoluzioni negative sul piano economico.

Il prodotto interno lordo nel quarto trimestre dello scorso

anno è tornato ad aumentare; nel primo trimestre dell'anno in corso la ripresa produttiva si va facendo vigorosa. L'attività economica dà segni di risveglio anche in Europa.

I costi sostenuti sono stati rilevanti: i tassi di riferimento sui Federal Funds sono stati ridotti dal 6,5 all'1,75 per cento, il valore più basso dagli anni cinquanta, quelli ufficiali dell'unione monetaria europea sono stati ridotti in misura inferiore dal 4,5 al 3,75 per cento; le manovre espansive di bilancio pari nel complesso al 2,3 per cento del prodotto lordo hanno riassorbito integralmente l'avanzo del bilancio federale degli Stati Uniti.

L'economia degli Stati Uniti ha dato prova di grande solidità: è riuscita ad assorbire gli shocks mantenendo intatta la propria capacità di crescita.

In Europa il rallentamento del prodotto interno è risultato meno intenso; ora che la ripresa produttiva si profila all'orizzonte possiamo tornare a interrogarci sulle politiche economiche che possono essere messe in atto per far fronte ai problemi sollevati dalla globalizzazione dell'economia mondiale e dalla new economy; possiamo analizzare le opportunità da queste offerte e individuare le condizioni necessarie per coglierle.

1. L'economia degli Stati Uniti ha raggiunto il punto di culmine alla metà dello scorso anno. Dopo la forte espansione registrata tra la seconda metà del 1999 e quella del 2000 l'attività produttiva ha segnato un rallentamento, in connessione con il rialzo dei prezzi del petrolio e con il progressivo esaurirsi del ciclo di espansione degli investimenti produttivi protrattosi per dieci anni, a un ritmo del 10 per cento annuo in termini reali. Nei primi due trimestri del 2001 gli investimenti in macchinari e software sono calati rispettivamente del 4 e del 15 per cento.

La fase di rallentamento congiunturale è stata contrastata dall'orientamento decisamente espansivo assunto dall'inizio dell'anno dalla politica monetaria e dalle misure di sgravio fiscale decise in maggio per un importo di 120 miliardi di dollari da attuarsi nel biennio 2001-02.

Gli eventi dell'11 settembre hanno aggravato la situazione

di debolezza dell'economia, determinando in settembre una caduta dei consumi del 2 per cento. Nel terzo trimestre il loro tasso di crescita si è ridotto rispetto a quello precedente all'1 per cento su base annua, a fronte del 3 e del 2,5 osservato rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre. Gli investimenti in macchinari e software hanno continuato a calare a un ritmo del 9 per cento. Ne è derivata una flessione dell'attività produttiva dell'1,3 per cento su base annua.

Le ulteriori forti riduzioni dei tassi d'interesse ufficiali e gli interventi pubblici diretti alla ricostruzione e alla sicurezza nazionale dell'ordine di 80 miliardi di dollari hanno consentito di riportare fiducia sui mercati. Come risultato delle riduzioni apportate in più riprese, i tassi di riferimento per i federal funds sono come accennato attualmente pari all'1,75 per cento. Di recente sono stati approvati ulteriori interventi pubblici per 42 miliardi di dollari. Nel complesso gli interventi espansivi della politica di bilancio approvati si ragguagliano a circa 2,3 punti percentuali del prodotto interno.

La flessione dell'attività produttiva è risultata meno prolungata e meno accentuata di quanto inizialmente si potesse ritenere. Si può valutare che gli eventi dell'11 settembre hanno determinato un rinvio della fase di ripresa dell'attività produttiva di circa un trimestre.

La tenuta dei consumi, anche in relazione a forti incentivi per l'acquisto di auto, ha consentito negli ultimi mesi dell'anno di arrestare la fase di discesa dell'attività produttiva. Nel quarto trimestre, nonostante gli investimenti abbiano continuato a flettere in misura di rilievo, il prodotto interno è aumentato dell'1,4 per cento su base annua, risentendo anche della forte espansione della spesa pubblica diretta.

I mercati finanziari sin da ottobre scontavano una ripresa produttiva. Il dollaro che aveva subito un deprezzamento in connessione con gli eventi dell'11 settembre, dopo aver recuperato le quotazioni iniziali si è apprezzato. Il premio al rischio riconosciuto sulle obbligazioni emesse dalle imprese si è ridotto rispetto ai livelli raggiunti dopo gli attentati. I corsi azionari hanno recuperato i livelli preesistenti l'11 settembre. I

tassi a lungo termine sui titoli pubblici decennali sono tornati sopra al 5 per cento.

Segnali di ripresa provenivano dagli indicatori anticipatori di natura reale.

Gli indicatori coincidenti registravano miglioramenti significativi nell'ultima parte dell'anno; dai primi mesi dell'anno in corso hanno iniziato a segnalare una ripresa della produzione. Vi sono segni di un ritorno all'espansione degli investimenti nei settori avanzati.

L'intensità della ripresa produttiva presenta tuttavia incertezze. L'attività di investimento potrebbe essere frenata dalla caduta registrata dai profitti, dal rialzo dei premi al rischio successivo alle vicende della Enron e dall'elevato livello di leverage. Anche l'espansione dei consumi potrebbe risultare meno intensa a causa dei rialzi dei tassi di interesse e dell'ampio indebitamento delle famiglie.

In base alle attese degli organismi internazionali e dei principali centri di previsione, l'attività produttiva dovrebbe crescere nel primo trimestre in corso a un ritmo del 3 per cento su base annua. La ripresa dovrebbe consolidarsi nella seconda metà dell'anno, in cui il tasso di crescita della produzione dovrebbe portarsi tra il 3 e il 4 per cento su base annua.

2. La flessibilità del mercato del lavoro ha dato luogo a un forte aumento del tasso di disoccupazione; questo è passato dal 4,2 per cento in gennaio al 5,8 per cento in dicembre con riflessi negativi sui consumi. Essa ha nel contempo consentito di mantenere la crescita della produttività su livelli elevati, attenuando la flessione dei profitti e la caduta dei corsi azionari. Nel quarto trimestre la produttività del lavoro ha segnato un aumento del 5,2 per cento.

Il processo di diffusione delle nuove tecnologie che si è avviato negli anni novanta è da ritenere non si sia ancora esaurito. In base alle analisi effettuate da economisti degli Stati Uniti, il tasso di crescita della produttività, alla base dei positivi risultati conseguiti nella seconda metà dello scorso decennio, dovrebbe rimanere su valori compresi tra il 2 e il 2,5 per cento per un periodo prolungato.

Con riferimento al 2003 i principali centri di previsione stimano che l'economia americana possa tornare a crescere a un ritmo dell'ordine del 4 per cento, analogo a quello realizzato nella seconda metà degli anni novanta.

3. L'Europa ha segnato un rallentamento congiunturale meno intenso di quello sperimentato dagli Stati Uniti, avendo risentito solo indirettamente degli eventi dell'11 settembre. L'attività produttiva dopo la decelerazione registrata nel primo semestre dello scorso anno ha sostanzialmente ristagnato nel secondo, risentendo, oltre che del rialzo del prezzo del petrolio, del rallentamento del commercio mondiale. Il prodotto interno è cresciuto nella media dell'anno dell'1,5 per cento; il rallentamento congiunturale è stato assai intenso in Germania.

La politica monetaria ha assunto un orientamento espansivo; l'abbassamento dei tassi ufficiali è risultato di entità peraltro assai inferiore a quello praticato negli Stati Uniti. Dati gli obiettivi di risanamento definiti per la finanza pubblica non sono stati presi provvedimenti discrezionali diretti a sostenere i consumi; l'operare degli stabilizzatori automatici ha tuttavia determinato un'espansione del disavanzo pubblico soprattutto in Germania e in Francia.

Dalla fine dello scorso anno, stanno emergendo anche in Europa segni di ripresa dell'attività produttiva. Gli indicatori coincidenti hanno segnato un rialzo sia in dicembre sia in gennaio. Il punto di minimo del ciclo sembra superato.

La crescita del prodotto interno nell'anno in corso dovrebbe risultare analoga a quella realizzata nel 2001. Nel corso dell'anno la ripresa produttiva dovrebbe consolidarsi, riportando la crescita verso il livello potenziale. Essa, valutabile nell'ordine del 2,5 per cento, rimane sensibilmente inferiore a quella attribuita agli Stati Uniti.

Nella seconda metà degli anni novanta l'espansione degli investimenti produttivi è risultata sostenuta in tutti i paesi europei; il loro tasso di crescita è risultato tuttavia assai inferiore a quello realizzato dagli Stati Uniti. Questo andamento trova ovviamente giustificazione, perlomeno in parte, nella diffusione delle nuove tecnologie e nel tentativo di far fronte alla concorrenza internazionale.



La nuova fase di espansione degli investimenti non sembra però in grado di innalzare il tasso potenziale di sviluppo.

La possibilità di conseguire questo risultato trova ostacolo nell'elevatezza del cuneo fiscale e nella corrispondente rilevanza della spesa pubblica, nella limitata efficienza delle amministrazioni pubbliche, nella scarsa flessibilità del mercato del lavoro, nella insufficiente concorrenza su quello dei prodotti, nella carenza di infrastrutture. L'insieme di questi fattori sono la causa primaria della lentezza con cui le nuove metodologie di produzione si stanno diffondendo nel settore produttivo.

È tuttavia da ritenere che l'Europa disponga delle risorse necessarie per elevare il tasso potenziale di crescita verso il livello che caratterizza gli Stati Uniti.

4. Negli anni novanta in Europa si è perseguita la realizzazione dell'unione monetaria. Per raggiungere le condizioni idonee per realizzare questo obiettivo in termini di tassi di cambio, di inflazione e di equilibrio dei conti pubblici si è pagato un costo. Il tasso di crescita del prodotto negli anni novanta ha registrato un netto rallentamento, risentendo degli effetti di contenimento della domanda indotti dal ridimensionamento dei disavanzi pubblici e della crescente concorrenza internazionale. Effetti negativi sull'offerta sono derivati dall'inasprimento della pressione fiscale cui è stato affidato il riequilibrio dei bilanci pubblici. Il tasso di disoccupazione è rimasto elevato; la presenza nei settori a tecnologia avanzata risulta modesta rispetto a quella degli Stati Uniti e del Giappone.

Nel decennio trascorso importanti aree hanno compiuto progressi notevoli. I paesi emergenti beneficiando dei considerevoli afflussi di fondi, connessi con la liberalizzazione dei movimenti di capitale, hanno rafforzato l'assetto produttivo e innalzato il tasso di crescita. Negli Stati Uniti la diffusione delle nuove tecnologie ha consentito di elevare la crescita potenziale, e nel contempo di contenere il tasso d'inflazione.

Realizzata l'unione monetaria occorre perseguire obiettivi di integrazione di più vasta portata; essi debbono avere come

punto di arrivo l'unione politica dei vari paesi europei. Dal punto di vista economico l'integrazione offre l'opportunità di conseguire il rafforzamento delle prospettive di crescita.

Allo stato attuale la configurazione dell'assetto istituzionale dell'Europa non è completa. Alla Banca centrale europea non si affianca un governo comunitario in grado di perseguire i compiti che la scienza delle finanze affida alla politica di bilancio, in particolare un più elevato grado di sviluppo.

Si sta affermando la consapevolezza della situazione di difficoltà che le economie europee incontrano nel far fronte ai problemi posti dalla globalizzazione; non si è tuttavia riusciti a comprendere esattamente la natura delle difficoltà da affrontare e le linee di politica economica in grado di offrire soluzioni adeguate al nuovo contesto.

In attesa di una ridefinizione dell'assetto istituzionale che dovrebbe scaturire dai lavori per la Costituzione Europea, è necessario attuare una concertazione delle politiche economiche diretta a porre le condizioni per rafforzare le prospettive di crescita.

Le linee di indirizzo definite a livello comunitario mirano al rafforzamento della competitività sui mercati internazionali con un insieme di azioni strutturali nei vari settori. Non appaiono tuttavia chiari gli obiettivi da perseguire e i mezzi attraverso cui realizzarli.

5. Nell'ambito degli accordi di Lisbona sono state individuate riforme strutturali dei mercati dei prodotti, del lavoro e dei capitali e del bilancio pubblico. I progressi sinora compiuti sono stati molto limitati.

Nei lavori preparatori per gli incontri di Barcellona tra i Ministri finanziari si sono precisate le linee di indirizzo da perseguire nei diversi settori.

1. Nel mercato dei prodotti sono indicate misure dirette a:
  - liberalizzare, integrare, accrescere la concorrenza nei mercati europei dei beni e dei servizi;
  - coordinare gli sforzi diretti a liberalizzare i mercati;
  - rimuovere le barriere all'entrata nei mercati nazionali.

2. Nel settore delle infrastrutture ci si pone l'obiettivo di:
  - interconnettere le principali strutture di fornitura di elettricità e del gas, in modo da progredire verso la creazione di un mercato unico; garantire l'accesso alla rete a tutte le imprese.
3. Nel settore pubblico si mira ad:
  - accrescere la qualità dei servizi pubblici offerti alla collettività.
4. Nel settore delle imprese ci si propone di:
  - garantire un'effettiva concorrenza sul mercato; la concorrenza assicura la disciplina e l'incentivo per raggiungere una più elevata efficienza del sistema economico e per rafforzare la competitività dell'unione europea;
  - ridurre gli aiuti statali alla produzione e indirizzarli verso obiettivi strategici;
  - incoraggiare le nuove intraprese riducendo le barriere amministrative e legali.
5. Nel mercato dei capitali gli interventi volgono a:
  - integrare i mercati finanziari per conseguire i benefici di un efficiente sistema di canalizzazione del risparmio, riducendo il costo dell'accesso al capitale per sostenere gli investimenti;
  - ridurre le barriere alla creazione di un mercato azionario comunitario.
6. Nel mercato del lavoro le proposte mirano ad:
  - ammodernare il mercato del lavoro per creare nuova occupazione;
  - effettuare una attenta revisione degli incentivi fiscali per rafforzare la domanda di lavoro e innalzare il tasso di partecipazione.
7. Nel settore delle informazioni e delle conoscenze si mira a:
  - sviluppare una rete comunitaria che sia il frutto del pieno operare della concorrenza tra quelle locali;

- espandere le spese per la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione attraverso strategie integrate che includano un aumento della concorrenza sul mercato dei prodotti, un più facile accesso al capitale di rischio, una migliore protezione dei diritti di proprietà intellettuale nonché l'uso di incentivi fiscali o di altra natura.

6. Tutte le riforme a livello sia nazionale sia di mercato unico, a mio avviso, debbono essere indirizzate a rafforzare la crescita della produttività, che rappresenta l'obiettivo intermedio cui mirare per rafforzare la crescita dell'economia. La concorrenza deve essere perseguita attraverso una più ampia apertura dei mercati, una rigorosa regolamentazione e una riduzione degli aiuti statali.

Gli investimenti specialmente quelli effettuati da piccole imprese devono essere facilitati da mercati finanziari efficienti e integrati e favoriti da servizi pubblici di elevata qualità e da un'adeguata dotazione infrastrutturale. Va favorito il miglioramento delle condizioni di lavoro per le imprese assicurando strumenti finanziari adeguati quali il *venture capital* e una cultura favorevole all'assunzione di rischi.

Le spese per innovazione e ricerca devono essere strettamente dirette ad assicurare l'introduzione di nuove idee sia nel campo degli affari che in quello accademico. La formazione professionale deve essere volta a valorizzare gli sforzi individuali e a evitare l'esclusione sociale dei lavoratori.

7. Lo strumento principale per porre in essere le politiche idonee è il bilancio pubblico. Attualmente il bilancio della comunità europea destina le sue risorse principalmente a due scopi: la salvaguardia dei redditi degli agricoltori e obiettivi di coesione sociale con particolare riferimento al sostegno dell'accumulazione privata e pubblica.

Con riferimento al primo aspetto va rilevato che l'obiettivo prioritario perseguito è quello di assicurare un livello adeguato di autosufficienza nella produzione agricola, rivestendo essa un ruolo prioritario nell'ipotesi di conflitti.

Nel nuovo contesto di distensione internazionale questo ruolo va rivisto. Spinge in questa direzione anche la necessità di realizzare una liberalizzazione degli scambi dei prodotti agricoli, che potrebbe favorire lo sviluppo di molte aree arretrate.

Il bilancio comunitario deve mirare a un riassetto dell'apparato produttivo volto al rafforzamento dei settori avanzati e a realizzare le infrastrutture indispensabili al nuovo stadio di sviluppo che il rapido avanzamento della tecnologia rende possibile. In primo luogo occorre espandere i fondi destinati all'investimento in istruzione e quelli diretti alla ricerca e allo sviluppo, essendo il loro ritorno assai elevato, non solo per l'individuo ma anche per la collettività. È necessario che a questo sforzo partecipi sia il settore pubblico sia quello privato.

Gli stessi obiettivi devono essere perseguiti, con interventi coordinati, dalle politiche di bilancio dei singoli paesi membri. Data l'elevata incidenza raggiunta dalla spesa pubblica corrente sul prodotto interno, è necessario ridimensionare gli interventi pubblici che presentano basso grado di esternalità. Ogni attività che può essere più agevolmente svolta dal settore privato va affidata a quest'ultimo. Troppo a lungo nella suddivisione dei compiti tra il settore pubblico e quello privato si è trascurata l'esistenza di un basso grado di efficienza delle pubbliche amministrazioni.

8. La completa libertà dei movimenti di capitale fa convergere il risparmio nelle aree dove la combinazione costo del lavoro-tecniche produttive assicura un rendimento più elevato. Le forze di mercato nel lungo periodo porteranno a concentrare la produzione di beni ad elevata tecnologia nei paesi avanzati e quella dei beni a medio-basso contenuto tecnologico nei paesi meno sviluppati.

Le politiche economiche dei paesi industriali debbono assicurare uno sviluppo armonico dell'economia mondiale. Nel breve-medio periodo esse debbono mirare a rafforzare o perlomeno a preservare il ritmo di crescita delle economie industriali e, nel contempo, favorire l'espansione produttiva e

sociale dei paesi arretrati; in tal modo potranno essere evitati i conflitti commerciali, le riduzioni anche se temporanee dell'occupazione dei paesi avanzati e i connessi costi sociali. Per conseguire questo risultato le economie industriali devono innovare i processi produttivi e i prodotti, rafforzare i settori a tecnologia avanzata, valorizzare le risorse umane. I consumatori dei paesi industriali potranno trarre vantaggio dalla disponibilità di beni di media-bassa tecnologia a prezzi contenuti che saranno prodotti dai paesi in via di sviluppo.

Lo sviluppo dell'economia mondiale, il pieno esplicarsi dei vantaggi comparati che scaturiscono dalla liberalizzazione degli scambi commerciali e dei movimenti di capitale richiedono nel contempo la realizzazione di beni pubblici globali, in analogia con quanto avvenuto nei decenni passati nella fase di sviluppo realizzata dai singoli paesi.

In primo luogo va assicurata una distribuzione del prodotto mondiale più equa rispetto a quella attuale. Nei decenni passati al rafforzamento della crescita dell'economia mondiale non è corrisposta una ripartizione equa dei suoi benefici. Alcuni paesi sono rimasti del tutto esclusi dal processo di sviluppo.

Per conseguire questo obiettivo occorre da un lato procedere nella completa liberalizzazione degli scambi commerciali estendendola ai prodotti agricoli e a quelli tessili che possono essere forniti dai paesi arretrati. Alla liberalizzazione completa degli scambi di merci e dei movimenti di capitale si devono affiancare aiuti in favore dei paesi arretrati in cui, mancando le condizioni di base, il processo di sviluppo non può avviarsi attraendo afflussi di capitali dall'estero. In questi paesi gli aiuti internazionali devono mirare a elevare il grado di istruzione e a realizzare le infrastrutture primarie, in modo da consentire l'avvio dell'iniziativa privata.

Vanno altresì assicurate le infrastrutture a carattere internazionale occorrenti per realizzare una più stretta integrazione tra i vari paesi e l'avvio di un nuovo stadio di sviluppo.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale offre l'opportunità di realizzare ritorni elevati, a fronte però di un

rischio maggiore. È necessario che vengano fornite le informazioni necessarie per un'attenta valutazione dell'impiego di fondi e che vengano assicurati il finanziamento delle principali istituzioni e in primo luogo la regolarità dell'attività bancaria. Si tratta anche in questo caso di un bene pubblico globale.

9. In Europa negli anni più recenti sono stati conseguiti significativi progressi sul fronte dell'integrazione dei mercati finanziari. Il processo si è inserito nel quadro più ampio della globalizzazione della finanza; vi ha contribuito l'adozione della moneta unica.

Vi è oggi un unico mercato monetario nell'area dell'euro. Il segmento obbligazionario, in termini di liquidità, di partecipazione di nuovi operatori e di offerta di strumenti innovativi, è oggi più omogeneo tra i diversi paesi. Il nesso tra i mercati azionari si è fatto più stretto, per l'operare di forze che tendono a formare, globalmente, un mercato unico del capitale produttivo; si è rafforzato il legame tra i movimenti degli indici settoriali. Ciò ha rilevanti conseguenze per le strategie di investimento dei risparmiatori e degli operatori specializzati.

Nonostante i progressi compiuti, permangono significative barriere di natura regolamentare, fiscale e legale. Le istituzioni comunitarie e le autorità nazionali sono oggi impegnate alla rimozione di quelle barriere con la realizzazione del Piano d'Azione per i Servizi Finanziari. Il Piano si compone di molteplici misure miranti a completare il quadro normativo per i mercati finanziari, all'ingrosso e al dettaglio. Secondo quanto stabilito dai Consigli europei di Lisbona e di Stoccolma, il Piano deve essere completato entro il 2005; per la parte riferita ai mercati obbligazionario e azionario la scadenza è stata fissata nel 2003.

Sono state di recente formulate dal Comitato Lamfalussy proposte che mirano a rendere più efficiente il processo che porta alla definizione e alla trasposizione, in ambito nazionale, delle direttive comunitarie. La Commissione, il Parlamento europeo e il Consiglio operano affinché, nella realizzazione delle proposte del Comitato, si contemperino

l'obiettivo della rapidità operativa con quello della trasparenza del processo di emanazione delle direttive stesse.

La piena integrazione dei mercati finanziari consentirà di beneficiare delle economie di costo che derivano dall'espansione dimensionale degli operatori. Nel contesto delineato la finanza deve porsi in grado di contribuire al disegno complessivo di rafforzamento delle prospettive di crescita. L'integrazione espone gli operatori e i mercati a pressioni concorrenziali più forti. I miglioramenti in termini di efficienza allocativa potranno nel contempo elevare il rendimento del risparmio e il benessere delle famiglie. Gli intermediari che sapranno meglio adattare la loro struttura organizzativa e i prodotti offerti alle nuove esigenze potranno beneficiare in misura più ampia delle opportunità che il nuovo contesto offre.





Dott. Salvatore ROSSI,  
Capo del Servizio Studi della Banca d'Italia

## **La congiuntura reale nell'economia mondiale e in Italia**

### **1. La ripresa mondiale**

L'economia globale del mondo è in ripresa. Quest'affermazione è ormai condivisa da quasi tutti gli osservatori della congiuntura. Essa è basata su indicatori legati più alle anticipazioni che alla produzione vera e propria, ma la varietà e molteplicità dei segnali è tale da renderci ragionevolmente sicuri che l'economia mondiale sia effettivamente in ripresa.

In ripresa da che cosa? Da una fase ciclica negativa che non era stata mai, o raramente, così sincrona nel mondo fra le varie aree e i vari paesi; e anche così breve, anche se era cominciata con una caduta precipitosa degli investimenti negli Stati Uniti che aveva fatto temere il peggio.

Adesso, nel momento in cui il punto di svolta del ciclo è probabilmente alle nostre spalle, possiamo tentare un consuntivo di questa recessione mondiale, posto che di vera recessione si sia trattato. Ci chiederemo, in prospettiva, quanto sarà intensa la ripresa, quanto sarà duratura, quanto si estenderà dagli Stati Uniti, dove è cominciata, alle altre aree del mondo.

Esattamente un anno fa, in occasione di un'analogia riflessione intorno al momento congiunturale, ci chiedevamo quanto il quadro fosse compromesso nel breve e nel medio termine. Riassumevamo la situazione in alcuni punti che brevemente vorrei ripercorrere. Dicemmo: 1) l'economia USA è pericolosamente vicina al bordo oltre il quale si produrrebbe una vera e propria caduta recessiva; il rischio è visibile, ma appare ancora superabile (eravamo nel marzo del 2001) con delle politiche economiche sufficientemente aggressive. 2) L'economia giapponese è in una condizione di ristagno deflativo; il rischio, serio e crescente, è che si cronicizzino i mali strutturali di quella economia in

un'interazione perversa con la situazione politica e sociale. 3) L'area dell'euro subisce i contraccolpi del rallentamento mondiale sul proprio tasso di crescita, ma resiste meglio di altre aree. 4) Il resto del mondo è punteggiato da singoli episodi di crisi, controllabili e di fatto tenuti sotto controllo (al momento di quell'analisi, peraltro, la crisi argentina non si era ancora manifestata). 5) I tassi di cambio hanno mostrato qualche segno di riallineamento virtuoso. 6) I prezzi internazionali delle materie di base sono in riequilibrio (cominciavano già allora i grodromi di una soluzione positiva della crisi petrolifera). Da questo insieme di considerazioni traemmo qualche motivo di moderazione del pessimismo allora montante.

Come appare oggi l'economia mondiale? A distanza di un anno da quelle considerazioni, gli sviluppi più recenti, possiamo dirlo, confortano quella intuizione. 1) L'economia americana sembra avere ripreso il largo, come vedremo oltre, pur tra insidie. 2) L'economia giapponese rimane la grande malata del mondo industriale (c'è qualche blando segno di una prossima, possibile uscita dalla recessione, che non attenua la gravità strutturale della situazione giapponese). 3) L'area dell'euro è anch'essa in ripresa. 4) È divampata l'ennesima crisi, quella argentina, che finora non ha trasmesso il contagio ad altri paesi. 5) Lo yen si è deprezzato, in coerenza con i fondamentali; l'euro non si è apprezzato, e si discute se questo sia o no in coerenza con i fondamentali. 6) La crisi petrolifera può considerarsi rientrata, al di là dei recenti rialzi di prezzo per le turbolenze nello scacchiere mediorientale.

## **2. L'economia americana**

Una prima domanda-chiave con riferimento al ciclo economico americano è: quella del 2001 è stata una vera recessione? Sì, lo è stata, ma non più intensa, e forse più breve, delle precedenti. La Fig. 1 lo mostra con chiarezza. Si tratta di un grafico del National Bureau of Economic

Research, che mette a confronto il ciclo attuale con la media dei sei cicli precedenti, facendo riferimento all'occupazione totale. Marzo 2001 è stato il punto di picco della espansione precedente. Se effettivamente da gennaio 2002 l'economia è in ripresa, la fase negativa sarebbe stata più breve delle precedenti.

Che effetto hanno avuto gli attacchi terroristici dell'11 settembre? Probabilmente hanno solo differito di un bimestre una ripresa che sarebbe stata altrimenti ancora più rapida.

Altra domanda chiave è: quanto sarà intensa la ripresa? A dare una risposta relativamente ottimista a questo interrogativo aiuta un fatto: la crescita della produttività nell'economia americana è rimasta alta. Questo vuol dire che la New Economy, pur se scomparsa dalle prime pagine dei giornali come fatto di moda, ha lavorato "sottotraccia". Si tratta di una questione seria, in cui gli economisti, gli imprenditori e le stesse autorità americane credono. Essa ha tenuto alta la produttività degli Stati Uniti, grazie alla speciale flessibilità di cui l'economia americana gode. Anche in una fase negativa del ciclo, in una economia come quella americana, fortemente concorrenziale, le imprese trovano molta difficoltà a competere abbassando i prezzi di vendita, perché i margini di profitto sono già molto compressi; esse reagiscono quindi all'indebolimento della domanda liberandosi di forza lavoro, sfruttando la flessibilità di quel mercato. Con quali costi sociali è tutta altra questione, che merita pure di essere presa in considerazione, ma che non tocchiamo qui.

Sulla ripresa dell'economia americana gravano tuttavia dei rischi, tutti o quasi di natura finanziaria. La Fig. 2 mostra il *price earning ratio* nella borsa americana, come rapporto fra il margine operativo lordo atteso per i successivi dodici mesi nelle imprese quotate e i prezzi delle azioni. La storia è nota. Dall'inizio degli anni ottanta è prevalsa una tendenza ascendente, inizialmente blanda, che nel 1995 si è impennata, fino al massimo storico del marzo 2000. Dopo, il rapporto è ridisceso, pur con oscillazioni molto forti. Ma è sceso a sufficienza da far ritenere la bolla speculativa del tutto

rientrata? Questione aperta!

Un secondo elemento di rischio è il debito delle famiglie e delle imprese. L'economia americana è un'economia ad alto debito. La Fig. 3 mostra, dagli anni ottanta al 2001, il debito delle imprese in percentuale del *cash flow*, e il debito delle famiglie in percentuale del reddito disponibile. La crescita del debito delle famiglie è particolarmente impressionante. Non è da meno l'impennata che ha avuto il debito delle imprese dal 1997 in avanti. Questi livelli di debito costituiscono una spada di Damocle per l'economia americana. Tuttavia, come Alan Greenspan ha recentemente ricordato, la situazione patrimoniale e finanziaria delle famiglie americane va analizzata avendo presente anche la distribuzione del reddito e della ricchezza. Viene spesso ricordato con allarme che il tasso di risparmio delle famiglie americane è diventato negativo. Dice Greenspan: attenzione, è negativo il tasso di risparmio del quintile alto della distribuzione delle famiglie americane, cioè di quel quinto delle famiglie in cui si concentra quasi metà del reddito di tutte le famiglie; ed è in quel quinto che il debito è salito negli ultimi due anni a tassi del 10% l'anno, doppi di quelli del resto delle famiglie. Se ne ricava una nota di ottimismo, pur in un contesto di ribadita cautela nei confronti di eccessivi entusiasmi che possano adesso nascere per la forza della ripresa americana.

Una terza ragione di preoccupazione sta nel debito dell'intera economia nei confronti dell'estero. Esso è giunto, alla fine del 2000, al 23% del PIL, valore probabilmente superato alla fine del 2001, poiché si è accumulato un ulteriore forte disavanzo lo scorso anno (Fig. 4).

### **3. L'economia giapponese**

Il Giappone viene da un decennio di crescita stentata. Quali le cause? Ne cito due: l'alto valore dello yen e lo scoppio di due (distinte) bolle speculative, che si erano formate nel mercato azionario e in quello immobiliare. Nella Fig. 5 si vede bene come il tasso di crescita del PIL sia

precipitato nei primi anni novanta. A determinare quella caduta ha evidentemente concorso l'appezzamento del tasso di cambio reale dello yen. La correlazione è meno chiara negli anni più recenti.

Nella Fig. 6 sono riportati l'indice azionario totale e l'indice dei prezzi dei terreni nelle principali città giapponesi. Se ne può valutare la fortissima caduta.

Il Giappone resta in una situazione di ristagno deflativo. I principali centri di previsione lo accreditano di una crescita del PIL dello 0,5% quest'anno, forse dell'1% l'anno prossimo, risultati non tali da far uscire il Giappone dalla crisi strutturale che attraversa.

Una questione molto dibattuta è come fronteggiare l'impotenza della politica monetaria in quel paese. Si levano voci, da almeno un paio di anni, che chiedono insistentemente alla Banca del Giappone di usare misure di politica monetaria non convenzionali. Nella Fig. 7 la condizione di stallo della politica monetaria è ben visibile. Il tasso a breve termine di policy è vicino allo zero, o sullo zero, ormai da sei anni, ma ciò non ha impedito che il tasso di interesse reale a lunga, quello che conta per gli investimenti, restasse positivo, fino a oltre il 2%, a causa della discesa dei prezzi. Una proposta molto recente dell'economista Svensson prevede che le autorità monetarie giapponesi pieghino le aspettative di deflazione fissando un obiettivo di inflazione positiva, e lo accompagnino con una svalutazione *una tantum* dello yen, seguita da una svalutazione strisciante nel medio termine. L'originalità della proposta sta in questo secondo elemento, che dovrebbe, secondo l'ideatore, convincere gli agenti economici giapponesi della credibilità dell'obiettivo di inflazione positiva. Ma la Banca del Giappone resta ostile a politiche di cambio direttamente orientate al deprezzamento dello yen.

#### 4. L'economia dell'area dell'euro

Nell'area dell'euro abbiamo avuto quella che si suole definire una "recessione di crescita", durata due anni. Definiamo qui "fase negativa" del ciclo economico (diversamente da quello che fa il National Bureau of Economic Research nel caso americano) un periodo in cui il prodotto decelera, anche se non cade. La Fig. 8 mostra un nuovo indicatore del ciclo economico dell'area dell'euro, che usa una definizione di questo tipo, frutto di un progetto di ricerca congiunto fra economisti del Servizio Studi della Banca d'Italia e del Centre for Economic Policy Research (CEPR). Si tratta del primo indicatore congiunturale per l'area nel suo complesso che sia mai stato costruito; viene pubblicato regolarmente dal CEPR nel suo sito web dal gennaio di quest'anno. E' un indicatore di tipo "coincidente", infatti è stato battezzato, con un piccolo gioco di parole, EuroCOIN. Diversamente da indicatori "anticipatori", che ambiscono a prevedere l'andamento congiunturale nel breve termine, esso fa il punto della situazione corrente. Rispetto ad altre informazioni congiunturali disponibili, ha il vantaggio fondamentale di essere tempestivo, ad alta frequenza, e di utilizzare un metodo statistico che ottimizza tutta l'informazione congiunturale disponibile, contenuta in quasi mille serie storiche.

Secondo questo indicatore, un punto di svolta ciclica in Europa, verso il basso, si ebbe nel novembre del 1999. Dopo di allora il PIL ha decelerato, pur seguitando a crescere, salvo che in alcuni mesi finali dello scorso anno in cui è lievemente caduto. Novembre del 2001 ha segnato il nuovo punto di svolta ciclica per l'area dell'euro, stavolta verso l'alto.

La Tav. 1 riassume i risultati di un esercizio econometrico condotto recentemente nel Servizio Studi della Banca d'Italia per capire le cause del rallentamento in Europa. La prima colonna mostra di quanto è decelerato il PIL fra il 2000 e il 2001: nell'area dell'euro di quasi due punti; in Italia di circa un punto, in Germania di due punti e mezzo. Le colonne successive ne fanno vedere le principali determinanti. La

domanda mondiale, il prezzo del petrolio (ricordavamo prima che un rincaro del petrolio deprime il ciclo economico riducendo il reddito disponibile delle famiglie), il tasso di cambio dell'euro, i tassi di interesse, un residuo non spiegato. Ne emerge che il ruolo del prezzo del petrolio è stato rilevante, per effetti sia di impatto sia ritardati: tre decimi di punto di decelerazione del PIL nell'area; quattro decimi in Italia, cinque decimi in Germania; inoltre, esso è in parte all'origine del rallentamento della domanda mondiale, che a sua volta ha causato un punto di decelerazione del PIL nell'area, mezzo punto e più in Italia, un punto e mezzo in Germania. Anche il tasso di cambio ha giocato un ruolo: l'euro si era molto deprezzato nel 2000, mentre nel 2001 è rimasto grosso modo costante, sia pure con oscillazioni; differenzialmente, la decelerazione ha fatto venire meno il sostegno del guadagno di competitività. Questo spiega un'altra quota del rallentamento del PIL. Invece, i ribassi dei tassi di interesse, determinati dalla politica monetaria espansiva del 2001, hanno dato un impulso alla crescita, di qualche decimo di punto.

## **5. L'economia italiana**

L'economia italiana mostra una congiuntura in miglioramento, come il resto dell'area. Lo confermano molti indicatori, a partire dal principale: la produzione industriale media giornaliera (aggiornata con le stime della Banca d'Italia basate sui consumi di energia elettrica; Fig. 9). I segni di ripresa sono ancor più visibili negli indicatori di valutazione da parte delle imprese del livello e della tendenza degli ordini (Figg. 10, 11).

Vale la pena di notare che la congiuntura sfavorevole del 2001 ha frenato, sì, ma non ha piegato l'occupazione (Fig. 12). L'occupazione nel 2000 aveva continuato a crescere, pur rallentando. Nel corso del 2001 sono stati creati ben 250 mila posti di lavoro, per di più di quelli considerati di "alta qualità", cioè a tempo indeterminato e pieno. D'altro canto,



nel Nord, con un tasso di disoccupazione al 3,8%, vi è sostanzialmente la piena occupazione: per attrarre un lavoratore bisogna offrirgli condizioni appetibili.

Quanto allo scenario di breve-medio periodo, mi rifaccio a quello appena pubblicato nel Bollettino Economico della Banca d'Italia. Quello che conta è la velocità di uscita dell'economia alla fine di quest'anno; valutiamo che quella velocità sarà intorno al 3% nel quarto trimestre, rispetto al terzo trimestre 2002 in ragione d'anno. La ripresa dispiegherà pienamente i suoi effetti nel 2003. Questa è una valutazione condivisa da tutti i principali previsori, a cominciare dal Fondo Monetario Internazionale, che assegna all'Italia un tasso di crescita vicino al 3% nel 2003, come del resto all'intera area dell'euro. La crescita del PIL nella media del 2002 è meno importante dal punto di vista congiunturale. Su quel numero si è aperto un dibattito più politico che tecnico, che conviene far decantare.

Nell'economia italiana, come nelle altre economie europee, il rilancio dello sviluppo resta tuttavia impacciato da residue rigidità sui mercati dei beni e dei fattori. In Italia vi è un vincolo ulteriore, l'alto debito pubblico, eredità di una passata stagione di dissennatezze nella politica di bilancio, la cui importanza si tende a volte a trascurare. La Fig. 13 mostra il debito pubblico in rapporto al PIL in Italia e nell'area dell'euro: entrambi stanno piegando, ma quello italiano resta enormemente più alto. Il grafico inferiore della Fig. 13 fa vedere le determinanti della variazione del rapporto debito-PIL: 1) l'avanzo primario, sempre in rapporto al PIL; 2) il gioco combinato dei pagamenti di interessi sul debito pregresso e del tasso di crescita del PIL; 3) un residuo. Quest'ultimo include due componenti: 1) gli *stock flow adjustments* (per esempio, se i tassi di cambio si muovono, si modifica il valore in valuta domestica dei titoli del debito pubblico denominati in altre valute, alterazione non colta dai dati di flusso di avanzo primario); 2) la discrepanza tra "fabbisogno finanziario" e "indebitamento" delle Amministrazioni pubbliche. Il problema interpretativo posto da questa crescente discrepanza è stato da tempo sollevato

dalla Banca d'Italia. Nel 2000 non lo si vede ancora emergere nella Fig. 13, perché gli *stock flow adjustments* giocavano a favore, ma già in quell'anno si era aperto un divario di quasi due punti fra indebitamento e fabbisogno.

La preoccupazione per questo divario, in parte non spiegato, fra le due misure di disavanzo (il fabbisogno è rilevato dalla Banca d'Italia, ed è la misura che conta ai fini del debito) è motivata dalla consapevolezza che l'alto debito pubblico rappresenta un vincolo importante all'esplicazione di una politica di detassazione e di rilancio degli investimenti pubblici, necessaria a innalzare la produttività e il tasso di sviluppo del Paese.

## USA: occupazione totale

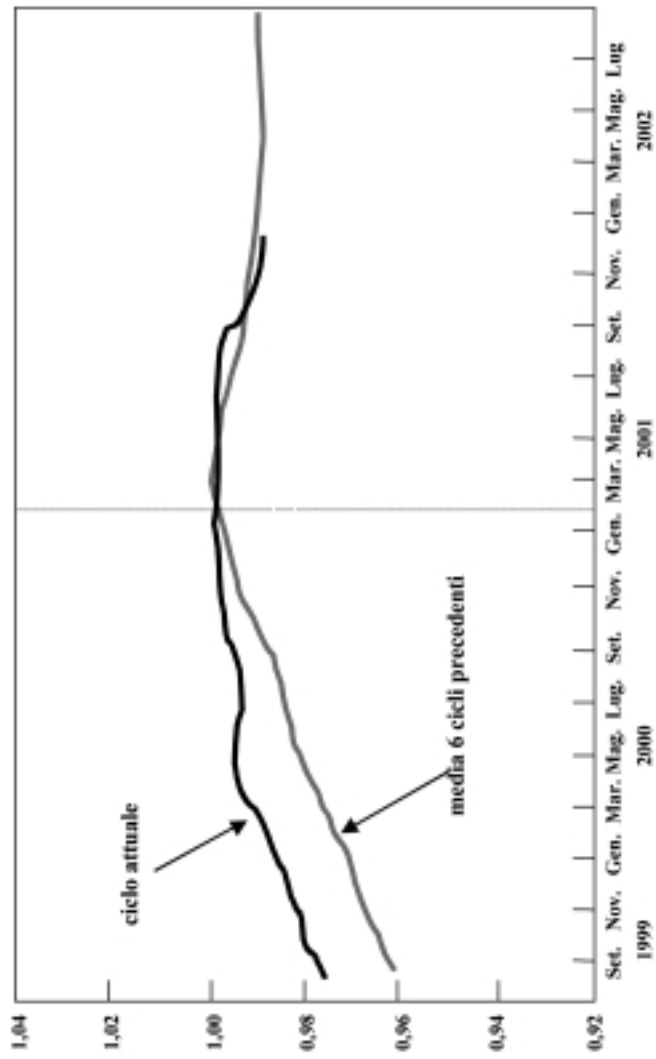
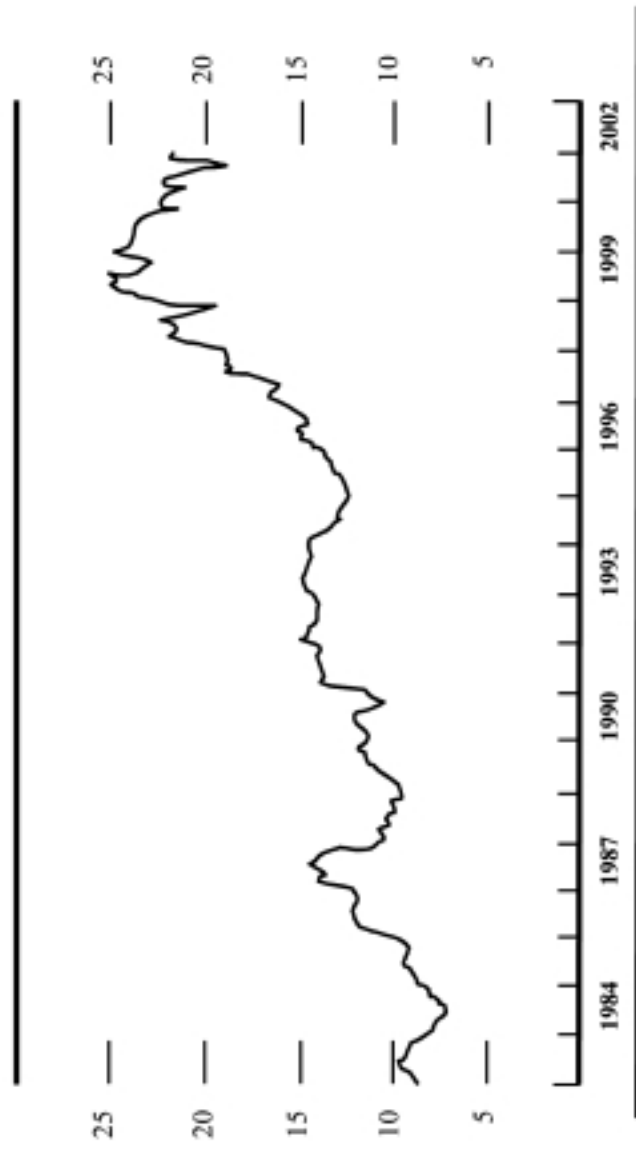


Figura 1.

Fonte: NBER

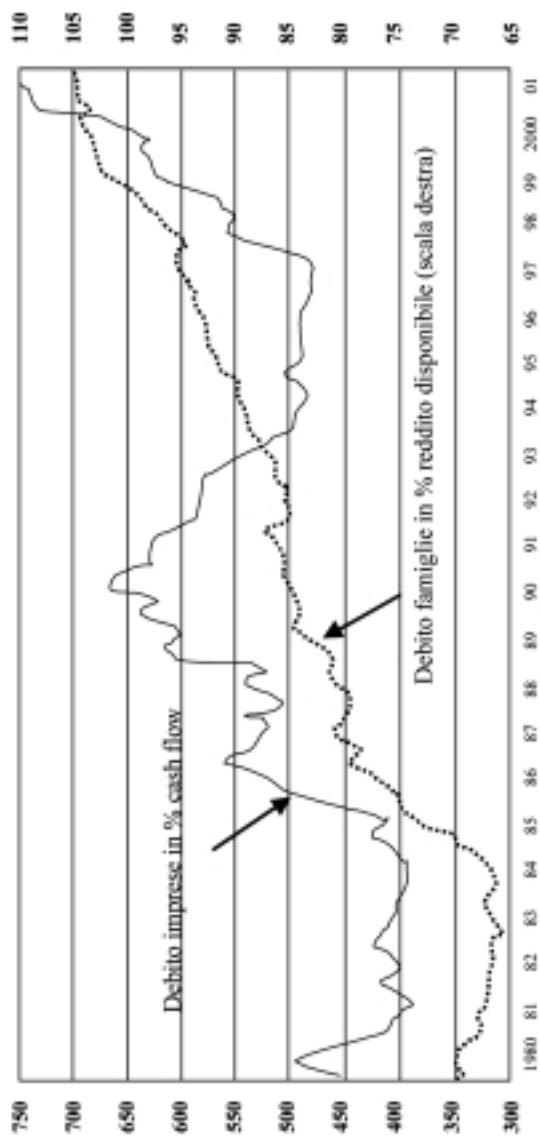
**USA: rapporto prezzi/utigli (attesi) per le azioni S&P500**



**Figura 2.**

Fonte: Federal Reserve System

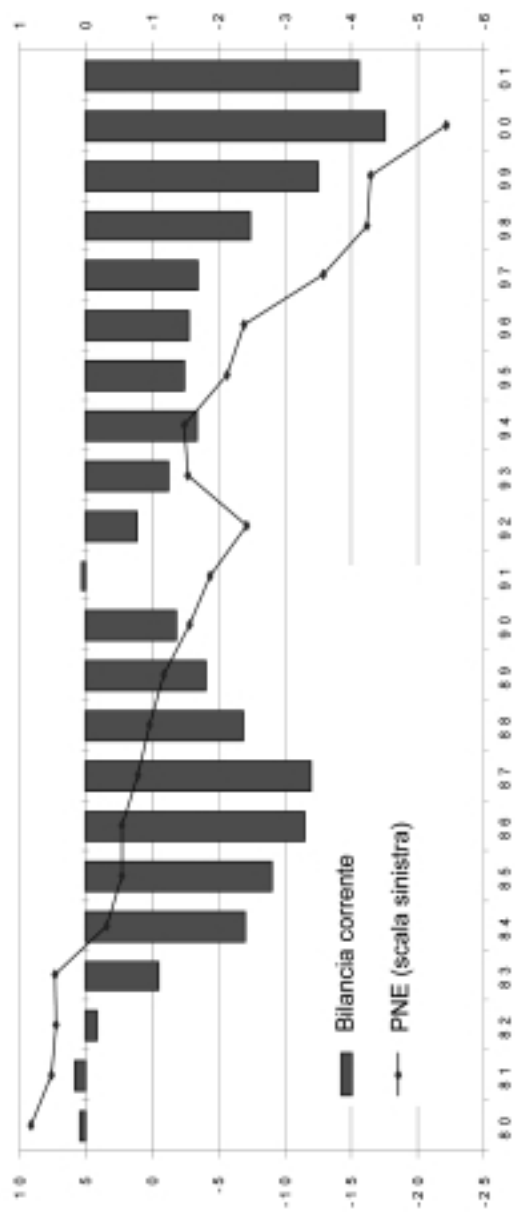
### USA: il debito delle famiglie e delle imprese



Fonte: OCSE

Figura 3.

**USA: bilancia corrente e posizione netta sull'estero  
(in % del PIL)**



Fonti nazionali

**Figura 4.**

## GIAPPONE: PIL e tasso di cambio reale

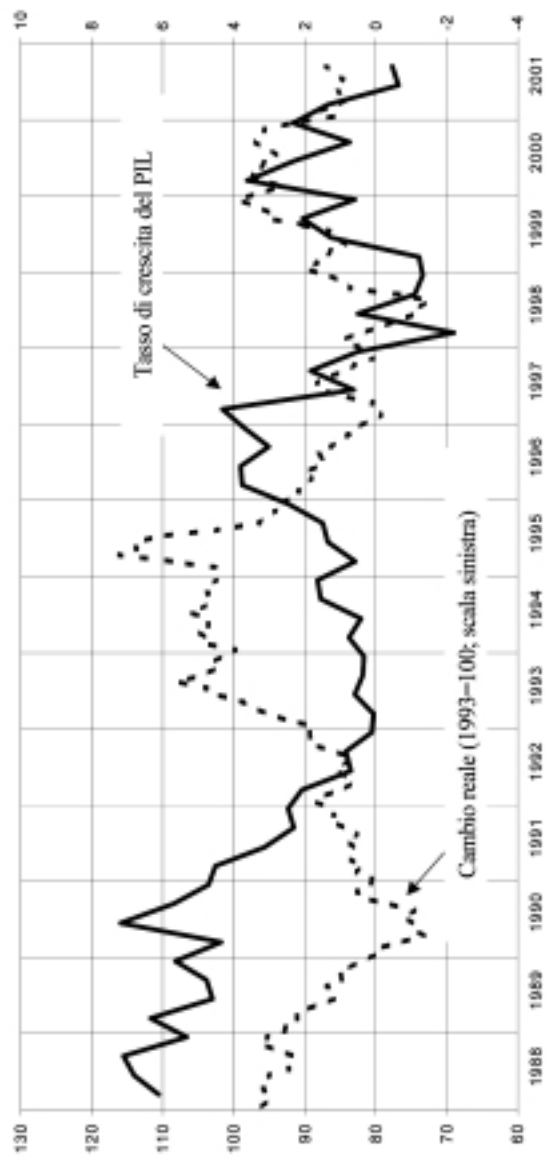
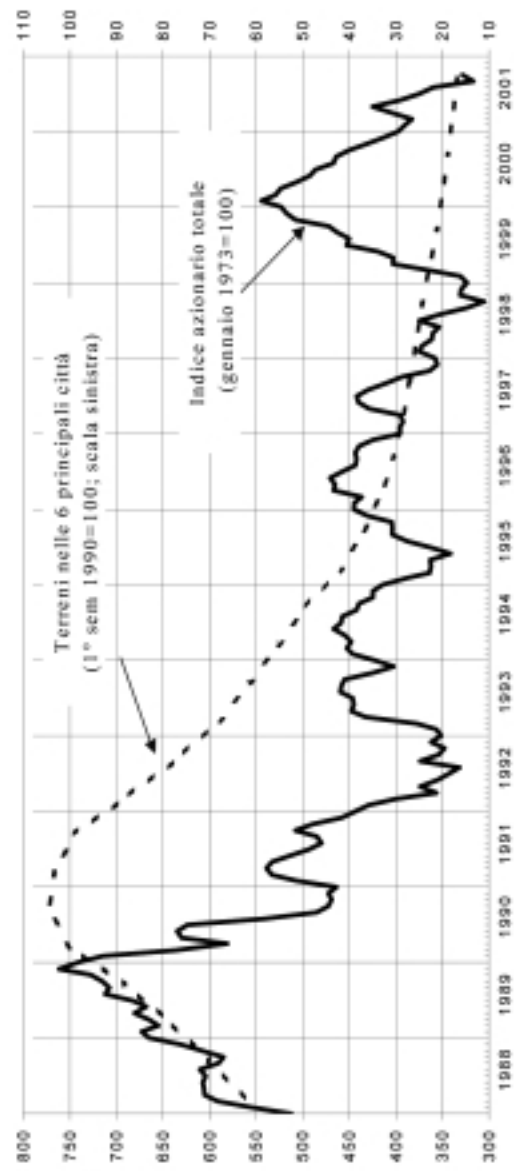


Figura 5.

Fonti nazionali

## GIAPPONE: prezzi dei terreni e delle azioni



Fonti nazionali

Figura 6.



## GIAPPONE: tassi di interesse

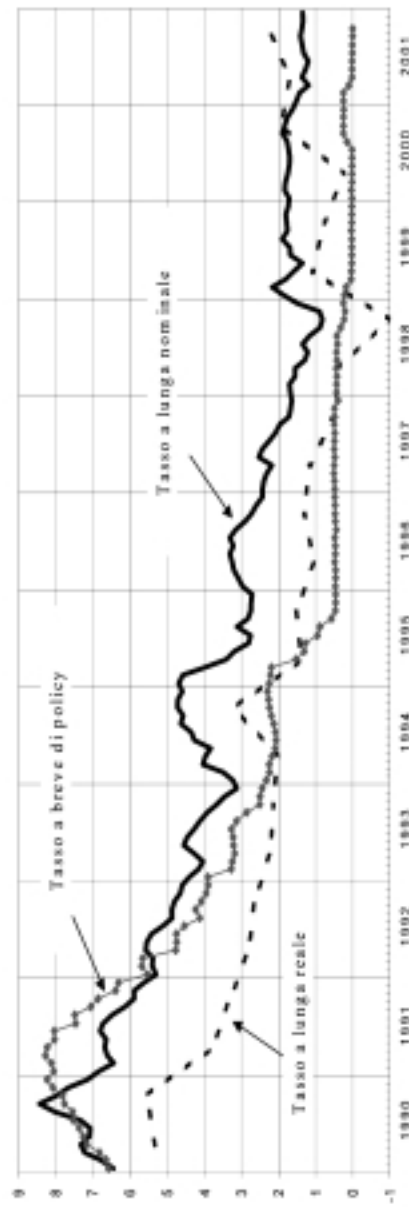
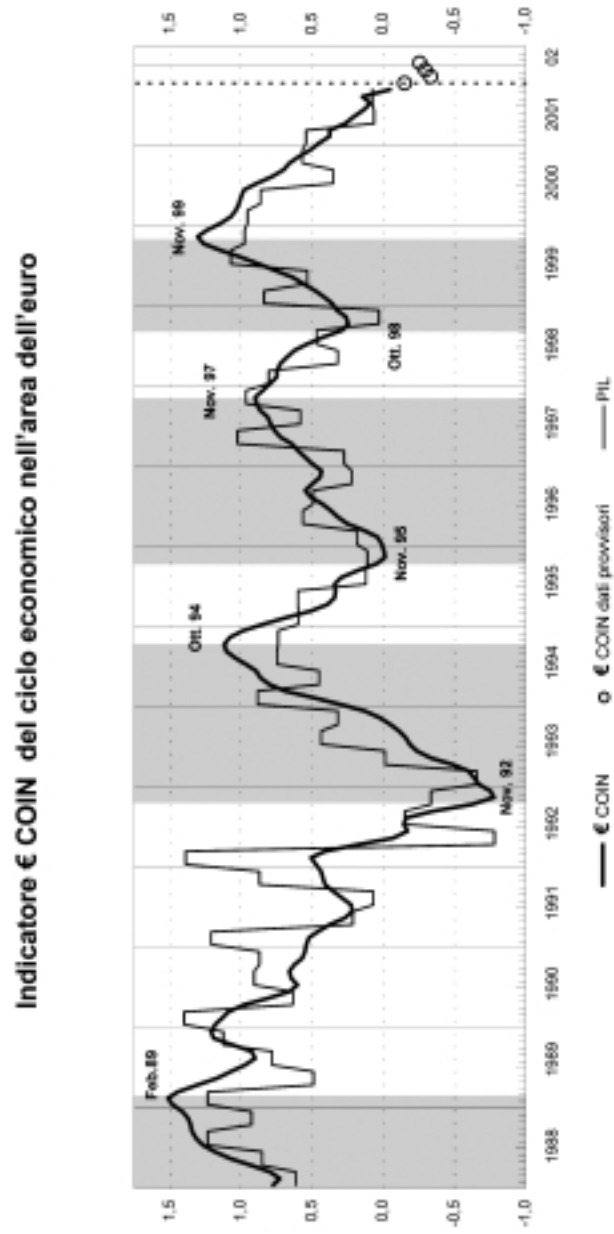


Figura 7.

Fonti nazionali

Figura 8.



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

### Determinanti del rallentamento congiunturale del 2001

Economie	Minore crescita 2001/2000	Effetti di impatto				
		Domanda mondiale	Petrolio (*)	Tasso di cambio	Tassi d'interesse	Altro
Area euro	-1,9	-1,1	-0,3	-0,6	+0,3	-0,2
Italia	-1,1	-0,6	-0,4	-0,6	+0,4	+0,1
Germania	-2,4	-1,4	-0,5	-0,5	+0,2	-0,2

Fonte: Banca d'Italia  
(\* ) effetti di impatto e ritardati

Tavola 1.

### ITALIA: produzione industriale

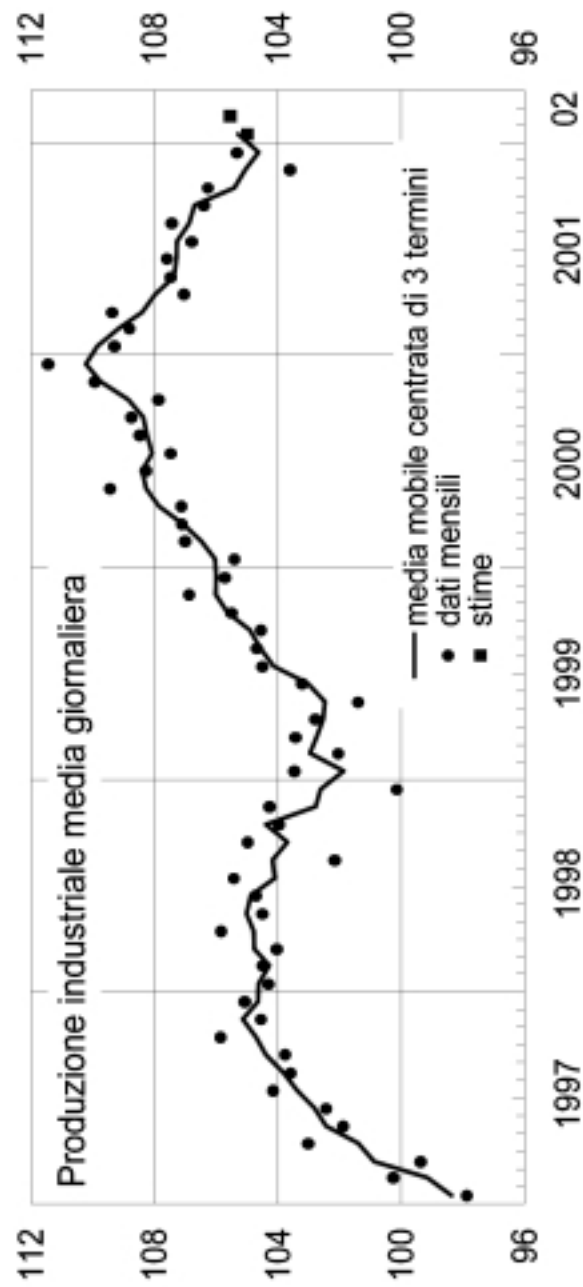
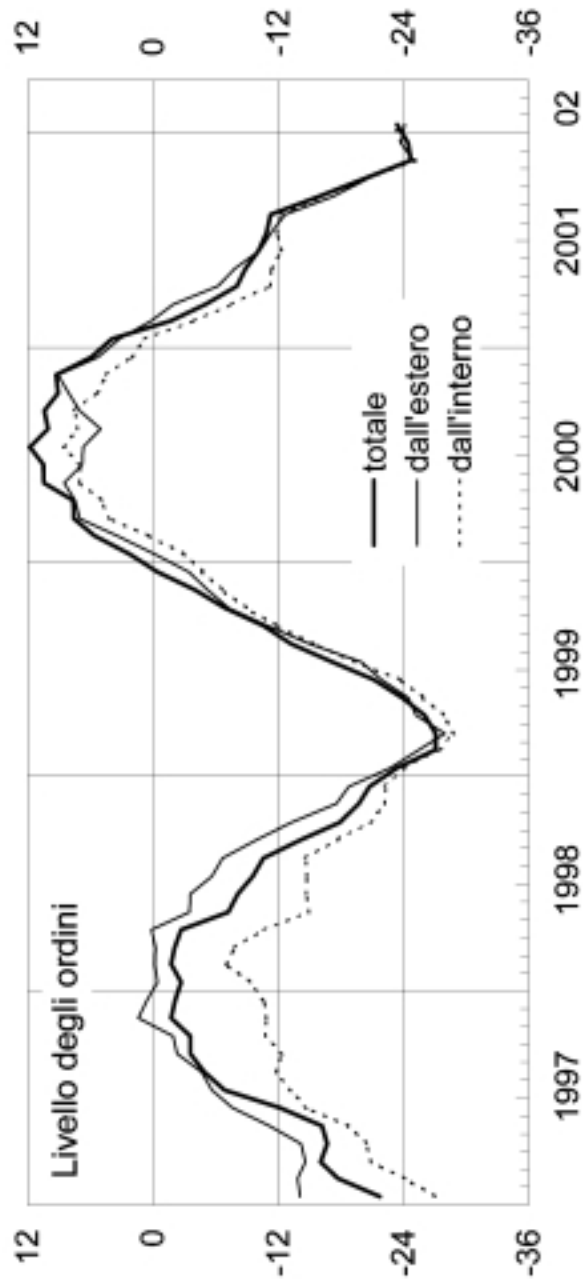


Figura 9.

Fonte: Istat e stime Banca d'Italia

**ITALIA: indicatori di domanda**



**Figura 10.**

Fonte: ISAE

### ITALIA: indicatori congiunturali

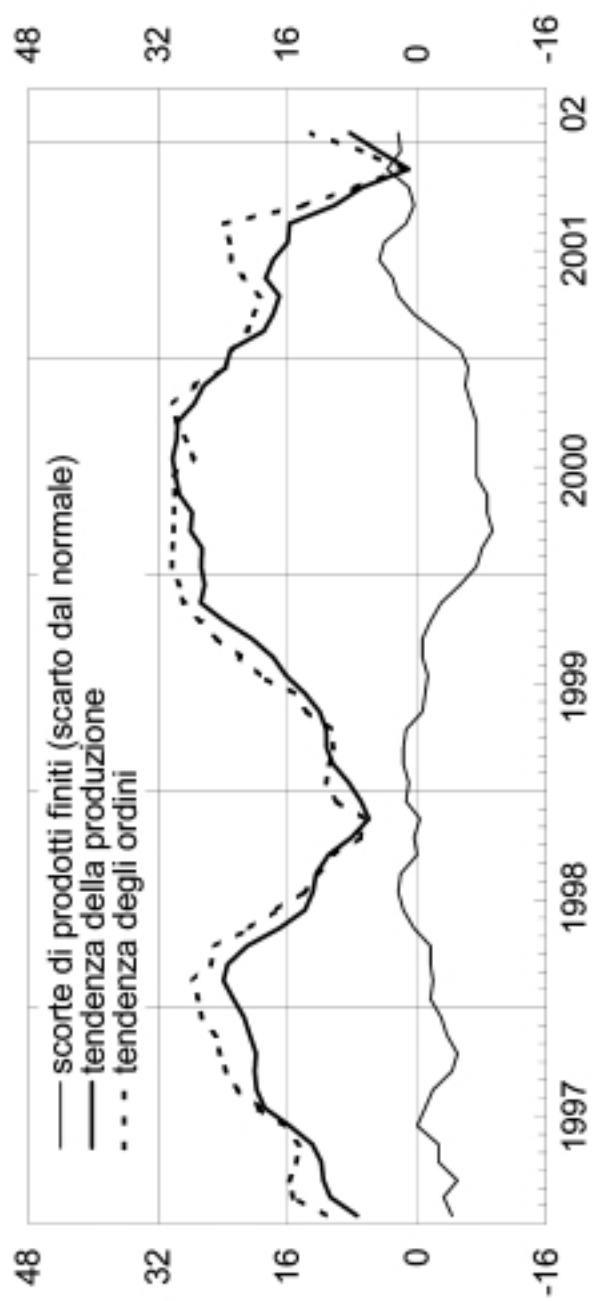


Figura 11.

Fonte: ISAE

Figura 12.

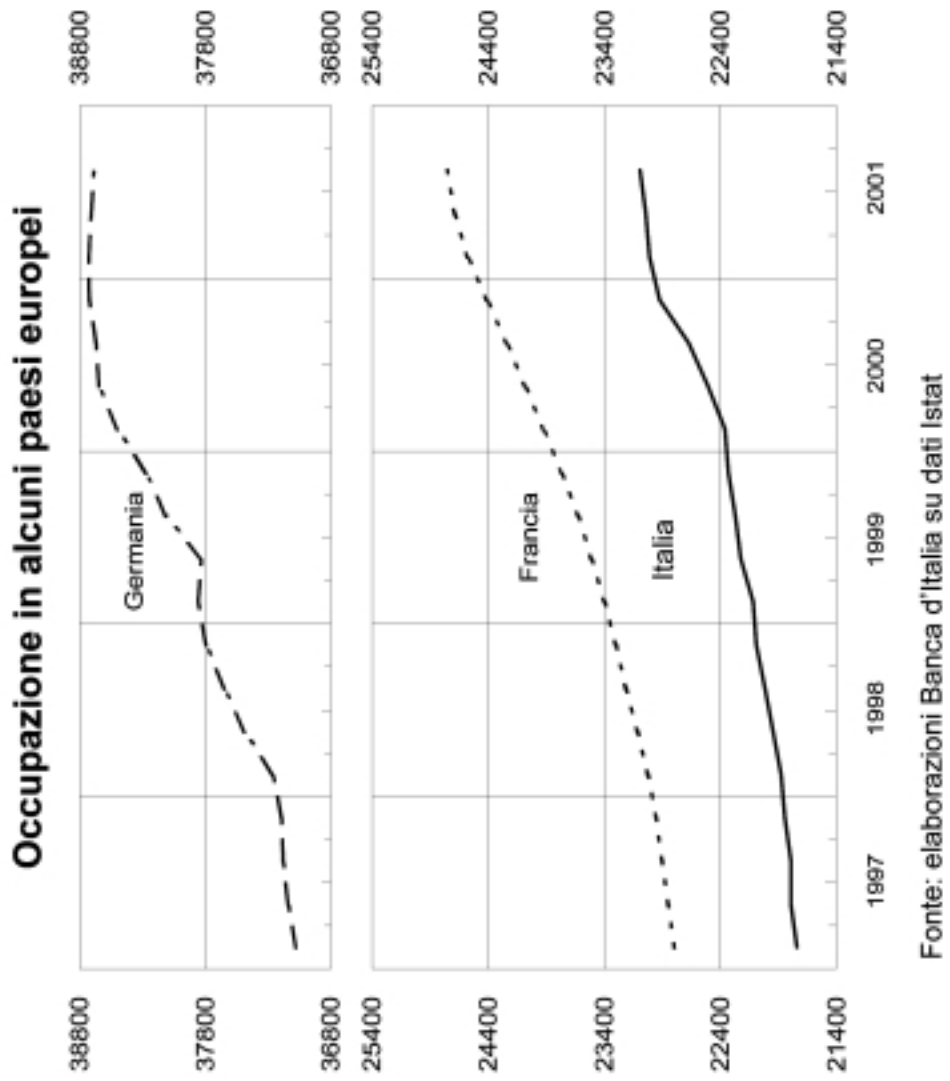
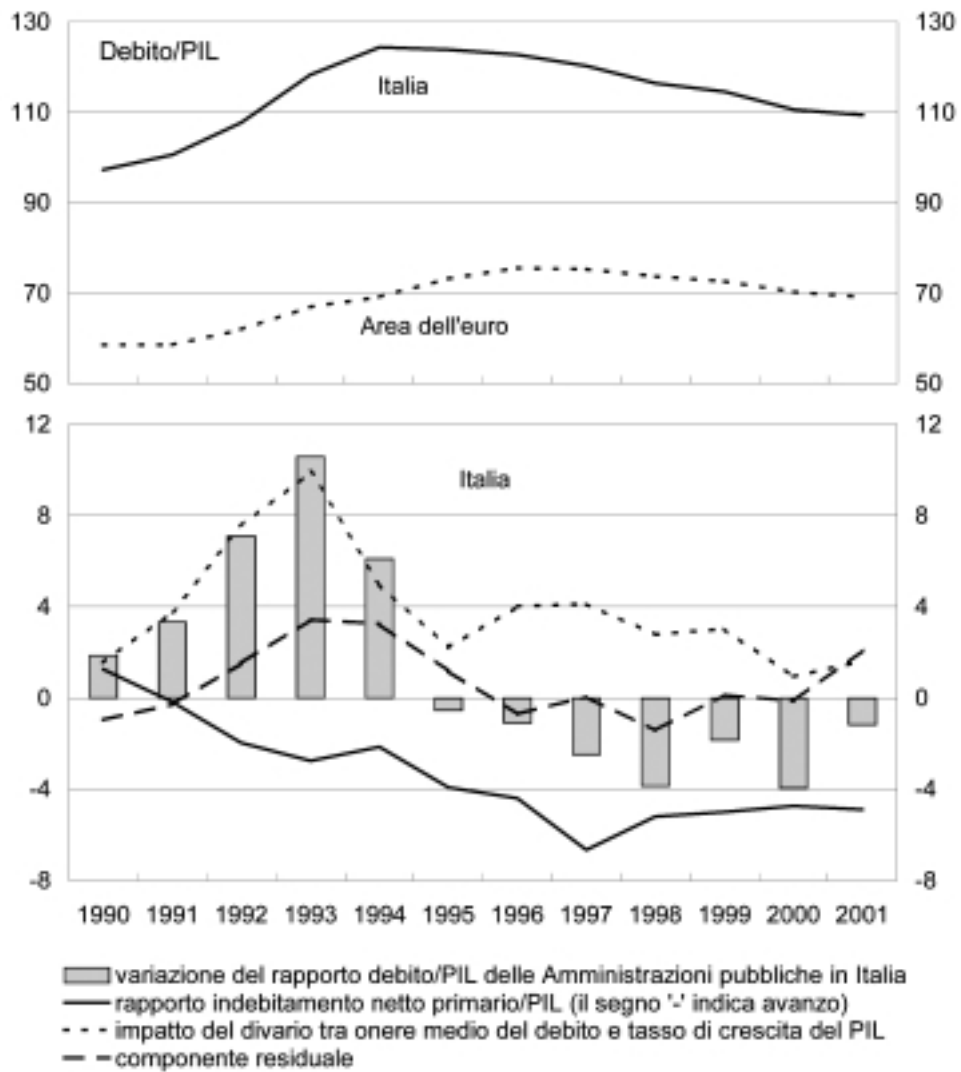


Figura 13.

Indicatori di finanza pubblica







Prof. Giacomo VACIAGO,  
Ordinario di Politica Economica nell'Università Cattolica del  
Sacro Cuore di Milano

### **Instabilità e crescita**

Se rileggo quanto ho detto qui un anno fa (15 marzo 2001), trovo una conclusione ancora di attualità: "Il rischio più grave che stiamo correndo - ma sono solo i banchieri centrali che conoscono la vera dimensione di questo rischio, ed è per questo che sono utili - è che il rallentamento dell'economia e la caduta delle borse facciano emergere problemi di stabilità delle banche. Se questo pericolo non c'è, anche le attuali difficoltà risulteranno presto superate. E' questa la caratteristica più significativa della *new economy*: la rapidità con la quale le crisi arrivano e poi vengono superate". E' ancora di attualità per tre motivi, che merita approfondire: 1) Il continuo verificarsi di crisi, presto superate; 2) La qualità degli attivi bancari; 3) Lo "strabismo" ancora necessario sui mercati finanziari, per riuscire a capire i due lati dell'Atlantico. Esaminiamo ciascuno di questi tre problemi, anche per valutare cosa ne deriva per l'Europa e l'Italia.

### **"Shocks" e fondamentali**

Negli ultimi anni, il mondo ci appare straordinariamente volatile e .... stabile. E' un contrasto a prima vista paradossale, che mi consente di dire che "la realtà si sta adeguando alla teoria"! Perché è infatti così che spieghiamo la macroeconomia ai nostri studenti. Vi sono continui "shocks", alcuni positivi e altri negativi, casualmente distribuiti, che temporaneamente allontanano l'economia dal suo sentiero di equilibrio. Pensiamo alla "bolla" e al suo successivo sgonfiamento. Ma pensiamo anche alla tragedia delle "Torri Gemelle", l'11 settembre scorso; pensiamo alla bancarotta dell'Argentina e al fallimento dell'Enron. Non c'è

nulla che colleghi tra loro questi "shocks", nel tempo o nello spazio; né il verificarsi di uno avrebbe dovuto far prevedere il successivo. E' in questo senso che li definiamo "casuali"; e i miei colleghi statistici sono in grado di definire con precisione le proprietà che questa serie di eventi deve quindi soddisfare.

Il ritorno all'equilibrio, ogni volta che è disturbato da uno di questi "shocks" dipende dalla capacità endogena di reazione di ciascun sistema economico e dalla presenza o meno di corrette politiche di stabilizzazione. Dopo di che, ciascun'economia torna ad espandersi lungo un sentiero che dipende invece dai "fondamentali" della crescita: conoscenza, innovazione, investimenti, e così via. Gli "shocks" casuali di cui si è detto hanno effetti permanenti solo nella misura in cui vanno a incidere su quei fondamentali ma è quanto succede ben di rado.

Questo approccio analitico ci aiuta a interpretare gli eventi del 2001, un anno molto complesso e difficile, che è peraltro finito meglio di quanto - fino all'ultimo - ci si potesse aspettare. Buona parte dell'anno è trascorsa a "digerire" le conseguenze dello sgonfiamento della "bolla"<sup>(1)</sup> delle borse. E quando si poteva ritenere ormai prossimo l'avvio della ripresa, abbiamo registrato una nuova serie di "shocks" che hanno rimesso tutto in forse. Più volte si è alternato il giudizio: "Il peggio è forse passato" con il suo opposto: "Il peggio deve forse ancora venire". Salvo poi concludere: "Il peggio forse non c'è mai stato"!

Merita ricordare tre cose.

1. Gli "shocks" sono stati ben assorbiti dall'economia americana, addirittura meglio<sup>(2)</sup> di quanto non abbia fatto la zona dell'Euro, visto che nel IV trimestre 2001, il PIL reale

---

1. Nel gergo più comune, le vicende delle Borse degli ultimi anni sono state rappresentate con il modello delle Bolle, anche se si può sostenere che l'interpretazione più corretta sia quelle delle Mode ("Fads"). Vedi G. Vaciago - G. Verga (a cura di), Efficienza e stabilità dei mercati finanziari, Il Mulino, Bologna, 1995.

2. Si è riproposto in proposito il giudizio che grazie alla New economy gli Stati Uniti continuano ad essere un sistema più flessibile e *resilient* dell'Europa. Naturalmente, è importante anche la capacità di realizzare politiche economiche corrette.

è aumentato negli USA e si è ridotto in Europa. Viene da domandarsi: ma le "Torri Gemelle" erano a New York o a Francoforte?

2. La covarianza dei mercati finanziari è stata sorprendente; il che equivale a dire che in un mondo globale gli *shocks* tendono ad essere "simmetrici". Anche quando le perdite di ricchezza sono ingenti, risultano ben distribuite.
3. Se la finanza e quindi i rischi sono *globali*, le opportunità date dall'economia reale e quindi la crescita sono *locali*. Perché è localizzata sul territorio l'applicazione della nuova conoscenza e tecnologia; ed è locale la flessibilità dell'economia che consente l'incorporazione di tutto ciò.

In conclusione: abbiamo subito *shocks* gravi; abbiamo detto che il mondo ne sarebbe stato profondamente cambiato (pensiamo da un lato al terrorismo suicida e dall'altro allo scandalo Enron); salvo riconoscere, poco tempo dopo, che tutto ciò era già archiviato e la ripresa aveva inizio. Le capacità di reazione dell'economia americana, e corrette politiche monetarie e di bilancio, hanno consentito una ripresa che ha favorevolmente stupito per la sua rapidità e intensità. Ma ciò ci porta al termine letterale di "ripresa", che significa il ritorno al precedente sentiero di crescita. Se questa è zero per il Giappone, modesta per l'Europa, e rapida per gli Stati Uniti, è a questa dinamica che torniamo nel 2002. Modificarla significa incidere sui fondamentali: è possibile che qualcosa del genere succeda domani a Barcellona - dove i 15 Paesi della UE sono riuniti a discutere di capitale umano da migliorare; energia da liberalizzare; mercati finanziari da integrare?

### **Attivi bancari**

Merita sottolineare una novità: siamo arrivati alla quasi-recessione del 2001 con attivi bancari insolitamente buoni. Tant'è vero che è la prima volta che tanti *shocks* negativi come quelli che abbiamo registrato non hanno determinato crisi bancarie. Le regioni sono ovviamente diverse, e anche

qui c'è complementarità tra il buon lavoro svolto dalle Autorità (e qui si tratta delle autorità di vigilanza sulle banche, per i loro diversi tipi di intervento, compresa l'enfasi posta a Basilea sui metodi di controllo dei rischi bancari), e la capacità di reazione del sistema. C'è però un aspetto di questa che merita un supplemento di riflessione. Sia dopo l'Argentina sia dopo l'Enron, è emerso con chiarezza che molti rischi del sistema bancario sono stati "trasferiti" - in forme non sempre trasparenti e/o corrette - sulle famiglie. Le polemiche sul conflitto di interesse, tra diversi segmenti dell'intermediazione finanziaria, risolto spesso a spese della clientela, nonostante le molte belle parole su "chinese walls" e quant'altro, rischiano ora di danneggiare fortemente l'immagine di quest'industria. E ripropongono la questione dell'utilità di una regolamentazione superata dai fatti.

Gli economisti hanno a lungo discusso della relativa superiorità dei due principali modelli: quello (anglosassone) orientato ai mercati e quello (più tipico del nostro continente) orientato agli intermediari bancari<sup>3</sup>. L'argomentazione era principalmente svolta in termini di contributo alla crescita, sostenendosi negli ultimi anni che la crescita economica era ben spiegata dall'innovazione guidata dalla finanza. Di qui la maggior crescita dei paesi anglosassoni rispetto a Germania e Giappone (questo Paese essendosi del tutto arrestato, per lo stop rappresentato dal fallimento delle sue banche). E' peraltro vero che la crescente sovrapposizione tra quei due modelli, con la contemporanea presenza di attività di credito

---

3. Il modello-mercati privilegia gli aspetti di liquidità e costo, relativi all'efficienza con cui si utilizza tutta l'informazione pubblicamente disponibile. Mentre il modello-banche privilegia gli aspetti relativi alla maggior informazione prodotta dalla stabile relazione banca-cliente.

Naturalmente, questo secondo aspetto è meno importante in un sistema come quello italiano, caratterizzato da pluri-affidamento e quindi da una minor capacità della banca di gestire un'informazione asimmetrica.

Nella misura in cui questi due modelli non sono più alternativi, ma diventano complementari, si pone anche il problema del rapporto tra le rispettive Autorità di vigilanza. Devono restare distintamente vigilate Banche e Borse? Si deve continuare ad evitare che la stessa Autorità possa trovarsi in posizione di trade-off tra stabilità monetaria (politica monetaria) e stabilità finanziaria (vigilanza prudenziale)?

e di gestione dei portafogli ha aumentato la probabilità che in ultima istanza sia addossato al risparmiatore un rischio di cui non era edotto. Da questo punto di vista, il massiccio classamento di titoli argentini nei portafogli delle famiglie italiane solleva più di un problema.

## **Moneta e finanza**

Il successo del *changeover* ha completato l'introduzione dell'Euro, e quindi la nostra comune sovranità monetaria. Ma se dai tassi a breve la vista si allunga alle borse ed ai titoli a lunga, è chiaro che alla nostra sovranità man mano si sostituisce quella del dollaro. Alla fine, ogni giorno guardiamo a cosa fa la BCE, ma non possiamo non tener conto anche di cosa fa la FED. La debolezza dell'Euro, di cui a volte ci lamentiamo<sup>4</sup>, dipende anche da questo disegno incompiuto: è incerto il futuro ingresso di altri Paesi nella zona-Euro; non si è ancora realizzata l'integrazione dei diversi mercati finanziari in Europa. D'altra parte, l'Europa continua a sorprendere per un contrasto vistoso. Non abbiamo problemi gravi, eppure siamo continuamente bombardati dalla preoccupazione delle nostre autorità, perché l'inflazione non scende sotto il 2% (che è il numero "magico" deciso dalla BCE), e perché i deficit pubblici un po' risalgono quando manca la crescita economica. Pur avendo problemi minori di tanti altri Paesi, noi europei continuiamo ad apparire seriamente preoccupati delle nostre piccole "divergenze", come se da queste - e quindi dalla loro correzione - dipendesse davvero il nostro benessere.

---

4. A volte, però, per i motivi sbagliati, quasi che la debolezza dell'Euro possa essere interpretata come una pagella per il processo di integrazione monetaria europea. In realtà, è meglio che non si sia masochisti, come sanno essere i giapponesi quando accompagnano l'apprezzamento dello yen alle difficoltà della loro economia! E' però vero che la nostra delusione nei confronti di un Euro relativamente debole riflette un errore di prospettiva: avevano dato retta alla propaganda di un Euro forte, fatta nei confronti dei tedeschi per indurli a rinunciare al loro marco.

Mentre è chiaro che altre sono le cose che contano<sup>5</sup>, se davvero si volesse competere con gli Stati Uniti sui temi della crescita e dell'equità. Ed è soprattutto enorme la sproporzione tra l'adozione dell'Euro, da un lato, e la presenza delle condizioni che lo rendono utile, dall'altro. Ci siamo "meritati" l'Euro rinunciando ai vizi (l'inflazione e i deficit pubblici) del passato; ma non abbiamo ancora fatto le riforme che rendono benefico il grande mercato così progettato.

---

5. Un aspetto di attualità riguarda la radicale riforma della governance europea in preparazione dell'allargamento dell'Unione. E' l'intera matrice del "chi-fa-come-cosa" che deve essere ripensata; mantenendo gli incentivi alla crescita e la capacità di reagire agli shocks, pur in presenza di una doppia "devoluzione" di compiti sia verso il livello comune europeo sia verso il livello locale.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE  
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Accenture  
Associazione Italiana delle Società ed Enti di Gestione Mobiliare ed Immobiliare  
Associazione Nazionale Banche Private  
Associazione Nazionale per le Banche Popolari  
Banca Agricola Mantovana S.p.A.  
Banca Agricola Popolare di Ragusa  
Banca Aletti & C. S.p.A.  
Banca Antoniana - Popolare Veneta  
Banca Carige S.p.A.  
Banca Carime S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.  
Banca di Cividale S.p.A.  
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.  
Banca Credito Popolare S.p.A.  
Banca Fideuram S.p.A.  
Banca di Imola S.p.A.  
Banca di Legnano  
Banca Leonardo S.p.A.  
Banca Lombarda S.p.A.  
Banca delle Marche S.p.A.  
Banca Mediocredito S.p.A.  
Banca Mediolanum S.p.A.  
Banca del Monte di Parma S.p.A.  
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.  
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.  
Banca di Piacenza  
Banca del Piemonte S.p.A.  
Banca Popolare dell'Adriatico  
Banca Popolare dell'Alto Adige  
Banca Popolare di Ancona S.p.A.  
Banca Popolare di Bari  
Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino  
Banca Popolare Commercio e Industria  
Banca Popolare di Crema  
Banca Popolare di Cremona  
Banca Popolare dell'Emilia Romagna  
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio  
Banca Popolare di Intra  
Banca Popolare dell'Irpinia  
Banca Popolare di Lodi  
Banca Popolare di Luino e Varese S.p.A.  
Banca Popolare di Marostica  
Banca Popolare del Materano S.p.A.  
Banca Popolare di Milano  
Banca Popolare di Novara S.p.A.  
Banca Popolare di Puglia e Basilicata  
Banca Popolare Pugliese  
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.  
Banca Popolare Sant'Angelo  
Banca Popolare Santa Venera S.p.A.  
Banca Popolare di Sondrio  
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.  
Banca Popolare Valconca  
Banca Popolare di Vicenza  
Banca Regionale Europea S.p.A.  
Banca Regionale S. Angelo S.p.A.  
Banca di Roma  
Banca di San Marino



Banca di Sassari S.p.A.  
 Banca Sella S.p.A.  
 Banca Toscana S.p.A.  
 Banca dell' Umbria 1462 S.p.A.  
 Banca di Valle Camonica S.p.A.  
 Banca 121 S.p.A.  
 Banco di Chiavari e della Riviera Ligure S.p.A.  
 Banco di Desio e della Brianza  
 Banco di Napoli S.p.A.  
 Banco Popolare di Verona e Novara  
 Banco di Sardegna S.p.A.  
 Banco di Sicilia S.p.A.  
 Bipop-Carire S.p.A.  
 Borsa Italiana S.p.A.  
 Carichieti S.p.A.  
 Carifermo S.p.A.  
 Carinord 2 S.p.A.  
 Cariverona Banca S.p.A.  
 Cassa Lombarda S.p.A.  
 Cassamarca S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.  
 Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Gorizia S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Mirandola S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.  
 Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino  
 Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.  
 Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone S.p.A.  
 Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.  
 Centrale dei Bilanci  
 Centrobanca  
 Credito Artigiano S.p.A.  
 Credito Bergamasco S.p.A.  
 Credito Emiliano S.p.A.  
 Credito Italiano S.p.A.  
 Credito Valtellinese  
 Deutsche Bank S.p.A.  
 Efibanca S.p.A.  
 Euros S.p.A. - Cefor & Istinform Consulting  
 Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
 Federcasse  
 ICCRI - Banca Federale Europea S.p.A.  
 Interbanca S.p.A.  
 Intesa Bci S.p.A.  
 Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
 Mediocredito Centrale S.p.A.

Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Mediovenezie Banca S.p.A.  
Meliorbanca Gallo & C. S.p.A.  
Rasbank S.p.A.  
Rolo Banca 1473 S.p.A.  
Sanpaolo IMI S.p.A.  
Unicredito Italiano S.p.A.  
Veneto Banca

*Amici dell'Associazione*

Arca SGR S.p.A.  
Centrofactoring S.p.A.  
Finsibi S.p.A.  
Kpmg S.p.A.  
Monte Titoli  
Sofid S.p.A.  
Tesi

**PUBBLICAZIONI A CURA DELL'ASSOCIAZIONE  
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA**

**A stampa**

LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.  
IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.  
MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e Pensiero, 1977.  
LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.  
I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.  
LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.  
ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.  
CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciogo, Ed. Il Mulino, 1981.  
RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.  
STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.  
ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985.  
LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.  
CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quatraro, Ed. Giuffrè, 1986.  
GLI IMPEGNI E RISCHI DELL'IMPRESA BANCARIA: PROFILI CONTABILI E GIURIDICI, a cura di S. De Angeli, Ed. Franco Angeli, 1986.  
LA GESTIONE DELLA FUNZIONE FINANZIARIA NELLE AZIENDE DI CREDITO: I PROFILI TECNICI E DI SVILUPPO ORGANIZZATIVO, a cura di A. Fusconi, A. Patarnello, Ed. Franco Angeli, 1989.  
LE DIRETTIVE DELLA C.E.E. IN MATERIA BANCARIA, a cura di F. Cesarini, S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 1991.  
INTERMEDIARI E MERCATI FINANZIARI IN FRANCIA, a cura di M. Anolli, A. Patarnello, Ed. Il Mulino, 1991.  
IL SISTEMA FINANZIARIO TEDESCO, a cura di A. Banfi, R. Locatelli, C. Schena, Ed. Il Mulino, 1991.  
IL SISTEMA FINANZIARIO DEL REGNO UNITO E LA CONCORRENZA NEL RETAIL BANKING, a cura di M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1992.  
IL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO E L'INTEGRAZIONE EUROPEA, a cura di A. Barzaghi, Ed. Il Mulino, 1993.  
TENDENZE E PROSPETTIVE DELLA RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA, a cura di F. Cesarini, V. Conti, M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1994.  
L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE, a cura di L. Nieri, Ed. Il Mulino, 1994.  
TENDENZE E PROSPETTIVE DEL RISPARMIO GESTITO, a cura di A. Banfi, M. L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1998.  
COLLEGIO SINDACALE E SISTEMA DEI CONTROLLI NEL DIRITO SOCIETARIO COMUNE E SPECIALE, a cura di G. Presti, Giuffrè, 2002.

**Ciclostilati**

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.

LA RILEVAZIONE DEI COSTI IN BANCA - 6/7 giugno 1974.

GLI ASPETTI FISCALI DEL BILANCIO BANCARIO - 27/28 novembre 1974.

LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.

IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.

OPERAZIONI BANCARIE: PROFILI GIURIDICI (1ª parte) - 1977.

ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.

IL NUOVO DIRITTO DI FAMIGLIA E I SUOI RIFLESSI SULLE OPERAZIONI DI BANCA - 1977.

ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.

PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

#### QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1      **«LA BANCA IN UN MONDO CHE MUTA»**  
prof. Gaetano Stammati - 14 gennaio 1976
- N. 2      **«L'OPERATORE DI BORSA»**  
prof. Gerardo Santini - 25 maggio 1976
- N. 3      **«I CONTRATTI DI BORSA E LA SPECULAZIONE»**  
prof. Francesco Masera - 19 novembre 1976
- N. 4      **«STRUTTURA E ORGANIZZAZIONE DI UN'AZIENDA DI CREDITO A CARATTERE NAZIONALE»**  
dott. Innocenzo Monti - 21 marzo 1977
- N. 5      **«IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA E LE RIVELAZIONI CREDITIZIE DELLA BANCA D'ITALIA»**  
dott. Giuseppe Mascetti - 2 giugno 1977
- N. 6      **«ASSICURAZIONE E FINANZIAMENTO DEL CREDITO ALL'EXPORT»**  
dott. Rinaldo Ossola - 10 giugno 1977
- N. 7      **«PROBLEMI E STRATEGIE DELLA POLITICA MONETARIA»**  
prof. Giacomo Vaciago - 31 marzo 1977
- N. 8      **«MERCATO OBBLIGAZIONARIO E VINCOLO DI PORTAFOGLIO»**  
dott. Bruno Bianchi - 31 marzo 1977
- N. 9      **«IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO PUBBLICO»**  
prof. Dino Piero Giarda - 1 aprile 1977
- N. 10     **«L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE»**  
dott. Cesare Caranza - 1 aprile 1977
- N. 11     **«IL VINCOLO ESTERNO ALLO SVILUPPO DELL'ECONOMIA ITALIANA»**  
dott. Giovanni Magnifico - 1 aprile 1977
- N. 12     **«LA POLITICA VALUTARIA NEL 1975/76»**  
dott. Carlo Santini - 1 aprile 1977
- N. 13     **«OBIETTIVI INTERMEDI E FINALI DELLA POLITICA MONETARIA»**  
prof. Giacomo Vaciago - marzo 1978
- N. 14     **«CONTROLLI DI VIGILANZA E LORO RIFLESSI SULLA ORGANIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO»**  
dott. Vincenzo Desario - ottobre 1978
- N. 15     **«STATI UNITI E ITALIA: DUE SISTEMI BANCARI A CONFRONTO»**  
prof. Frank Tamagna - 9 novembre 1978
- N. 16     **«THE INSTABILITY AND THE RESILIENCE OF AMERICAN BANKING (1946-1978)»**  
**(«Instabilità finanziaria e capacità di reazione delle banche americane»)**  
prof. Hyman P. Minsky - 8 febbraio 1979
- N. 17     **«INTRODUZIONE ALLO STUDIO DEL DIRITTO PENALE BANCARIO»**  
prof. Mario Romano - 4 aprile 1979

- N. 18 **«FRODI VALUTARIE E RESPONSABILITÀ PENALE DEI DIPENDENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO»**  
prof. Federico Stella - 4/6 aprile 1979
- N. 19 **«EFFETTI DELL'INFLAZIONE SUI MERCATI FINANZIARI»**  
prof. Franco Modigliani - 18 settembre 1979
- N. 20 **«IL CONTROLLO INTERNO E L'ISPETTORATO GENERALE DELLE BANCHE FRANCESI»**  
Pierre Greder - novembre 1979
- N. 21 **«VERSO UN MERCATO EUROPEO DI VALORI MOBILIARI?»**  
Christopher Tugendhat - 25 gennaio 1980
- N. 22 **«CONSIDERAZIONI PER IL VERTICE ECONOMICO DI VENEZIA»**  
Richard N. Gardner - 12 febbraio 1980
- N. 23 **«LA RECENTE POLITICA DEL CREDITO E DEL CAMBIO DEGLI STATI UNITI»**  
prof. Frank Tamagna - 6 dicembre 1979
- N. 24 **«LA MONETA È IMPORTANTE?»**  
Paul Davidson - 31 marzo 1980
- N. 25 **«RIFLESSIONI SULLA POLITICA MONETARIA (1979-1980)»**  
prof. Giacomo Vaciago - 13 marzo 1980
- N. 26 **«IL CONTROLLO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLA NUOVA LEGGE BANCARIA BRITANNICA»**  
prof. J.R.S. Revell - 8 maggio 1980
- N. 27 **«PREVISIONI, STRUMENTI D'ANALISI E VINCOLI NELLA GESTIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA»**  
dott. Ulpiano Quaranta - 13 marzo 1980
- N. 28 **«LE FUNZIONI ISPETTIVE NELLE BANCHE ITALIANE OGGI»**  
Carmine De Robbio - 5/9 maggio 1980
- N. 29 **«OPINIONI E COMPORTAMENTI DEGLI OPERATORI BANCARI: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**  
Francesco Cesarini, Pier Domenico Gallo - maggio 1980
- N. 30 **«EFFETTI DELL'AUTOMAZIONE SUI PROCESSI OPERATIVI DECISIONALI DELLA BANCA D'ITALIA»**  
dott. Antonio Finocchiaro - 2 giugno 1980
- N. 31 **«ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA FORMAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI»**  
dott. Lucio Rondelli - 28 gennaio 1981
- N. 32 **«L'INCIDENZA DELLA FUNZIONE MONETARIA E DEI SERVIZI BANCARI SULL'ECONOMIA DELLA BANCA»**  
prof. Tancredi Bianchi - 13 marzo 1981
- N. 33 **«I RIFLESSI SULLA GESTIONE E SULLA PROFESSIONE BANCARIA DEI DIVERSI STRUMENTI E DELLE NUOVE FORME DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA»**  
Urbano Aletti, Francesco Cesarini, Franco Riccardi - aprile 1981

- N. 34      **«LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»**  
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981
- N. 35      **«GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»**  
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981
- N. 36      **«IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E  
NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»**  
dott. Tamas Bacscai - 16 marzo 1982
- N. 37      **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA IN BANCA E FUORI BANCA»**  
Giuseppe Antonio Banfi, Pierandrea Dosi Delfini, Marcello Melani, Vincenzo Mosca,  
Giacomo Vaciago - febbraio 1982
- N. 38      **«BANCHE E ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE: COMPLEMENTARIETÀ,  
CONCORRENZA O SOVRAPPOSIZIONE?»**  
Luigi Arcuti, Francesco Cesarini, Federico Pepe, Maurizio Sella, Ermanno Veronesi -  
febbraio 1982
- N. 39      **«LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO: EFFETTI DELLA  
POLITICA MONETARIA E RIFLESSI SUI MERCATI»**  
Franco Cotula - febbraio 1982
- N. 40      **«GLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI SISTEMI ELETTRONICI DI  
TRASFERIMENTO DI FONDI SULLA POLITICA»**  
prof. J.R.S. Revell - 3 giugno 1982
- N. 41      **«ASPETTI ISTITUZIONALI ED OPERATIVI DEL MERCATO DEI BUONI  
ORDINARI DEL TESORO IN ITALIA»**  
Fiorenzo Di Pasquali - 9 febbraio 1982
- N. 42      **«ASPETTI FUNZIONALI E DI MERCATO DEGLI STRUMENTI DI  
RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**  
Francesco Cesarini - settembre 1982
- N. 43      **«ASPETTI ECONOMICI E TECNICI DEL CAPITALE PROPRIO DELLE  
BANCHE»**  
Marco Onado - settembre 1982
- N. 44      **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE PUBBLICHE»**  
Fabio Merusi - settembre 1982
- N. 45      **«I PRESTITI POSTERGATI NEL DIRITTO ITALIANO»**  
Gian Franco Campobasso - settembre 1982
- N. 46      **«TITOLI "ATIPICI" E LIBERTÀ DI EMISSIONE NELL'AMBITO DELLE  
STRUTTURE ORGANIZZATIVE DELLA GRANDE IMPRESA »**  
Antonio Pavone La Rosa - settembre 1982
- N. 47      **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO (PROBLEMI E  
IPOTESI)»**  
Giuseppe B. Portale - settembre 1982
- N. 48      **«RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**  
Giovanni L. Pellizzi - settembre 1982
- N. 49      **«L'ABBANDONO DEGLI ESTREMISMI NELLA POLITICA MONETARIA»**  
Guido Carli - 20 gennaio 1983

- N. 50      **«INSEDIAMENTI BANCARI ED EFFICIENZA DEL SISTEMA CREDITIZIO»**  
Claudio Conigliani - 10 febbraio 1983
- N. 51      **«LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ PARABANCARIA ED IL RUOLO DELLE  
BANCHE»**  
Giambattista Marchesini - 6 giugno 1983
- N. 52      **«IL PARABANCARIO E L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ASPETTI GIURIDICI  
DELL'EMISSIONE DEI TITOLI ATIPICI »**  
Giovanni L. Pellizzi - 14 giugno 1983
- N. 53      **«L'ESPANSIONE TERRITORIALE NELLA STRATEGIA DELLE AZIENDE DI  
CREDITO»**  
Luigi Orombelli - 9 febbraio 1983
- N. 54      **«PRESENTAZIONE DEL VOLUME “STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE  
AZIENDE DI CREDITO”: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**  
Lamberto Dini - 21 ottobre 1983
- N. 55      **«STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO: UNA  
METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**  
**Parte seconda.**  
F. Pepe, A. Balossino, G. Di Stefano - 21 ottobre 1983
- N. 56      **«COMPETITIVITÀ INNOVAZIONE ED EFFICIENZA NEL SISTEMA  
FINANZIARIO ITALIANO»**  
Nerio Nesi - 13 febbraio 1984
- N. 57      **«STRUTTURA, OPERATORI ED EVOLUZIONE TECNICA DEL MERCATO DEI  
FONDI INTERBANCARI IN ITALIA (1979-1982)»**  
Arturo Patarnello - marzo 1984
- N. 58      **«LA TUTELA DEL RISPARMIO BANCARIO»**  
Tancredi Bianchi - aprile 1984
- N. 59      **«IL MERCATO FINANZIARIO DOPO LA LEGGE 216»**  
Guido Rossi - maggio 1984
- N. 60      **«BANCA E BORSA DI FRONTE AL PROBLEMA DELLA STRUTTURA  
FINANZIARIA DELLE IMPRESE»**  
U. Aletti, H. Bieler, F. Cesarini, L. Orombelli, G.M. Roveraro - giugno 1984
- N. 61      **«LINEAMENTI DEL TESSUTO INDUSTRIALE ITALIANO NEL SISTEMA DELLE  
STATISTICHE ISTAT»**  
Guido Rey - giugno 1984
- N. 62      **«SISTEMA CREDITIZIO E FINANZIAMENTO DELLA CASA: I RISULTATI DI  
UN'INDAGINE»**  
Maria Luisa Di Battista - agosto 1984
- N. 63      **«PROCESSI DI FORMAZIONE DEL REDDITO D'ESERCIZIO NELLE AZIENDE  
DI CREDITO E LORO VARIAZIONI»**  
Lucio Motta - ottobre 1984
- N. 64      **«GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA E EFFICIENZA DEL MERCATO  
MONETARIO»**  
B. Bianchi, P. Boaretto, R. Franceschini - novembre 1984



- N. 65 «UN PROFILO PER UN SISTEMA»  
Francesco Cingano - dicembre 1984
- N. 66 «LA GARANZIA DEI DEPOSITI»  
Giannino Parravicini - febbraio 1985
- N. 67 «TEORIA E PRASSI DELLA VIGILANZA BANCARIA: ALCUNE RIFLESSIONI»  
Edward P.M. Gardener - aprile 1985
- N. 68 «GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA E SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»  
V. Pontolillo, E. Ugolini, F. Battini - aprile 1985
- N. 69 «LA CONCORRENZA BANCARIA DOPO L'ACCANTONAMENTO DEL MASSIMALE»  
G. Carosio, E. Ceccatelli, A. Ceola - maggio 1985
- N. 70 «LE PARTECIPAZIONI DELLE GRANDI BANCHE TEDESCHE: ASPETTI QUANTITATIVI E DISCIPLINA PRUDENZIALE»  
Rossella Locatelli - maggio 1985
- N. 71 «STRUTTURA E COSTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA NEL MERCATO MOBILIARE E GESTIONE ACCENTRATA DEI TITOLI»  
Ernesto Ugolini - giugno 1985
- N. 72 «L'UTILIZZO DELLE ANALISI DI SETTORE NELL'ISTRUTTORIA DEI FIDI»  
P. Brasca, A. Geremia, A. Martelli, P.L. Novello, C. Porcari - settembre 1985
- N. 73 «CONCORRENZA E CONTROLLI NELLE OPINIONI DEL MANAGEMENT BANCARIO»  
M.L. Di Battista, A. Patarnello - settembre 1985
- N. 74 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL SISTEMA CREDITIZIO»  
E. Ceccatelli, V. Desario, L. Frey, S. Isgrò, G. Marchesini - febbraio 1986
- N. 75 «L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL MERCATO IMMOBILIARE»  
G. Caprara, E. Fumagalli, P. Iovenitti, G. Lombardo, U. Verecondi Scortecchi - febbraio 1986
- N. 76 «NUOVI PROFILI DELL'ORDINAMENTO DEL MERCATO MOBILIARE E LA POSIZIONE DELLA CONSOB»  
Franco Piga - febbraio 1986
- N. 77 «GLI SVILUPPI E LE PROSPETTIVE DEL MERCATO AZIONARIO»  
U. Aletti, M. Vitale - marzo 1986
- N. 78 «DIMENSIONE, COMPOSIZIONE E COSTO DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO DAL 1861 AL 1985»  
F. Spinelli, S. Formentini - febbraio 1987
- N. 79 «I BUONI (ORDINARI) DEL TESORO»  
G.L. Calvi - febbraio 1987
- N. 80 «TENDENZE DI MEDIO PERIODO NEI MERCATI DEL CREDITO»  
P.D. Gallo, S. Molinari, O. Salamone - aprile 1987
- N. 81 «LE RISPOSTE DELL'INDUSTRIA BANCARIA AI CAMBIAMENTI»  
T. Bianchi, A. Cova - aprile 1987

- N. 82      **«LA GESTIONE DEL PASSIVO E I NUOVI SERVIZI BANCARI»**  
P. Forti, S. De Bernardis - maggio 1987
- N. 83      **«ASPETTI EVOLUTIVI DELLA GESTIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO E I SUOI RIFLESSI SUL BILANCIO D'ESERCIZIO»**  
F. Gianani - maggio 1987
- N. 84      **«LE CARATTERISTICHE E GLI EFFETTI SULLA GESTIONE BANCARIA DEI RISCHI CONNESSI ALLE "OFF BALANCE SHEET TRANSACTIONS"»**  
M. Oriani - giugno 1987
- N. 85      **«GLI INTERMEDIARI DI BORSA: PROSPETTIVE A CONFRONTO»**  
F. Cesarini, P. Marchetti, M.T. Tebaldi - luglio 1987
- N. 86      **«GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL SISTEMA FINANZIARIO BRITANNICO»**  
P. Fandella - febbraio 1988
- N. 87      **«STRUTTURA E PROSPETTIVE DEI GRUPPI BANCARI IN ITALIA»**  
G. Schena - febbraio 1988
- N. 88      **«L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO»**  
G. Zandano, T. Bianchi, W.G. Verhoeven, F. Pepe - maggio 1988
- N. 89      **«IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA DEL 1992»**  
E. Filippi, M. Sella, G. Frigeri - maggio 1988
- N. 90      **«RIFLESSI SULLA GESTIONE BANCARIA DELL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE»**  
U. Aletti, C. Faissola, E. Monti - giugno 1988
- N. 91      **«BANCHE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**  
F. Cesarini - giugno 1988
- N. 92      **«IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO»**  
V. Brocci, A. Tucci - ottobre 1988
- N. 93      **«LA REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO NELLA PROSPETTIVA DI EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL SISTEMA»**  
T. Bianchi, F. Bizzocchi, G. Carducci - giugno 1989
- N. 94      **«UN SISTEMA ESPERTO PER LA GESTIONE DELLA TESORERIA»**  
M. De Marco, G. Grassano, S. De Bernardis, F. Gardin, C. Rossignoli, I. Zaniboni, H. Taylor, G. Trotta - luglio 1989
- N. 95      **«POSIZIONE COSTITUZIONALE E FUNZIONI AMMINISTRATIVE DEL C.I.C.R. NELL'AMBITO DELL'ORDINAMENTO DEL CREDITO»**  
E. Balboni, G. Massoli - luglio 1989
- N. 96      **«LINEE EVOLUTIVE NELL'ORGANIZZAZIONE BANCARIA»**  
A. Balossino - gennaio 1990
- N. 97      **«ASPETTI TECNICI DELLA POLITICA DI IMPIEGO»**  
T. Bianchi, P. Bongianino, A. Finotti, L. Sibani, G. Osculati - maggio 1990
- N. 98      **«TENDENZE EVOLUTIVE DELLA POLITICA DI RACCOLTA»**  
C. Faissola, E. Veronesi, M. Nonni - maggio 1990

- N. 99      «LA BANCA E L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI»  
L. Rondelli, M. Sella - maggio 1990
- N. 100     «I PROSPETTI DI RICLASSIFICAZIONE E DI DETTAGLIO NELLA  
DOCUMENTAZIONE INTEGRATIVA DEI BILANCI BANCARI, I RISULTATI DI  
UN'INDAGINE»  
P. Benigno - giugno 1990
- N. 101     «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE,  
ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI»  
I PARTE  
A. Tarola, D. Qualeatti, P. Di Blasi, P. Salamone - settembre 1990
- N. 102     «SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE,  
ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI»  
II PARTE  
A. Pincherle, C. Rossignoli, R. Virtuani, M. Atzeni - settembre 1990
- N. 103     «L'ASSET & LIABILITY MANAGEMENT STRATEGICO NELLE BANCHE  
ITALIANE»  
M. Carrara - novembre 1990
- N. 104     «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORREN-  
ZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»  
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990
- N. 105     «EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA  
CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»  
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991
- N. 106     «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL  
FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»  
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991
- N. 107     «SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»  
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991
- N. 108     «I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL  
FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»  
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991
- N. 109     «TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE  
AZIENDE DI CREDITO»  
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991
- N. 110     «GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»  
T. Bianchi - novembre 1991
- N. 111     «IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»  
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991
- N. 112     «IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»  
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992
- N. 113     «PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»  
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992
- N. 114     «PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»  
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992

- N. 115      **«PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**  
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992
- N. 116      **«L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON  
BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA E  
DELLA TRASPARENZA»**  
M. Cardillo - settembre 1992
- N. 117      **«LE PROSPETTIVE DELLA BANCA SPAGNOLA VERSO L'INTEGRAZIONE  
FINANZIARIA IN EUROPA»**  
J. Quesada - settembre 1992
- N. 118      **«INSIDER TRADING: CONSIDERAZIONI E PERPLESSITÀ»**  
A. Mignoli - ottobre 1992
- N. 119      **«LE PROSPETTIVE DEL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO NELL'ATTUALE  
CONGIUNTURA EUROPEA»**  
F. Perez, E. Coletti, F. Kerbaker, A. Pironti - febbraio 1993
- N. 120      **«I CANALI DI DISTRIBUZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE»**  
P.D. Gallo, D. Conti, M. Corradi, F. Del Nero - marzo 1993
- N. 121      **«IL COSTO DEL LAVORO NELLE AZIENDE DI CREDITO»**  
T. Bianchi, C. Faissola, G. Trombi, L. Dini - aprile 1993
- N. 122      **«I RAPPORTI TRA BANCA E IMPRESA»**  
F. Frasca, F. Cesarini, G. Cirila, L. Rondelli - aprile 1993
- N. 123      **«IL TRATTAMENTO FISCALE DEI RISCHI SU CREDITO»**  
F. Gallo - gennaio 1994
- N. 124      **«PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»**  
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE  
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994
- N. 125      **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»**  
M. Venturino - marzo 1994
- N. 126      **«IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»**  
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994
- N. 127      **«LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO  
BANCA-IMPRESA»**  
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994
- N. 128      **«COMPORAMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED  
EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»**  
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994
- N. 129      **«ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRETTA" DELLE  
BANCHE»**  
M. Oriani - maggio 1994
- N. 130      **«RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE  
BANCARIA»**  
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994
- N. 131      **«PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE  
CONSOB - BANCA D'ITALIA»**  
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994

- N. 132      **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**  
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133      **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**  
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134      **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»**  
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135      **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**  
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136      **«REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»**  
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturi, C. Faissola - maggio 1995
- N. 137      **«TENDENZE NELLA REDDITIVITÀ E PRODUTTIVITÀ BANCARIA»**  
F. Passacantando, M. Nonni, F. Pepe, L.G. Attanasio, G. Frigeri - maggio 1995
- N. 138      **«L'APPLICAZIONE DEL RATING AL SETTORE BANCARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**  
Laura Nieri - gennaio 1996
- N. 139      **«IL RATING: UN'OPPORTUNITÀ PER LE BANCHE ITALIANE»**  
E. Monti, A. Esmanech, A. Tamagnini - gennaio 1996
- N. 140      **«L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: I CRITERI DI RIFERIMENTO E LE REGOLE DI CONVERGENZA»**  
Rainer Masera - febbraio 1996
- N. 141      **«IMPRESA, COMUNICAZIONE FINANZIARIA, COMPETITIVITÀ: IL QUADRO ITALIANO TRA REGOLE E OPPORTUNITÀ»**  
E. Presutti, G. Vigorelli, F. Cesarini, I. Cipolletta, M. Onado, A. Bombassei, P. Pasini - marzo 1996
- N. 142      **«LE BANCHE E LO SVILUPPO DEI MERCATI»**  
L. Rondelli, C. Santini - marzo 1996
- N. 143      **«GLI ASPETTI NEVRALGICI DEI PROCESSI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE DELLA BANCA»**  
M.L. Di Battista, M. Sella, P. Marullo Reedtz, L. Arcuti - maggio 1996
- N. 144      **«I PROBLEMI DELLA PROFESSIONE BANCARIA»**  
V.Desario, T. Bianchi - maggio 1996
- N. 145      **«LA GESTIONE DELLA RACCOLTA BANCARIA»**  
A. Nottola - giugno 1996
- N. 146      **«INTERMEDIAZIONE BANCARIA E FINANZA D'IMPRESA NELLA PROSPETTIVA DELL'INTEGRAZIONE EUROPEA»**  
C. Scognamiglio, G. Palladino, G. Zadra, E. G. Bruno, A. Falck, G. Grassano, G. Zucchi - febbraio 1997
- N. 147      **«COMUNICAZIONE FINANZIARIA E SVILUPPO DELLE IMPRESE: LE PROSPETTIVE»**  
G. Vigorelli, M. Miccio, B. Boschetto, S. Bragantini, P. Gnes, E. Presutti, T. Bianchi, P. Pasini - febbraio 1997

- N. 148 **«LA TASSAZIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI»**  
F. Caleffi, G. Zadra, E.G. Bruno - maggio 1997
- N. 149 **«L'UNIONE MONETARIA E GLI ADEMPIMENTI ORGANIZZATIVI»**  
T. Bianchi, M. Sarcinelli, A. Iozzo - maggio 1997
- N. 150 **«FATTORI DETERMINANTI DEL RISULTATO ECONOMICO DELLE BANCHE NEL 1996»**  
N. Oggiano, G. Grassano - giugno 1997
- N. 151 **«LE IMPLICAZIONI PER LE BANCHE ITALIANE DELL'AVVIO DELL'UNIONE MONETARIA»**  
F. Cesarini, I. Angeloni, A. Generale, R. Tedeschi - settembre 1997
- N. 152 **«PROFILI DI REDDITIVITÀ BANCARIA IN EUROPA: ALLA RICERCA DEL MODELLO VINCENTE NELLA PROSPETTIVA DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA»**  
V. Conti, M. Ossana, M. Senati - settembre 1997
- N. 153 **«STRUMENTI E SOLUZIONI ORGANIZZATIVE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**  
R. Barontini, P. Gualtieri, A. Patarnello, F. Russello - gennaio 1998
- N. 154 **«IMPRESE, MERCATO DEI CAPITALI E COMUNICAZIONE FINANZIARIA»**  
B. Benedini, G. Vigorelli, A. Albertini, T. Bianchi, M. Miccio, G. Fossa, P. Pasini - febbraio 1998
- N. 155 **«L'OFFERTA DI SERVIZI DI CONSULENZA ALLE IMPRESE»**  
F. Arpe, C. Costamagna, C. Porcari - aprile 1998
- N. 156 **«TENDENZE NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DEL RISPARMIO»**  
F. Cesarini, I. Angeloni, E.G. Bruno - G. Testoni - maggio 1998
- N. 157 **«LE BANCHE ITALIANE E LA PREPARAZIONE ALL'UNIONE MONETARIA»**  
T. Bianchi, P. Campaioli, V. Conti, V. De Bustis, V. Consoli, A. Valdembrì, G. Zadra - maggio 1998
- N. 158 **«LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»**  
M. F. Ambrosiano - giugno 1998
- N. 159 **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE REALE E MONETARIA E I CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE»**  
G. Vaciago, G. Morcaldo, I. Cipolletta, M.L. Di Battista, C. Faissola - giugno 1998
- N. 160 **«L'AREA DELL'EURO: ASPETTI STRUTTURALI E RAPPORTI CON LE PRINCIPALI AREE VALUTARIE»**  
G. Vigorelli - I. Visco - G. Bishop - B. Eichengreen - agosto 1998
- N. 161 **«I MERCATI FINANZIARI IN EURO E L'OPERATIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE»**  
R. Barbieri - L. Rondelli - G. Vaciago - agosto 1998
- N. 162 **«LE STRATEGIE DEI PRINCIPALI SISTEMI BANCARI EUROPEI NELLA PROSPETTIVA DELLA MONETA UNICA»**  
J.P. Abraham - J.R. Inciarte - U. Schroeder - settembre 1998

- N. 163      **«L'APPLICAZIONE DELLE REGOLE DELLA CONCORRENZA ALLE IMPRESE BANCARIE NELL'ESPERIENZA EUROPEA E NELL'ESPERIENZA ITALIANA PARTE I - LE INTESE»**  
F. Turati - novembre 1998
- N. 164      **«I RIFLESSI DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: PROFILI ECONOMICI E DI VIGILANZA»**  
F. Taranto, M. Onado - novembre 1998
- N. 165      **«BILANCIO E COMUNICAZIONI SOCIALI: LE NUOVE REGOLE A CONFRONTO CON L'EUROPA»**  
G. Vigorelli - M. Miccio - B. Benedini - M. Sella - L. Martino - P. Gnes - S. Preda - D. Bracco - P. Pasini - febbraio 1999
- N. 166      **«NUOVI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LE BANCHE E PER I MERCATI»**  
V. Desario - marzo 1999
- N. 167      **«L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA TERZA FASE DELL'UNIONE MONETARIA»**  
T. Bianchi - C. Santini - E. Paolillo - A. Varisco - aprile 1999
- N. 168      **«INCENTIVI PER IL PERSONALE E PIANI DI STOCK OPTION NELLE BANCHE»**  
P. Gualtieri - R. Locatelli - M. Cozzolini - G. Spadafora - marzo 1999
- N. 169      **«IL RUOLO DELLA PIAZZA FINANZIARIA ITALIANA NEL CONTESTO EURO»**  
R. Pinza - M. Sella - A. Ventura - maggio 1999
- N. 170      **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ORGANIZZATIVI E DI VIGILANZA»**  
A. Profumo - C. Salvatori - F. Frasca - giugno 1999
- N. 171      **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ECONOMICO-TECNICI»**  
F. Cesarini - F. Panetta - F. Bizzocchi - C. Piazza Spessa - gennaio 2000
- N. 172      **«IL BUON GOVERNO SOCIETARIO: AUTOREGOLAMENTAZIONI, COMUNICAZIONI»**  
G. Vigorelli - B. Benedini - M. Miccio - A. Desiata - P. Gnes - M. Sella - S. Preda - P. Fassino - P. Pasini - marzo 2000
- N. 173      **«INVESTIMENTI FISSI E GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**  
P. Gualtieri - G. Scorza - G. Rosnati - P. Gavazzi - marzo 2000
- N. 174      **«LA CONCENTRAZIONE SUL MERCATO DEGLI SCAMBI DI AZIONI: I PROBLEMI APERTI E L'OPINIONE DEGLI OPERATORI»**  
A. Banfi - M. Calzolari - F. Chiappetta - G. Ferrarini R. Hamoui - G. Makula - G. Verzelli - maggio 2000
- N. 175      **«L'OFFERTA DI CREDITO E DI SERVIZI FINANZIARI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE»**  
C. Faissola - M. Bianconi - maggio 2000
- N. 176      **«IL MERCATO DEI SERVIZI DI GESTIONE PROFESSIONALE DEL RISPARMIO: ASPETTI DOMESTICI E INTERNAZIONALI»**  
T. Bianchi - L. Rondelli - A. Ferrari - B. Bianchi - maggio 2000
- N. 177      **«IL RATING INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI BANCARI NEI GRUPPI CREDITIZI»**  
R. Masera - giugno 2000

- N. 178      **«STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO, CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI E SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DI IMPIEGO»**  
A. Patarnello - V. Conti - M. Maccarinelli - P.D. Gallo - giugno 2000
- N. 179      **«TENDENZE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO»**  
D. Gronchi - L. Sibani - luglio 2000
- N. 180      **«MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**  
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000
- N. 181      **«LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO DEI PORTAFOGLI GESTITI. UN'APPLICAZIONE DELLA *PERFORMANCE ATTRIBUTION* AI FONDI BILANCIATI DI DIRITTO ITALIANO»**  
G. Petrella - febbraio 2001
- N. 182      **«I BENEFICI DI CREAZIONE DI VALORE NELL'ACCESSO DELLE BANCHE AI MERCATI ORGANIZZATI»**  
A. Nagel - maggio 2001
- N. 183      **«LA DIFFUSIONE DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE: IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI»**  
V. Pontolillo - A. Tantazzi - T. Cartone - maggio 2001
- N. 184      **«LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE E DEI GRUPPI BANCARI ITALIANI»**  
G. Pirovano - F. Pepe - giugno 2001
- N. 185      **«LA CONCORRENZA NELL'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI, BANCHE E ALTRI OPERATORI»**  
T. Bianchi - F. Panetta - M. Calzolari - luglio 2001
- N. 186      **«L'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI DA PARTE DI OPERATORI ESTERNI AL SETTORE BANCARIO»**  
A. Banfi - C. Passera - G. Cappelletti - luglio 2001
- N. 187      **«LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI PATRIMONIALI»**  
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001
- N. 188      **«VERSO UNA NUOVA BRETTON WOODS: UN PROGETTO PER USCIRE DALLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE»**  
L. H. Larouche - settembre 2001
- N. 189      **«L'IMPATTO DEL DIRITTO COMUNITARIO SULL'E-BANKING»**  
S. Scotti Camuzzi - ottobre 2001
- N. 190      **«LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI»**  
S. Rossi - G. Morcaldo - G. Vaciago - gennaio 2002
- N. 191      **«REPUTAZIONE E DEONTOLOGIA PROFESSIONALE DELLE BANCHE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA NEL CONTESTO DELLA NEW ECONOMY»**  
C. Santini - B. Bianchi - A. Finocchiaro - febbraio 2002



- N. 192      **«REPUTAZIONE GLI EFFETTI DELLE COMMISSIONI D'INCENTIVO  
SULLE PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI»**  
E. J. Elton - M. J. Gruber - C. R. Blake - febbraio 2002
- N. 193      **«IL RISCHIO OPERATIVO»**  
R. Locatelli - E. Magistretti - P. Scalerandi - G. Carosio - marzo 2002
- N. 194      **“LE CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI: RISCHIO PAESE ED EFFETTI  
SULLE BANCHE ITALIANE”**  
M. Lossani - P. Marullo Reedtz - L. Benassi - giugno 2002

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria  
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252

Finito di stampare giugno 2002