

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

GIACOMO VACIAGO

**“QUANDO FINISCONO LE CRISI”**

***Lectio magistralis***

tenuta presso

l'Università del Sacro Cuore di Milano

l'11 febbraio 2013

QUADERNO N. 272

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



Università Cattolica  
del Sacro Cuore

GIACOMO VACIAGO

## “QUANDO FINISCONO LE CRISI”

***Lectio magistralis***

tenuta presso

l'Università del Sacro Cuore di Milano

l'11 febbraio 2013

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

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria  
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [bpci-assbb@bpci.it](mailto:bpci-assbb@bpci.it)  
sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)



## **Prof. Giacomo VACIAGO**

Docente di Economia Monetaria nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

### **Introduzione**

Parlando l'anno scorso di “Crisi e futuro della Chiesa”, il Cardinale Walter Kasper dice<sup>1</sup>: “La Chiesa non si trova solo oggi in difficoltà, ma si è trovata in difficoltà, per così dire, fin dall'inizio, e ha già superato molte crisi da cui è uscita, di solito, rafforzata. *L'intera storia della Chiesa è una storia di crisi.*”

In effetti, “crisi”, in greco, significa solo cambiamento, svolta (in latino *discrimen*), e non ha l'odierno significato di difficoltà economiche e sociali, gravi e difficili da rimediare. Dall'Enciclica “Caritas in Veritate”<sup>2</sup> sappiamo che le crisi si superano con il *discernimento e la nuova progettualità*. E' quindi utile domandarci a che punto siamo di questo processo. Ricordo che la crisi di cui stiamo parlando ha avuto inizio nell'estate del 2007, cioè più di 5 anni fa. Possiamo dire che almeno per quanto riguarda il “discernimento”, molto sia già stato fatto?

---

<sup>1</sup> “Il Regno”, dicembre 2012, pag. 654 (corsivo aggiunto).

<sup>2</sup> Papa Benedetto XVI, *Caritas in Veritate*, 29 giugno 2009.

## Discernimento

Una diagnosi condivisa sulle cause della crisi ancora non c'è. Gran parte del dibattito che abbiamo avuto in questi anni è stato limitato alla polemica, a volte astiosa, tra gli apostoli delle due precedenti principali chiese: da un lato i keynesiani che non a caso parlano di *Great recession* e auspicano (per uscirne) politiche monetarie e soprattutto fiscali espansive; e dall'altro quanti invece parlano di *Crisi dei debiti sovrani* e auspicano quindi politiche di austerità. Ambedue prevalentemente macroeconomiche e quindi concentrate su problemi di stabilità, sottovalutano le più importanti questioni di efficienza e di equità.

In realtà, sembra che non ci sia ancora stato quello che *l'Assemblea della Comunione di Chiese protestanti in Europa (CCPE)*, riunita a Firenze dal 20 al 26 settembre 2012<sup>3</sup> ha chiamato “il coraggio di guardare in faccia la verità”, anzitutto sfidando la pretesa tutta ideologica di coloro che presentano un'unica scelta ed una sola strategia politica, per uscire dalla crisi. E' un invito, quello delle Chiese protestanti, alla necessaria umiltà (più precisamente, si parla di “onestà e integrità”) con cui si devono anzitutto studiare i fatti e i problemi, e ricavarne una prospettiva per il futuro.

Servirebbe davvero il *Discernimento*. Nelle Scritture, questo è un dono dello Spirito: è il dono dei doni! Ed è affidato ai profeti. Nel Nuovo Testamento, è il compito degli apostoli.

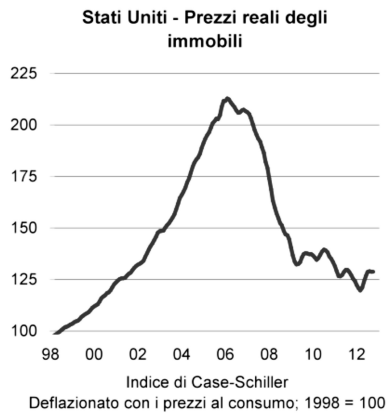
---

<sup>3</sup> “Il Regno”, *cit.*, pagg. 660 - 661.

Molto più modestamente, ricordiamo anzitutto i principali fatti che richiedono una spiegazione, e se possibile una diagnosi condivisa. I seguenti 4 grafici ci ricordano – in modo nuovo, ma anche con riferimento a cose note:

anzitutto, che (1) abbiamo ancora da smaltire un eccesso di debito “inutile”:

Fig. 1 **THIS TIME IS DIFFERENT**



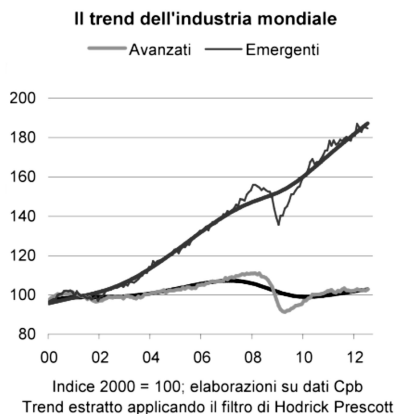
ma anche (2) che senza credito, il mondo si ferma:

Fig. 2 **TOO BIG TO FAIL**



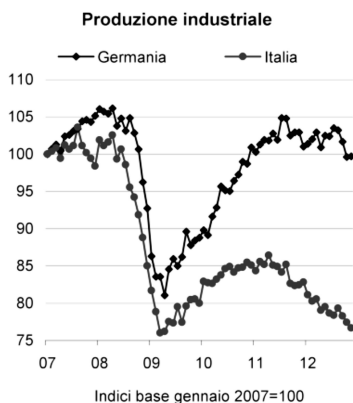
Sappiamo (3) che il mondo è davvero uno solo; ma su filiere multinazionali nuove:

Fig. 3 **DOVE CRESCE IL MONDO**



e infine sappiamo (4) che l'Euro funziona bene dove il mercato è migliore:

Fig. 4 **OPTIMUM CURRENCY AREA**



Alcuni commenti sono ancora necessari.

Anzitutto, sul ruolo delle “bolle” (più o meno *razionali*) all’origine di molte crisi che nascono finanziarie e poi hanno conseguenze, gravi, di economia reale. La Figura 1 è intitolata: “This time is different”, perché questa è la prima causa del ripresentarsi di queste bolle<sup>4</sup>. Ci sono alcune differenze, grazie alle quali non ci rendiamo subito conto che è una storia già vista tante volte, e che se inizia con evidenti e innegabili benefici può solo finire male, per tutti. Le chiamiamo bolle “razionali”, perché sono convenienti finché non esplodono!

Sono state ampiamente studiate dagli economisti<sup>5</sup>, ma ogni volta colgono molti di sorpresa. Ciò che è più grave, è che le autorità monetarie rifiutano ogni loro responsabilità in questi episodi, pur essendo evidente a tutti che una politica monetaria “molto espansiva” è tra le condizioni necessarie perché una bolla speculativa si manifesti. Spesso sono i politici i più entusiasti sostenitori dei benefici che, al suo inizio, una bolla speculativa presenta. A volte, le stesse autorità monetarie – magari con l’autocompiacimento dovuto al fatto che l’aumento di valore delle attività patrimoniali non è misurato come inflazione! – si lasciano indurre all’ottimismo che poi si rivelerà ingiustificato.

---

<sup>4</sup> È anche il titolo di un libro di successo, di due economisti Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, significativamente sottotitolato: “Otto secoli di follie finanziarie” e centrato sui problemi posti dall’eccessivo debito pubblico.

<sup>5</sup> Per un’analisi della letteratura scientifica fino a vent’anni fa, vedi G. Vaciago e G. Verga, *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995.



La Fig 1 è un utile strumento analitico, da più punti di vista. Anzitutto, perché possiamo utilizzare questo indice dei “prezzi reali degli immobili” in tanti diversi Paesi e scoprire così se vi sono state analogie e/o forme di contagio (dovute a fattori causali comuni, o come tali percepiti). In effetti, bolle simili si sono manifestate, negli stessi anni, in molti Paesi (non solo quelli anglosassoni cioè UK e USA, ma anche nell’Europa della periferia, in particolare Grecia e Spagna). Soprattutto dove i tassi di interesse reali erano anomalmente bassi (cioè molto favorevoli le condizioni alle quali conveniva finanziare la bolla), o dove il finanziamento era facilmente ottenibile dal ricorso al credito internazionale. Quando “esplodono” bolle finanziate dal resto del mondo, le conseguenze coinvolgono sempre un gran numero di Paesi!

Mentre Londra e New York hanno attinto al credito di tutto il mondo; le bolle della periferia dell’Europa sono state principalmente finanziate all’interno dell’Eurozona.

La seconda interessante analisi che possiamo fare studiando quanto rappresentato in Fig 1, riguarda l’andamento della crisi, una volta che la bolla speculativa è esplosa. La velocità di discesa dei prezzi degli immobili è molto più rapida (almeno il doppio!) di quella di salita; e comunque prima o poi il valore delle case esistenti si stabilizza ad un livello che, guarda caso, più o meno corrisponde all’aumento del costo di costruzione delle nuove case del periodo considerato (per gli Stati Uniti, è del 25% nei quindici anni che vanno dal 1997 al 2012). Solo allora, l’attività edilizia – cioè la costruzione di nuove case – riprende, ed è quanto sappiamo essere avvenuto negli Stati Uniti, nel quarto trimestre del 2012<sup>6</sup>. Nel caso dell’Italia, la bolla è stata minore, ma la discesa dei prezzi è anche stata più lenta, quindi dovremmo ritenere che non sia stato ancora raggiunto il nuovo punto di equilibrio. E nel frattempo, continua a peggiorare la condizione degli attivi delle ban-

che che hanno finanziato quella bolla (né ci consola molto sapere che le banche spagnole stanno peggio delle nostre!!).

La successiva Fig 2 rappresenta l'andamento della produzione industriale nel mondo: è intitolata "Too big to fail" perché mostra le conseguenze, dirette e indirette, del fallimento di una banca... che non doveva fallire. Il 15 settembre 2008, senza preavviso chiude Lehman Brothers, e nelle settimane successive scopriamo cosa succede quando c'è panico sui mercati finanziari: si ferma l'industria! Lo shock è rapido e generale, proprio perché di sistema. Lehman non finanziava in modo particolare l'industria e non è il "suo" credito quello che viene a mancare. Scopriamo in altre parole, quello che abbiamo sempre saputo e che la BRI<sup>7</sup> ben esprime con il concetto: "il sistema finanziario è l'impianto idraulico dell'economia".

Se si ferma il sistema che gestisce i pagamenti, dà liquidità, e fornisce credito, l'economia si ferma. Possiamo rappresentarlo in termini di domanda di moneta: la "preferenza per la liquidità" diventa assoluta, e addirittura si vorrebbe tenere solo circolante! O possiamo rappresentarlo in termini di credito: il "razionamento" diventa assoluto (neppure tra banche e per sole 24 ore c'è credito!). Sta di fatto che il sistema industriale si contrae con intensità e rapidità che *non* hanno precedenti (neppure nella Grande crisi degli anni '30).

---

<sup>6</sup> Per inciso, era questa la "luce in fondo al tunnel" che il Presidente Monti vedeva a fine 2012: peccato che il tunnel fosse da Roma a New York!

<sup>7</sup> BRI, *Relazione Annuale*, Basilea, 29 giugno 2009, pag.2.

Anche questa analisi può essere utilmente approfondita in vari modi e per diversi aspetti. Possiamo anzitutto esaminare separatamente la produzione di beni di consumo da quella di beni di investimento. E scopriamo così che la caduta è molto maggiore nel secondo caso: è il legame banca-industria (soprattutto nei paesi più industriali come Germania, Giappone, e Italia; ma anche nei paesi emergenti) quello che più conta. In effetti, la crisi colpisce più le imprese che le famiglie, e gli investimenti cadono più dei consumi. Come è confermato dalla più pronunciata caduta della produzione di quei settori (come l'acciaio o la chimica) che sono più "lontani" dal consumatore finale; che hanno una maggior intensità di capitale; e un ciclo produttivo più lungo.

Il secondo aspetto che merita sottolineare è che la crisi post-Lehman è davvero globale, nella misura in cui tale è diventata l'economia di ciascun Paese e/o la produzione di ciascun bene. Se guardiamo all'andamento del grafico di Fig 2 separatamente per ciascun Paese, vediamo molto bene quanto siano tra loro collegati i settori industriali dei diversi Paesi. Il profilo 2008-9 è infatti identico per paesi apparentemente lontani come Cina e Germania, mentre è invece molto diverso per paesi apparentemente vicini come Cina e India. Quest'ultimo Paese appare poco colpito dalla crisi post-Lehman: in altre parole, la sua industria non è ancora molto "globale"! Del tutto assenti le reazioni in Paesi "isolati", come sono Corea del Nord e Cuba; del tutto identiche invece le reazioni in paesi molto aperti come Corea del Sud e Taiwan. Non a caso, in un mondo diventato globale, la crisi appare anche come crisi del commercio internazionale: ogni Paese lamenta un crollo dell'export. In realtà, il crollo dell'import è identico e del tutto simultaneo.

La terza Figura – "Dove cresce il mondo" – rappresenta in modo distinto come si muove la produzione industriale

nelle due aree che siamo abituati a chiamare “Paesi avanzati” (Europa e Stati Uniti) e “Paesi emergenti” (gli altri). Il contrasto non potrebbe essere maggiore: loro crescono, noi no! Vediamo che, superata l’analogia caduta del 2008-9, noi siamo ancora al livello del 2000, mentre le economie emergenti hanno ripreso a crescere sul precedente sentiero di sviluppo ( la crisi post-Lehman l’hanno solo subita, ma non è la “loro” crisi).

Di nuovo, anche questo grafico può servire a tante ulteriori analisi: dovremmo anzitutto esaminare le differenze che pure ci sono all’interno dei due gruppi di Paesi e studiarne le cause. La cosa più interessante è però un’altra, e proprio di questa non abbiamo ancora sufficienti dati, precisi e affidabili. Penso soprattutto a due aspetti che sono spesso sottovalutati nelle proposte che pure si fanno per superare la crisi in cui da anni ci troviamo.

Il primo aspetto riguarda la struttura proprietaria dell’industria che stiamo considerando. Quanto la maggior crescita della “loro” produzione industriale è dovuta alla “nostra” industria? In altre parole, sappiamo benissimo che molte aziende industriali dei paesi avanzati stanno crescendo grazie agli investimenti fatti nei Paesi emergenti ed è quindi anche la loro “crescita altrove” che viene rappresentata in Fig 3. In una economia globale – cioè multinazionale – come quella odierna (ma lo è in modo significativo da almeno vent’anni!), ciò significa che molte delle passate fonti statistiche non sono più utili, perché prive di questa nuova dimensione. Ma ciò significa anche che molte analisi della nostra crisi in termini puramente Keynesiani - basterebbe una politica monetaria e/o fiscale più aggressiva anche da noi, per tornare a crescere - non solo sono irrilevanti, ma potrebbero essere pericolose. Se davvero vogliamo invertire la tendenza a “crescere altrove”, e quindi tornare a “crescere in casa”, sono probabilmente diverse – e non solo macroeconomiche – le politiche da realiz-

zare. A maggior ragione, se consideriamo il secondo aspetto che la Fig 3 non misura e cioè il modo nuovo con cui si è organizzata la produzione di ciascun bene, lungo filiere che coinvolgono un numero crescente di Paesi che sempre più si specializzano nella produzione di singole componenti. Purtroppo, anche di questi fenomeni non abbiamo ancora sufficienti e robuste evidenze empiriche<sup>8</sup>, e quindi non siamo in grado di predisporre le migliori politiche.

Senza un'affidabile conoscenza della realtà, e quindi della crisi, è difficile progettare i necessari rimedi. Possiamo solo "sospettare" che in un mondo di *aziende multinazionali* e di *prodotti multipaese* le ricette di una volta non sempre siano le migliori.

Ragioniamo infine – aiutati dalla Figura 4 - sulla crisi dell'Eurozona. In proposito, in passato si è molto discusso se i Paesi membri costituissero, assieme, una cosiddetta "Area monetaria ottimale". Nella letteratura scientifica, ciò significa accertare se sono o meno rispettati i criteri che quella teoria ha proposto e cioè il più famoso – quello per primo studiato da Mundell – che riguarda la necessaria *mobilità dei fattori* (per avere i benefici della moneta comune, e soprattutto per non averne i costi, in presenza di *shocks* asimmetrici). Ma anche il criterio relativo al grado di *apertura economica*, studiato da McKinnon, e il grado di *diversificazione produttiva* sottolineato da Kenen.

---

<sup>8</sup> Da qualche anno, incominciano ad essere studiate le filiere produttive (supply-chains) internazionali, soprattutto per le modifiche che ciò comporta in termini di trade e relativa regolamentazione. Vedi R. Baldwin, *WTO 2.0: Global governance of supply-chain trade*, CEPR, Dicembre 2012 (vedi anche la vasta bibliografia citata). È ormai da vent'anni che la "specializzazione verticale" sta sostituendo la "integrazione verticale", originando nuove gerarchie tra Paesi-hub, Paesi-Fabbrica, e Paesi-Centri Direzionali.

Il punto di arrivo di questa teoria era di evitare che partecipassero ad una unione monetaria paesi che non erano in grado di riceverne i benefici netti, cioè benefici superiori ai costi; o che presentavano problemi che si sarebbero potuti manifestare in presenza di *shocks asimmetrici*, cioè con conseguenze di segno opposto nei diversi Paesi.

In realtà, anche questa teoria non doveva essere interpretata in modo rigido e imm modificabile: avrebbero potuto partecipare anche Paesi che pur non essendoli all'inizio poi diventavano idonei a trarre beneficio dall'unione. E lo stesso si può dire per l'ipotesi che si verificassero shocks asimmetrici: con la dovuta lungimiranza, era pur sempre possibile che anche questo aspetto fosse considerato e in qualche modo risolto.

Certo, non si poteva prevedere che l'entusiasmo e l'autocompiacimento per gli iniziali successi della nuova moneta portassero a completamente trascurare tutte queste esigenze, come pure la necessità di procedere non solo sulla strada del risanamento della finanza pubblica, ma anche delle necessarie riforme per avere i benefici (e non solo i costi!) dell'Euro.

Era già evidente, ben prima che la crisi scoppiasse nel 2010, che le politiche perseguite dai vari Governi erano esattamente il contrario di quanto richiesto<sup>9</sup>: si continuavano a "proteggere" i propri difetti dalla competizione delle altrui migliori aziende, così ostacolando proprio quella selezione delle virtù di ciascun Paese da cui ci attendavamo i benefici dell'Euro!

---

<sup>9</sup> G. Vaciago, *Quando l'Italia uscirà dall'Euro*, Il Sole 24 Ore, 23 gennaio 2005.

Né ci consola apprendere<sup>10</sup> che quando lo shock asimmetrico si è manifestato, un qualche correttivo l'abbiamo visto sia con la mobilità del lavoro all'interno dell'Eurozona sia con l'estensione dell'industria tedesca (come proprietà e come indotto) anche in Paesi come l'Italia che sempre più rientrano nel *cluster* Germania.

Se questo è probabilmente il male minore, non è peraltro quell'integrazione “alla pari” che ci era stata promessa dal Rapporto Delors: anche dei nostri difetti possiamo dar colpa alla Germania?

### Tre riflessioni

1). Quali sono le principali spiegazioni che ci vengono suggerite dall'insieme di quei quattro insiemi di “fatti”? Ne elenco tre, ciascuna delle quali richiederebbe però molta ulteriore analisi e molto dibattito, se davvero avessimo “il coraggio di guardare in faccia la verità”.

L'economia di mercato, la cui crescente estensione “spiega” (A. Smith, 1776) la aumentata *ricchezza delle nazioni*, è pur sempre un sistema di regole cioè di leggi, che devono anzitutto essere buone, rispettate e fatte rispettare. Non è quanto abbiamo visto, negli ultimi 20 anni. In singolare coincidenza con la teoria dei “mercati efficienti”, abbiamo avuto (anzitutto in finanza) sempre -meno-mercato.

---

<sup>10</sup> G.Vaciago, *L'Eurolandia futura c'è già (e si fonda sul lavoro)*, Il Sole 24 Ore, 16 novembre 2012.

Come ricorda Paolo Prodi, nella sua bella ricerca sul “furto” nella storia dell’Occidente<sup>11</sup>, è nel *forum* che si esercita il potere, si trattano le cause, e si svolge il mercato. Quei legami che Prodi intesse tra potere, giustizia, ed economia ci ricordano (e la questione è di quotidiana attualità) che democrazia, legalità, e benessere economico sono tre essenziali dimensioni del nostro vivere, cioè del quotidiano di ogni persona.

La *grande illusione*, da cui dobbiamo ancora compiutamente uscire, è stata quella che “privatizzando il mercato” (cioè le regole e il loro rispetto), potessimo avere i benefici del mercato... anche quando questo non c’era!

La riflessione sulla legalità<sup>12</sup> – sulla *rule of law* – è tornata di attualità, avendo “scoperto” i guasti provocati dall’assenza e/o dal mancato rispetto di buone regole. Ancora negli anni ’80, si attribuiva importanza alla concentrazione degli scambi di titoli su mercati pubblici ed alla loro trasparenza non solo per ragioni di liquidità, ma anzitutto per ragioni di efficienza. Senza legalità, il mercato è infatti di qualità casuale e nessuna “mano invisibile” riuscirà a determinarne un esito efficiente. La stessa concorrenza – che è considerata essenziale affinché “vinca il migliore” – non basta, se le regole non sono buone o non sono rispettate.

---

<sup>11</sup> Recensito in G. Vaciago, *Tra potere e mercato c’è anche il peccato: chi sbaglia di più?*, “Nuova Informazione Bibliografica”, 3/2009.

<sup>12</sup> Vedi CEI, *Educare alla Legalità*, Roma 1991. Nel testo dei Vescovi italiani è sottolineato che senza legalità non c’è libertà né giustizia. Per l’economista, ciò significa che quindi non c’è né efficienza né equità.



Strumenti finanziari complessi, rischiosi e incomprensibili ai più; negoziati in modo non trasparente; spesso su mercati non regolamentati o addirittura con scambi bilaterali diretti (OTC), e dei cui volumi neppure esistono “statistiche”, ma al massimo solo “stime”: tutto ciò è semplicemente il contrario di quelli che la teoria ritiene siano i requisiti essenziali di una economia di mercato efficiente. Invece di “completare” il mercato - come vent’anni fa si diceva - molta innovazione finanziaria ha voluto “evitare” il mercato: quello vero, cioè pubblico, trasparente, regolato, e vigilato.

Quanto ci vorrà perché questo errore sia corretto? Finora, hanno prevalso due approcci, in parte diversi sui due lati dell’Atlantico. Nel caso americano, il percorso avviato con la nuova legislazione - il Dodd-Frank del 2010 - è risultato caratterizzato da una diffusa e penetrante *regulation*, per ciascun aspetto dell’intermediazione finanziaria. Migliaia di pagine di nuove regole, che di altrettanto aggravano gli oneri di *compliance* da parte degli intermediari (e che assomigliano alle tante pagine di *small print* che anche noi riceviamo dalla nostra banca e di solito ignoriamo o neppure capiamo).

In Europa, il dibattito (e anche i progetti di riforma) si sono invece concentrati sul tema “chi-fa-cosa”, cioè quello della separazione tra le diverse attività (più o meno rischiose) che possono essere svolte dallo stesso intermediario. Sembrano tornati i tempi dei *chinese walls* che accompagnarono molti anni fa il Big Bang di Londra!!

Riprendendo una proposta del Dodd-Frank americano, che prende il nome dell’ex-Presidente della Fed Paul Volcker, si sta cercando di separare (al fine di proteggerla) l’attività più strettamente bancaria-al-dettaglio delle banche da quella (più rischiosa) di mercato finanziario. C’è una proposta UE, ma spuntano anche come funghi proget-

ti nazionali: nell'ordine, e finora, ci sono un disegno di legge inglese, uno francese, ed uno tedesco. Servirà, prima o poi, un "testo unico"?

Nel frattempo, ma più lentamente, procede anche l'iniziativa di riportare su un mercato ufficiale, regolamentato, e trasparente tutti quei prodotti finanziari – spesso dai nomi "esotici" – che dovevano servire a ridurre il rischio tipico dell'attività finanziaria, ma che spesso l'hanno solo trasferito a qualcuno... meno informato. L'ha appena ricordato il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco<sup>13</sup> e dovrebbe iniziare presto la stessa Unione Europea, secondo il Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) approvato ai primi di febbraio<sup>14</sup>. L'obiettivo è quello di ottenere una maggior standardizzazione di questi strumenti finanziari (vari tipi di derivati) con relativo regolamento presso controparti centrali e trasparenza garantita dalla segnalazione di tutte le condizioni ad apposite piattaforme informative. Come Visco sottolinea, "occorre proseguire più speditamente, superando... le resistenze da parte dell'industria" (nb: per tale intendendosi le società finanziarie che producono e vendono questi strumenti). La riflessione già iniziata per gli aspetti che aiutano a capire la *qualità* del mercato – e quindi il contributo che ci attendiamo al maggior benessere delle nuove generazioni dai progressi nel frattempo realizzati – deve ancora far incontrare due temi di grande rilievo .

---

<sup>13</sup> *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco*, Assiom Forex, Bergamo, 9 febbraio 2013, pag 7.

<sup>14</sup> In proposito, è affascinante la lettura delle prime 14 pagine (per 99 paragrafi) del Regolamento 648/2012, dove sono illustrate le ragioni del provvedimento, a partire dal vertice del G20 di Pittsburgh del 26 settembre 2009.

Da una lato, l'analisi del modo nuovo con cui l'*informazione* influisce sull'operare del mercato. I lavori teorici di Varian – che non a caso, è da dieci anni l'economista di Google – ci aiutano a capire i progressi, ma anche gli errori di valutazione commessi. Ci aspettavamo mercati finanziari sempre più concorrenziali ed efficienti e quindi sempre più completi, e in grado di migliorare la frontiera della scelta rischio-rendimento. Ma ciò non si è visto. Abbiamo avuto molta “liberalizzazione-senza-competizione”, con il duplice risultato di una maggior concentrazione sia dei risultati sia del rischio, ma in capo a soggetti diversi. Più ricchi da un lato, e più “rischio sistemico” (e quindi più salvataggi e più debito pubblico) dall'altro. Non è proprio ciò che ci era stato promesso; ed è grave che i pur necessari salvataggi abbiano finito col consolidare una situazione caratterizzata da minor equità.

Il secondo lato da far incontrare riguarda il nuovo modo con cui si è riorganizzata su base globale l'industria. Se è necessario “*Remettre la finance au service de l'economie réelle*”, come promette il disegno di legge francese presentato il 19 dicembre 2012, per meglio separare e regolare le attività bancarie, bisognerà anche approfondire i collegamenti con quanto visto sopra in termini di organizzazione globale dell'industria. Le iniziali analisi in termini di “frammentazione” e di “disintegrazione” della produzione industriale sono oggi superate dal modello di “specializzazione verticale” che meglio riesce a illustrare il ruolo svolto dal commercio internazionale – su una base logistica ben diversa da quella del passato.

“Dove – produrre – cosa”: è questo il problema nuovo che ogni giorno l'economia deve risolvere, ed è per questo che economia industriale e commercio internazionale sono oggi due lati della stessa medaglia.

L'illusione che perciò servisse una finanza altrettanto globale, capace di autoregolarsi, è però svanita. La rico-

struzione richiede una grande attenzione alla qualità delle regole a tal fine necessarie. Come richiede un nuovo e maggior ruolo “strategico” negli interventi del potere politico.

Il compito affidato agli studiosi di economia *non* è da sottovalutare. Perché i “fallimenti” degli ultimi vent’anni, ci hanno riportato alle condizioni di allora. Quelle, per intenderci, in cui ad esempio famosi teoremi di finanza come il Modigliani–Miller e il Barro–Ricardo non erano mai stati intesi come miracolose soluzioni a problemi economici effettivi, ma solo come *benchmark* per valutare in concreto la necessità di regole e di politiche volte a migliorare soluzioni necessariamente di *second best*. Ricordiamo che il teorema Modigliani-Miller spiega a quali condizioni sia irrilevante la struttura finanziaria di un’impresa e in particolare il rapporto tra capitale proprio e indebitamento. In analogia, e con riferimento alla finanza pubblica, Barro-Ricardo mostra a quale condizioni sia irrilevante il finanziamento della spesa pubblica, con tasse o con debito (= tasse future).

L’irrelevanza del debito, privato e/o pubblico, richiede: individui razionali e onniscienti; mercati perfetti; e così via. In altre parole, queste teorie ci aiutano a capire perché il debito conta e non perché sia irrilevante! Come ci aiutano a capire sia il ruolo delle *regole* (che danno qualità ai mercati *via* trasparenza, simmetria di informazione, etc.) sia il ruolo delle *politiche* (evitare un eccessivo indebitamento privato e/o pubblico, nei momenti di euforia, per evitare poi di trovarci nella situazione in cui non se ne può più fare, quando invece servirebbe).

Ragionamenti analoghi e corrispondenti nuovi studi sul funzionamento dell’economia, si richiedono con riferimento alla dimensione dell’*incertezza* e dell’*instabilità* che caratterizzano l’evoluzione in corso dell’economia globa-

le. La crisi è dovuta agli errori che abbiamo commesso perché non conoscevamo i comportamenti che l'hanno causata, o il “modello” che li ha generati; o perché vi è stata una *discontinuità* non prevista in quei comportamenti e quindi in quel modello?

È chiaro che ciò che in questo caso servirebbe – ma è più facile dirlo che farlo – è un continuo processo di apprendimento, che man mano automaticamente corregga per gli errori commessi. Qualcosa che chi va per mare affida ad un buon “pilota automatico”: un meccanismo che una volta tracciata la rotta desiderata, continuamente corregge il timone per tener conto degli *shocks* anche minimi che il vento e il mare determinano. Il pilota automatico è da questo punto di vista la cosa più intelligente inventata dall'uomo – non è né una costante né tanto meno una variabile esogena – perché reagendo continuamente anche a piccoli *shocks* evita crisi maggiori e quindi radicali (e costose!) revisioni della rotta. Soprattutto evita che la meta non venga mai raggiunta!

2). Il secondo aspetto, anche questo finora poco chiarito, riguarda la sostenibilità dei debiti, pubblici o privati (la differenza tra i due è analiticamente insufficiente: quando uno dei due è eccessivo, tende infatti a diventarlo anche l'altro <sup>15</sup>).

Abbiamo raggiunto in modo consapevole livelli di debito insostenibili? Qui è evidente il collegamento con l'aspetto precedente: grazie ad un'innovazione finanziaria che si sviluppa al di fuori delle regole stringenti di un

---

<sup>15</sup> G. Vaciago, *Debito pubblico versus debito privato*, “Moneta e credito”, Settembre 1993.

“buon mercato”, abbiamo avuto una ridotta *misurazione del rischio* e così accumulato una montagna di debito “inutile”. La crisi inizia quando (nel 2007) si percepiscono gli errori commessi, e a quel punto l’unico possibile rimedio è ancora quello di “allagare” l’economia con un mare di liquidità, per avere il tempo<sup>16</sup> per i rimedi veri e nel frattempo poterci permettere un ulteriore aumento di debito, necessario per i salvataggi da fare.

È chiaro che attualmente la priorità è “mettere in sicurezza” il sistema bancario. L’abbiamo imparato con il fallimento di Lehman: senza credito, l’intera economia si ferma. Ma anche questo l’abbiamo sempre saputo ed era evidente già al suo inizio che un’unione monetaria che metteva in comune solo... il circolante era, per così dire, molto incompleta. In tanti hanno sottolineato – anche di recente – la difficoltà nel far funzionare un’unione monetaria senza l’unione fiscale. Ma ancora più strano era il fatto che la Banca centrale europea nascesse prima di un sistema bancario europeo<sup>17</sup>! Come se ci potesse essere la moneta, senza il credito delle banche<sup>18</sup>!!

Qui il problema è duplice. Da un lato, come mai avessimo poi dimenticato ciò che pure sapevamo. Dall’altro,

---

<sup>16</sup> Ricorda Hicks che: “the social function of liquidity is that it gives time to think”, J. Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, Blackwell, Oxford, 1974, pag. 57.

<sup>17</sup> A. Terzi – G. Vaciago (1999). *Euro, Banche e struttura finanziaria*, in P. Alessandrini, *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, Il Mulino, Bologna, 2001. Fra l’altro, già allora sottolineavamo che senza le nostre necessarie riforme, l’Euro sarebbe stato pericoloso (sic!).

<sup>18</sup> Vedi C. Borio, *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, Bank for International Settlements, Working Papers No 395, Dec 2012 pag. 11: “it is loans that create deposits”!

come adesso sia indispensabile muoversi. Per il primo aspetto, basta rileggere cosa aveva scritto Tommaso Padoa Schioppa nel 1992<sup>19</sup>, per capire quanto fosse necessaria una vigilanza bancaria unica.

In altre parole, perché l'Unione monetaria *non* potesse... non essere bancaria.

Si è aspettata la crisi per provvedere, perché non si volevano affrontare i tanti nodi politici che l'Unione bancaria pone, e si voleva quindi avere il tempo per ottenere sufficienti successi con i quali convincere - sulla base dei benefici conseguiti - partner altrimenti contrari? Forse è questa la risposta più vicina al vero: nello spirito di ogni gioco cooperativo, bisogna oggi dimostrare al "Nord-più-robusto" che gli conviene aiutare il "Sud-con-problemi". E la stessa reazione dei mercati finanziari, ha dimostrato ciò, con l'evidenza di *spreads* di tassi di interesse che si ampliavano sia perché salivano i tassi dei Paesi più deboli sia perché scendevano i tassi dei Paesi più forti. In altre parole, il danno subito da alcuni non danneggiava, ma semmai favoriva gli altri. Il che ovviamente non si sarebbe mai verificato se - come succede con la Fed, negli Stati Uniti di America - la BCE si fosse comportata come la Fed! Nessuno *spreads* significativo tra i 17 Paesi membri, perché la BCE avrebbe comprato i titoli del "Sud-con-problemi" e venduto i titoli del "Nord-più-robusto". In tal modo, a nostra insaputa, saremmo diventati gli Stati Uniti d'Europa!

---

<sup>19</sup> T. Padoa Schioppa, *L'Europa verso l'unione monetaria*, Einaudi, Torino, 1992, pagg. 253 - 264.

In realtà, il problema cui le Banche centrali non riescono – neppure una BCE più “potente” – a dare soluzione è quello, molto “reale”, dei costi e dei benefici dell’integrazione monetaria.

Abbiamo visto che secondo i suoi sostenitori, l’Euro presenta benefici netti solo se “meritati”, con le necessarie riforme. Che sono in gran parte le stesse che il nostro Paese non è riuscito a realizzare, rinunciando così – negli ultimi quindici anni – a conseguire i benefici della crescita. Basta rileggere – dalla prima all’ultima, per sei anni successivi (dal 2006 al 2011) – le Considerazioni Finali del Governatore Draghi, per ricordare che la nostra priorità è quella di “tornare a crescere”. In altre parole, per garantire che ogni generazione, in media, viva meglio della precedente – cosa che in Italia non è più vera, da almeno quindici anni – occorre stimolare quei guadagni di efficienza – individuale e sociale – che sono sinonimo di *innovazione*. E’ il risultato di investimenti in capitale (umano e materiale); di cambiamenti tecnologici ed emulazione, tra Paesi, imprese, e persone.

Questo sforzo di cambiamento che ha caratterizzato in passato il nostro Paese è quanto non siamo più riusciti a realizzare negli ultimi quindici anni, accettando quindi che la mancata crescita diventasse declino prima e decadenza poi.

È ovvio che non è stata l’introduzione di una moneta comune, l’Euro, a impedirci le riforme necessarie per tornare a crescere. Né i vincoli al deficit ed al debito pubblico ci hanno mai impedito di fare i necessari investimenti. Ma è anche ovvio che tutto ciò è più facile dirlo che farlo!

**3).** Il terzo aspetto che merita sottolineare riguarda il rapporto tra riflessione teorica (la potremmo chiamare le “analisi degli economisti”) e le concrete soluzioni adottate dalla politica (istituzioni e autorità). Ciò che colpisce anco-



ra oggi – e solo in parte col beneficio del poi – è l’incredibile *autocompiacimento* che ha caratterizzato il periodo durante il quale la crisi matura. Autocompiacimento per i passati successi: nel conciliare stabilità monetaria e piena occupazione<sup>20</sup>, ma anche nell’avviare un’ambiziosa unione monetaria<sup>21</sup>.

Quest’ultimo aspetto merita di essere sottolineato perché non si può continuare a raccontare che i mercati finanziari erano inefficienti; i banchieri erano disonesti; mentre tutto il resto funzionava benissimo.

In realtà, se rileggiamo molta analisi pubblicata negli anni in cui la crisi stava maturando, troviamo sufficienti motivi di preoccupazione, sistematicamente sottovalutati dalle autorità responsabili.

A lungo, i *policy-makers* – e le Banche Centrali non fanno eccezione, anzi – hanno “previsto” ciò che “speravano”, come convinte che grazie ai loro interventi il mondo potesse essere sempre migliore. Chi “osava” ammonire e/o dissentire, veniva semplicemente ignorato. Tra le istituzioni internazionali, le due che si sono distinte per aver più volte ammonito Governi e Banche Centrali a non esagerare nel loro “autocompiacimento” sono state la *Banca dei Regolamenti Internazionali* ed il *Fondo Monetario Internazionale*.

---

<sup>20</sup> Vedi B. Bernanke, *The Great Moderation*, 2004.

<sup>21</sup> BCE, *Bollettino Economico*, Giugno 2008.

È nei loro lavori che troviamo, già dieci anni fa<sup>22</sup>, ben spiegati i problemi che si hanno quando *l'instabilità finanziaria* diventa *rischio sistemico*. E la necessità che la stabilità finanziaria preceda la stabilità monetaria.

Per questi aspetti, con la crisi abbiamo riscoperto tante cose già note: la necessità di politiche macro-prudenziali; la rilevanza della “disponibilità del credito”; la possibilità che la stabilità monetaria di fatto favorisca l'instabilità finanziaria!

### **Una prima conclusione, per la “nuova progettualità”**

Il 12 novembre 2008, la Regina Elisabetta mentre inaugura un nuovo edificio della *London School of Economics*, rivolta agli economisti presenti osserva: “Come mai non avevate previsto una crisi così grave?”

Cinque anni dopo, potrebbe rivolgere la stessa domanda solo in parte modificata, sostituendo “capito” a “previsto”. Perché una diagnosi *condivisa* delle cause – e quindi dei necessari rimedi – della crisi, ancora non c'è.

Le riflessioni qui svolte, e i fatti considerati, ci aiutano a capire. Ma anche questo non basta a definire la necessaria “nuova progettualità”.

---

<sup>22</sup> Vedi G. J. Schinasi, *Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets*, “IMF Working Paper”, June 2003. Fra l'altro, in questo lavoro si sottolineava la carenza dei compiti della BCE in proposito.

Una prima conclusione sembra però utile.

Gli eccessi della finanza non hanno risolto i problemi reali, cui solo buoni mercati continuano a dare le risposte giuste. Ed è quanto vediamo soprattutto nell'industria che - un po' in tutto il mondo - resta la locomotiva della modernità.

È anche il settore dove la qualità del mercato e l'intensità della competizione sono maggiori, perché minore è l'intervento, più o meno protezionistico, della politica e quindi più forte è la *sovranità del consumatore*. Lo vediamo sia a livello globale - dove si vanno consolidando aziende e filiere industriali sempre più multinazionali: lasciato libero, il meglio di ciascun Paese sempre più esporta e/o cresce altrove - e lo vediamo nell'Eurozona, dove nel manifatturiero comincia a manifestarsi quella che era la crescita promessa del *Rapporto Delors* (1989): grazie alla moneta comune, c'è più competizione che seleziona il meglio, convenendo ad ogni Paese di concentrarsi - specializzandosi, cioè diventando sempre più complementare agli altri - nel suo meglio. Ma se resta limitata all'industria, l'integrazione e quindi la crescita che l'Euro promuove, non è certo che i benefici netti della moneta comune raggiungano tutti i Paesi e siano ben distribuiti all'interno di ciascun Paese. A conferma della fragilità - reale prima che finanziaria o bancaria - dell'Unione fin qui realizzata.

Sul piano della riflessione più generale, la mia conclusione è che dovremmo imparare da due concetti più volte sottolineati da Tommaso Padoa Schioppa. Da un lato, il fatto che abbia prevalso quello che Tommaso Padoa Schioppa<sup>23</sup> ha chiamato il "fondamentalismo del mercato" - come reazione all'ortodossia keynesiana sempre favorevole all'intervento pubblico - che portava invece alla conclusione che i mercati fossero sempre in grado di autoregolarsi.

E poi dal fatto che non solo i mercati, ma anche i governi, le imprese, e le stesse famiglie siano state guidate da una “veduta corta”, cioè dall’accorciarsi dell’orizzonte temporale<sup>24</sup>.

Tornare ad occuparsi, in modo appropriato e lungimirante, sia della qualità delle *regole*, sia del benessere delle *nuove generazioni* è ciò che dà contenuto alla necessaria “nuova progettualità”.

---

<sup>23</sup> Vedi T. Padoa Schioppa, *Regole e finanza*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 258-260.

<sup>24</sup> Vedi T. Padoa Schioppa, *La veduta corta*, Il Mulino, Bologna, 2009.

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

Alba Leasing S.p.A.  
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.  
Asset Banca S.p.A.  
Associazione Nazionale per le Banche Popolari  
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino  
Banca Agricola Popolare di Ragusa  
Banca Akros S.p.A.  
Banca di Bologna  
Banca della Campania S.p.A.  
Banca Carige S.p.A.  
Banca Carime S.p.A.  
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.  
Banca CR Firenze S.p.A.  
Banca Credito Cooperativo di Cambiano  
Banca Fideuram S.p.A.  
Banca del Fucino S.p.A.  
Banca di Imola S.p.A.  
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.  
Banca di Legnano S.p.A.  
Banca delle Marche S.p.A.  
Banca Mediolanum S.p.A.  
Banca del Mezzogiorno S.p.A. - MCC  
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.  
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.  
Banca della Nuova Terra S.p.A.  
Banca di Piacenza  
Banca del Piemonte S.p.A.  
Banca Popolare dell'Alto Adige S.p.A.  
Banca Popolare di Ancona S.p.A.  
Banca Popolare di Bari  
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.  
Banca Popolare di Cividale Scpa.  
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.  
Banca Popolare dell'Emilia Romagna  
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio  
Banca Popolare di Marostica  
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.  
Banca Popolare di Milano  
Banca Popolare di Puglia e Basilicata  
Banca Popolare Pugliese  
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.  
Banca Popolare di Sondrio  
Banca Popolare Valconca S.p.A.  
Banca Popolare di Vicenza  
Banca Regionale Europea S.p.A.  
Banca di San Marino S.p.A.  
Banca di Sassari S.p.A.  
Banca Sella Holding S.p.A.  
Banca Sistema S.p.A.  
Banca del Sud S.p.A.  
Banca Tercas S.p.A.  
Banco di Brescia S.p.A.  
Banco di Desio e della Brianza

Banco Popolare Scpa  
Banco di Sardegna S.p.A.  
BCC di Spello e Bettona  
Carifermo S.p.A.  
Cassa Lombarda S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.  
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.  
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Pistoia e della Lucchesia S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.  
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino S.p.A.  
Cassa 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 del Veneto S.p.A.  
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.  
Cedacri S.p.A.  
Centrobanca S.p.A.  
Credito Bergamasco S.p.A.  
Credito Emiliano S.p.A.  
Credito Industriale Sammarinese S.p.A.  
Credito di Romagna S.p.A.  
Credito Siciliano S.p.A.  
Credito Valtellinese  
CSE - Consorzio Servizi Bancari  
Deutsche Bank S.p.A.  
Eticredito Banca Etica Adriatica  
Euro Commercial Bank S.p.A.  
Extra Banca S.p.A.  
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo  
Federcasse  
Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.  
Ing Direct  
Intesa SanPaolo S.p.A.  
Istituto Bancario Lavoro S.p.A.  
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane  
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.  
Pravex Bank Pjscsb  
SEC Servizi Scpa  
SIA S.p.A.  
State Street Bank S.p.A.  
UBI Banca Scpa  
UBI Banca Private Investment S.p.A.  
UBI Pramerica SGR S.p.A.  
Unicredit S.p.A.  
Unione Fiduciaria S.p.A.  
Unipol Banca S.p.A.  
Veneto Banca Scpa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.

Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno

Carta Si S.p.A.

Centro Factoring S.p.A.

Compass S.p.A.

Consilia-Business Management

Crif Decision Solution S.p.A.

Finsibi S.p.A.

Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.

Pitagora S.p.A.

## ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO  
[www.assbb.it](http://www.assbb.it)

I testi precedenti sono disponibili a richiesta

- N. 250** "BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" **Commenti**  
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009
- N. 251** "QUALE BANCA DOPO LA CRISI?" **Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E.  
Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009
- N. 252** "NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."  
"COMPORTAMENTI DEL BUON BANCHIERE" **Commenti** T. Bianchi - marzo 2010
- N. 253** "LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"  
N. Pagnoncelli - aprile 2010
- N. 254** "LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"  
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - marzo 2010
- N. 255** "LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA  
FINANZIARIA DELLE IMPRESE"  
M. Lossani - F. De Novellis - F. Panetta - G. De Felice - giugno 2010
- N. 256** "REGOLE E MERCATO"  
V. Conti - I. Visco - C. Faissola - giugno 2010
- N. 257** "LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"  
G. Viciago - E. La Mecca - V. Missab - L. Moscatello - C. Salvatori - luglio 2010
- N. 258** "LEZIONI SULLA FORMAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO"  
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - dicembre 2010
- N. 259** "ANSIA PER I DEBITI SOVRANI: UNA QUESTIONE MORALE PER LE  
BANCHE"  
T. Bianchi - marzo 2011
- N. 260** "ASPETTI REPUTAZIONALI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI"  
I. Pagnoncelli - aprile 2011
- N. 261** "LE PROSPETTIVE DELLA REDDITIVITÀ"  
A. banfi - G. Piccini - C. Salvatori - aprile 2011
- N. 262** "SCENARI DI CONTESTO ECONOMICO"  
L. Lossaci - R. Sabbatini - A. Campenile - aprile 2011
- N. 263** "IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"  
G. Vaciaga - M. Bianconi - G. De Felice - maggio 2011
- N. 264** "GLI SCENARI DELLA REGOLAMENTAZIONE E DEI CONTROLLI: COSTI  
ED OPPORTUNITÀ PER L'INDUSTRIA BANCARIA E FINANZIARIA"



- R. Ranci - V. Conti - G. Sabatini - A.M. Tarantola - giugno 2011
- N. 265** **“ALLA RICERCA DELL'EQUILIBRIO DI MEDIO/LUNGO PERIODO NELLE GESTIONI BANCARIE”**  
Prof. Tancredi Bianchi, Professore Emerito nell'Università Bocconi di Milano - marzo 2012
- N. 266** **“TRE PROTAGONISTI DEL NOVECENTO: MENICHELLA, MATTIOLI, DELL'AMORE”**  
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - aprile 2012
- N. 267** **“LO SCENARIO ECONOMICO”**  
M. Lossani - A. Generale - P. Bongini - aprile 2012
- N. 268** **“RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ”**  
P. Ranci - A. Baglioni - V. Conti - L.F. Signorini - aprile 2012
- N. 269** **“LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: IL RUOLO DELLE RISORSE STRATEGICHE”**  
A. Banfi - F. Micheli - G. Sabatini - C. Dell'Aringa - aprile 2012
- N. 270** **“RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ”**  
A. Enria - G. Mussari - maggio 2012
- N. 271** **“LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: LE IMPLICAZIONI SULL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE”**  
G. Vaciago - M. Massacesi - G. Zadra - marzo 2012



Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: [bpci-assbb@bpci.it](mailto:bpci-assbb@bpci.it) - sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

Stampato da Grafica Briantea Srl - Usmate (MI)  
Marzo 2011