



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Gli investimenti delle famiglie italiane in titoli di Stato
nel periodo successivo alla pandemia

di Andrea Colabella, Angelo Nunnari e Silvia Spadafora



Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Gli investimenti delle famiglie italiane in titoli di Stato
nel periodo successivo alla pandemia

di Andrea Colabella, Angelo Nunnari e Silvia Spadafora

Numero 987 – Dicembre 2025

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

GLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE ITALIANE IN TITOLI DI STATO NEL PERIODO SUCCESSIVO ALLA PANDEMIA

di Andrea Colabella*, Angelo Nunnari* e Silvia Spadafora**

Sommario

Nel triennio 2022–2024, dopo un decennio di scarsa domanda, le famiglie italiane hanno aumentato in modo significativo gli acquisti diretti di titoli di Stato (tdS), per un totale di 195 miliardi di euro. Alla fine del 2024, le consistenze di tdS hanno raggiunto 310 miliardi, pari al 5% delle attività finanziarie familiari, il livello più alto dal 2013. Un ruolo centrale è stato svolto dalle emissioni dedicate ai piccoli investitori, che hanno rappresentato circa un terzo degli acquisti. Secondo l'Indagine Congiunturale sulle Famiglie Italiane della Banca d'Italia, la quota di famiglie detentrici di tdS è salita al 15% (dal 6% nel 2022), mentre il 5% possedeva solo emissioni dedicate. Inoltre, il 12% delle famiglie ha espresso l'intenzione di acquistare titoli di Stato di media e lunga durata (BTP). Due analisi probit indicano che: i nuclei che posseggono una quota più elevata delle loro attività finanziarie in emissioni dedicate ai piccoli investitori mostrano una maggiore propensione a detenere i BTP fino alla scadenza; i detentori di tdS, di qualsiasi tipo, hanno una probabilità di 26 punti percentuali più alta di comprare altri BTP e in un contesto multivariato essa cresce con istruzione e ricchezza.

Classificazione JEL: D14, G11, H63.

Parole chiave: attività finanziarie delle famiglie, titoli di Stato, debito pubblico, probit.

DOI: 10.32057/0.QEF.2025.987

* Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e statistica - Servizio Stabilità finanziaria.

** Banca d'Italia, Divisione di Analisi e ricerca economica territoriale, Filiale di Trento.

1. Introduzione e principali risultati¹

Dopo quasi un decennio di domanda debole per la detenzione diretta di titoli di Stato italiani (tdS), le famiglie italiane sono tornate massicciamente sul mercato dei titoli di Stato, in concomitanza con l'avvio del ciclo restrittivo della politica monetaria della BCE. Tra la fine del 2021 e la fine del 2024, le famiglie italiane hanno acquistato direttamente titoli di Stato per circa 195 miliardi di euro. Alla fine del 2024, le consistenze di tdS detenute dalle famiglie ammontavano a 310 miliardi di euro, pari al 5,2 per cento delle attività finanziarie complessive dei nuclei; questa quota, sebbene relativamente contenuta nel confronto storico, è la più elevata dal 2013².

Il Governo italiano ha aumentato la varietà delle emissioni dedicate, introdotte per la prima volta nel 2012. I titoli acquistati dalle famiglie tramite queste emissioni rappresentano quasi un terzo degli acquisti (60 miliardi di euro) tra il 2022 e il 2024.

In questo lavoro analizziamo gli acquisti diretti di tdS da parte delle famiglie, la composizione dei loro portafogli, il ruolo delle emissioni dedicate e il tipo di nuclei che ha acquistato questi titoli. I dati provengono da cinque fonti: a) Conti finanziari (CF); b) dati sul debito del Ministero dell'Economia e delle Finanze; c) *Securities Holding Statistics by Sector* (SHSS); d) Indagine Congiunturale sulle Famiglie italiane (ICF) della Banca d'Italia riferita a giugno 2024³; e) Anagrafe Titoli⁴.

Secondo l'ICF riferita a giugno 2024, il 15,5 per cento delle famiglie detiene titoli di Stato; circa il 5 per cento possiede esclusivamente emissioni dedicate. Queste emissioni hanno attratto l'interesse di famiglie con portafogli più diversificati e solitamente meno inclini all'acquisto di tdS, in particolare tra i più istruiti. Inoltre, hanno incentivato, anche se in misura minore, la partecipazione delle fasce meno abbienti, come i giovani e coloro che appartengono al primo quintile di ricchezza netta.

Le emissioni dedicate tendono a essere detenute fino alla scadenza, più frequentemente di quelle ordinarie. Questo può dipendere da diversi fattori, tra cui l'attrattiva esercitata su categorie di famiglie caratterizzate da domanda poco elastica, nonché dal premio fedeltà per

¹ Gli autori ringraziano Federico Apicella, Emilia Bonaccorsi di Patti, Michele Cascarano, Alessio De Vincenzo, Andrea Fabiani, Giuseppe Floccari, Sabrina Pastorelli, Federico Maria Signoretti e tutti i partecipanti al *Banking Research Network Workshop* del 16 ottobre 2025 per gli utili commenti; la responsabilità per le valutazioni espresse, nonché per eventuali errori e omissioni, è esclusiva degli autori e non coinvolge in alcun modo la Banca d'Italia.

² Questo resta vero anche quando sono considerati gli investimenti indiretti attraverso il risparmio gestito.

³ Per maggiori informazioni si veda <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-imprese/indag-cong-fam-ita/index.html>.

⁴ Banca dati della Banca d'Italia che contiene informazioni dettagliate sui singoli strumenti finanziari segnalati dagli intermediari finanziari.

la detenzione dei titoli fino alla scadenza⁵. Tra marzo 2012 e dicembre 2021, il 45,2 per cento delle emissioni dedicate è giunto a scadenza senza essere mai stato venduto sul mercato secondario. Una regressione probit sui dati ICF, mostra che la probabilità di mantenere fino a scadenza i BTP in portafoglio aumenta di 14 punti percentuali per ogni deviazione standard dell’ammontare di BTP acquistati in emissione dedicata posseduti, verosimilmente a causa della struttura degli incentivi alla detenzione – attivi solo in questi collocamenti – e della breve durata di molti di questi titoli, più che delle caratteristiche specifiche degli acquirenti.

Alla domanda dell’ICF sull’interesse ad acquistare titoli di Stato a medio-lungo termine in futuro, il 12 per cento delle famiglie e il 6 per cento tra i non detentori ha dichiarato di voler aumentare la propria esposizione. Utilizzando un’analisi di regressione, le famiglie che già detengono tdS mostrano una correlazione positiva e significativa con l’intenzione di acquistare altri BTP in futuro; per questi nuclei la probabilità di acquistare altri BTP aumenta di 26 punti percentuali, il doppio rispetto alla media del campione. In un contesto multivariato, gli altri fattori che rendono una famiglia più propensa ad aggiungere tali titoli in portafoglio sono a) i più istruiti e b) i più ricchi.

2. Tendenze nei titoli di Stato italiani

Tra il 2009 e il 2024 l’ammontare totale dei titoli di Stato italiani in circolazione è cresciuto costantemente. È passato da 1.600 miliardi di euro (valore nominale) a oltre 2.500 miliardi (Figura 1, pannello a), in risposta al crescente fabbisogno di finanziamento del settore pubblico. La durata residua media ha mostrato fluttuazioni nel tempo (Figura 4, pannello a)⁶.

Alla fine del 2024 le attività finanziarie delle famiglie italiane ammontavano a 6.030 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto al totale dei tdS. La quota maggiore era detenuta in prodotti di risparmio gestito, che comprendono quote di fondi comuni di investimento (IF) e prodotti di compagnie assicurative e fondi pensione (ICPF); al secondo posto si trovavano depositi e contanti; al terzo, azioni e partecipazioni (Figura 2 – pannello b)⁷.

I titoli di Stato italiani, che includono sia titoli a breve sia a medio-lungo termine, erano in crescita, raggiungendo il 5,2 per cento del totale degli attivi finanziari delle famiglie (oltre 310 miliardi di euro), la quota più alta dal 2013. Rappresentano la parte principale degli investimenti diretti delle famiglie in titoli di debito. In passato, tenendo presente che il sistema finanziario era significativamente diverso, le famiglie detenevano quote più elevate delle

⁵ Tali emissioni offrono un premio, per la detenzione fino a scadenza, variabile tra lo 0,4 e l’1,0 per cento, stabilito in base alle caratteristiche specifiche di ciascuna emissione. Per maggiori dettagli si veda la Tabella 1.

⁶ Grimm *et al.*, (2022) mostrano una convergenza di lungo periodo di tale indicatore a partire dagli anni Ottanta per i quattro principali paesi europei.

⁷ Le azioni comprendono titoli azionari quotati e non quotati.

proprie attività finanziarie in tds: nel 1996 erano il 18,2 per cento del totale e tra il 2000 e il 2009 in media il 7,4 per cento⁸.

3. Evoluzione del portafoglio di titoli di Stato delle famiglie

La quota di portafoglio delle famiglie investita in titoli di Stato ha mostrato un’evoluzione nel tempo⁹: ha seguito un andamento a “U”, in diminuzione dal 2013 fino al 2021, verosimilmente in risposta alla dinamica dei tassi di interesse (Figura 1 – pannello b). I flussi netti di nuovi acquisti di tds da parte delle famiglie hanno risentito del protracto livello assai contenuto dei tassi di interesse (Figura 2 – pannello a)¹⁰. I nuclei erano attratti dai rendimenti promessi dai prodotti di risparmio gestito, ritenuti superiori a quelli offerti dai titoli obbligazionari, inclusi quelli governativi¹¹. Dall’inizio del ciclo restrittivo della politica monetaria della BCE¹², le famiglie hanno acquistato in media circa 65 miliardi di euro di titoli di Stato all’anno.

La concentrazione dei titoli obbligazionari (pubblici e privati) tra i quintili di ricchezza netta delle famiglie è aumentata tra il 2010 e il 2024 (Figura 3)¹³. La domanda da parte delle famiglie più ricche è stata particolarmente reattiva alle condizioni di mercato, riflettendo un comportamento da arbitraggi avversi al rischio (Vayanos and Vila, 2024): quando i rendimenti aumentano, i nuclei più ricchi ribilanciano i propri investimenti più rapidamente rispetto agli altri. In particolare, il 10 per cento più ricco ha iniziato a riallocare nel secondo trimestre del 2022, mentre gli individui tra il sesto e il nono decile lo hanno fatto con un ritardo di due trimestri. Il 50 per cento più povero, invece, non ha mostrato una riallocazione sistematica nel tempo.

⁸ I fondi comuni di investimento e i fondi pensione investono, seppur in misura diversa, in titoli di Stato. Pertanto, per avere un quadro più accurato della detenzione complessiva di titoli di Stato italiani da parte delle famiglie è necessario considerare quanti di questi titoli sono presenti nei bilanci di fondi comuni e fondi pensione e in che misura tali importi possano essere ricondotti alle famiglie. A tal fine, si può applicare la procedura di *look-through* proposta da Cardillo e Coletta (2017). Di conseguenza, alla fine del 2023, la detenzione totale (diretta e indiretta) di tds da parte delle famiglie si posizionava intorno al 12,5 per cento del totale degli attivi finanziari familiari, rispetto al 14,4 del 2017. Poiché i dati necessari per applicare la tale procedura sono disponibili solo a partire dal 2017, ci concentreremo esclusivamente sulle detezioni dirette.

⁹ Per ulteriori dettagli sulle varie caratteristiche dei titoli di Stato italiani si veda la Tabella 1.

¹⁰ Dopo la crisi del debito sovrano, il tasso di rifinanziamento marginale (MRO) è diminuito gradualmente fino ad azzerarsi nel 2016 ed è rimasto su tale livello fino a luglio 2022; per contrastare l’ondata inflazionistica dopo la pandemia di Covid-19, la BCE ha iniziato ad aumentare l’MRO, che ha raggiunto un picco del 4,50 per cento a settembre 2024.

¹¹ Ai fini di questo lavoro, ci concentriamo esclusivamente sulle ragioni legate alla domanda che spiegano il crollo della richiesta di titoli di Stato italiani da parte delle famiglie residenti. Ci sono tuttavia molti altri fattori in gioco, che esulano dall’obiettivo di questo approfondimento. Per un’analisi più approfondita si veda Apicella *et al.*, (2025).

¹² Si vedano, ad esempio, ECB, Combined monetary policy decisions and statement, 15 December 2022; ECB, *Monetary policy decisions*, 4 May 2023.

¹³ I titoli di Stato italiani rappresentano oggi la maggior parte dei titoli di debito detenuti dalle famiglie; mentre all’inizio del 2010 si registrava un’elevata incidenza di debito bancario, soprattutto titoli strutturati.

In generale, i BTP ordinari costituiscono la componente principale degli investimenti delle famiglie, mentre i BOT sono utilizzati per la gestione della liquidità: la quota di questi ultimi varia in linea con il livello dei tassi di interesse a breve termine, aumentando quando il premio di liquidità per detenere titoli a breve termine è più elevato (Nagel, 2014)¹⁴. I BTP rappresentano una parte significativa dei titoli governativi detenuti dalle famiglie sia prima del 2014 sia dopo il 2021, quando i tassi a breve termine erano in media rispettivamente del 3,0 per cento (a causa delle tensioni sui mercati finanziari legate alla crisi del debito sovrano) e del 3,5 per cento (a seguito dell'avvio del ciclo restrittivo della politica monetaria). Complessivamente, la quota dei BTP ordinari fra i titoli di Stato italiani è cresciuta (76,0 per cento, rispetto al 61,3 per cento nel 2009), mentre l'importanza dei BOT è diminuita (Figura 1, pannello b)¹⁵.

Dato il costante incremento dello stock di debito pubblico italiano (vedi *supra*), l'andamento a “U” implica una riallocazione tra le categorie di detentori di titoli, ancor più in un contesto caratterizzato dalla massiccia accumulazione di titoli da parte della BCE, conseguente all'attuazione di diversi programmi di acquisto¹⁶. Quando la BCE ha interrotto questi programmi¹⁷, il Tesoro italiano ha iniziato a cercare modalità alternative per rifinanziare il debito.

Per garantire una fonte stabile di finanziamento e limitare la variabilità del costo dei titoli di Stato, il Tesoro ha aumentato il volume e la frequenza delle emissioni dedicate alle famiglie¹⁸, dato che questi titoli tendono ad essere detenuti fino alla scadenza anche in un contesto di

¹⁴ Nagel (2014) rileva che i premi di liquidità degli strumenti assimilabili alla moneta reagiscono al costo opportunità di detenere liquidità. Quando i tassi di interesse sono elevati, il costo opportunità di detenere moneta aumenta, e gli operatori di mercato sono disposti a pagare un premio significativo per sostituire altamente liquidi, come i Buoni ordinari del Tesoro. Di conseguenza, i premi di liquidità risultano positivamente correlati con il livello dei tassi di interesse a breve termine.

¹⁵ La domanda da parte delle famiglie per i titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (BTP€i) è sempre stata molto contenuta e la loro incidenza nei portafogli familiari risulta marginale. Le famiglie hanno mostrato una preferenza per i titoli indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia), che beneficiano anche di un canale di collocamento dedicato (cfr. *infra*). I CCT e i CCTeu sono diventati strumenti marginali nei portafogli delle famiglie. Entrambe le tipologie sono obbligazioni a tasso variabile (sebbene indicizzate a parametri differenti); mentre la domanda di CCT nel biennio 2009-2010 non era trascurabile, quella per i CCTeu è praticamente scomparsa da allora.

¹⁶ A partire dalla metà del 2014, la BCE ha avviato il Programma di Acquisto di Attività (*Asset Purchase Programme*), che consisteva nell'acquisto diretto di titoli di Stato e obbligazioni del settore privato. Durante la pandemia di Covid-19, la BCE ha introdotto il Programma di Acquisto per l'Emergenza Pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), che ha ulteriormente ampliato il bilancio dell'Eurosistema. L'aumento della quota di titoli pubblici e privati detenuti dall'Eurosistema ha ridotto la disponibilità di obbligazioni sul mercato, in particolare quelle del settore pubblico. Questo ha spinto altri investitori a rivedere la composizione dei propri portafogli; cfr. Floccari e Zinna (2025).

¹⁷ La BCE ha iniziato a ridurre il proprio portafoglio a partire da luglio 2023, interrompendo il reinvestimento dei titoli in scadenza cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

¹⁸ Dipartimento del Tesoro Direzione II – Debito pubblico – Rapporto sul debito Pubblico 2023.

forte propensione alla vendita per altri titoli (vedi il Box: *I Titoli di Stato dedicati alle famiglie*).

Alla fine del 2024 i BTP dedicati ai piccoli investitori rappresentavano il 33,8 per cento dei titoli di Stato detenuti dalle famiglie (a valore nominale), 15,4 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2019, segno dell’interesse crescente dei nuclei per questi strumenti.

BOX. I TITOLI DI STATO DEDICATI ALLE FAMIGLIE

Durante la crisi del debito sovrano, le autorità italiane avevano iniziato a emettere titoli rivolti specificamente alle famiglie residenti, con l’obiettivo di aumentarne la quota di queste ultime tra i detentori del debito pubblico, in quanto tendenzialmente caratterizzate da una bassa elasticità della domanda al prezzo¹. In particolare, nel 2012 le autorità italiane hanno introdotto emissioni di obbligazioni indicizzate all’inflazione locale (come i BTP Italia) dedicate esclusivamente alle famiglie.

Le emissioni dedicate consentono ai nuclei di acquistare titoli sul mercato primario durante finestre di collocamento dedicate, senza partecipare alle aste e con soddisfazione integrale della domanda. Inoltre, queste emissioni prevedono un premio per chi acquista durante il periodo di collocamento e detiene i titoli fino alla scadenza².

L’emissione di titoli dedicati alle famiglie attraverso finestre ad hoc ha avuto un’accelerazione significativa a partire dal 2020: ne sono state effettuate alcune con nuove caratteristiche (Tabella 1). Queste emissioni sono state accompagnate da una massiccia campagna pubblicitaria. È stata introdotta nel 2025 un’esenzione fino a 50.000 euro sui titoli di Stato dal calcolo dell’Indicatore della Situazione Economica Equivalente (ISEE). In particolare, i BTP Futura e i BTP Valore sono stati aggiunti alla gamma di strumenti del Tesoro e hanno suscitato un notevole interesse da parte delle famiglie.

Le emissioni hanno permesso di consolidare una base non trascurabile di famiglie che detengono fino a scadenza i titoli: il 45,2 per cento dei titoli dedicati emessi tra marzo 2012 e dicembre 2021 è stato detenuto fino alla scadenza, nonostante un significativo disinvestimento dai titoli di Stato (pari a circa il 70 per cento dello stock in circolazione nello stesso periodo – 142 miliardi di euro; Figura 1).

¹ Secondo Koijen *et al.* (2017), gli investitori inelastici sono i fondi pensione, le famiglie, le imprese non finanziarie e i governi.

² Per ulteriori dettagli si veda la Tabella 1.

4. Famiglie e titoli di Stato: un'analisi su microdati

4.1 Dati

La seconda rilevazione dell'ICF è stata condotta durante l'estate del 2024 e ha coinvolto un campione di 1.916 famiglie. Includeva domande sullo stock di titoli di Stato detenuti a giugno 2024, con l'obiettivo di: 1) valutare la capacità delle famiglie di assorbire ulteriori emissioni di tds; 2) capire se ciò potesse avvenire sul margine intensivo o estensivo; 3) delineare le caratteristiche degli acquirenti attuali e potenziali, in termini sia socio-demografici sia di propensione a detenere i titoli fino alla scadenza.

Alle famiglie è stato chiesto: 1) la quota del proprio portafoglio di attività rischiose (ossia escludendo i depositi) investita in titoli di Stato, indipendentemente dal momento dell'acquisto; e 2) i canali di acquisizione di questi titoli, per verificare se avessero acquistato tramite emissioni dedicate o ordinarie (Domanda 11 dell'Indagine; cfr. Appendice A e Tabella 2). L'indagine ha inoltre analizzato il possesso di specifici tipi di titoli di Stato, come i BTP (Domanda 12) – che sono i più popolari tra le famiglie¹⁹ – e se le famiglie fossero disposte ad acquistare BTP indipendentemente dall'attuale detenzione (Domanda 13). Questa domanda è stata posta per testare la rilevanza dei margini intensivo ed estensivo tra le famiglie.

Infine, l'indagine ha esaminato l'intenzione delle famiglie di detenere i BTP fino alla scadenza o di venderli prima (Domanda 14, con 513 risposte). La domanda è stata inclusa per indagare il legame tra il canale di acquisto e la volontà di detenere fino alla scadenza ed è stata posta sia agli attuali detentori sia a quelli potenziali²⁰, per comprendere le caratteristiche associate a comportamenti “pazienti” o “impazienti” sia sugli attuali sia sui potenziali detentori.

Nella Sezione 4.2 si impiegano le risposte alla domanda 11 come statistiche descrittive. Rispettivamente nelle Sezioni 4.3 e 4.4, le domande 13 e 14 vengono analizzate in modo descrittivo e come variabili dipendenti di alcune analisi di regressione²¹. Tutte le analisi sono effettuate utilizzando i pesi di campionamento necessari.

Le domande sono state somministrate nell'ambito di un'indagine condotta con il metodo CAWI (*Computer Assisted Web Interviewing*), che potrebbe essere soggetta a un tasso significativo di abbandono nel corso del questionario qualora ai rispondenti fosse richiesto di

¹⁹ Le domande sono state indirizzate ai BTP con una scadenza residua superiore a un anno, in quanto il quesito risulterebbe privo di significato per titoli con scadenza inferiore. In questi casi, infatti, il debito giunge a maturazione nel giro di pochi mesi e necessita di essere rifinanziato mediante l'emissione di nuovi titoli.

²⁰ Comprende gli individui che hanno risposto “sì” alla domanda sulla disponibilità ad acquistare BTP in futuro, pur non detenendo attualmente questi titoli.

²¹ Nell'Appendice B, sono spiegate in dettaglio le specificazioni utilizzate in queste sezioni. Si veda Cameron, A. and P. Trivedi, (2005), *Microeconometrics*, Cambridge University Press, capitoli 14 e 15.

effettuare ragionamenti complessi o calcoli mentali. Per tale motivo, il contenuto delle domande non è stato costruito sulla base di uno specifico scenario macroeconomico o di aspettative di rendimento, al fine di preservare un'adeguata potenza statistica.

4.2 Caratteristiche socio-demografiche dei detentori di titoli di Stato

Questa sezione riporta alcune statistiche descrittive limitatamente al numero di famiglie che dichiarano di possedere titoli di Stato (297 unità). Secondo la ICF, il 15,5 per cento dei nuclei possiede titoli di Stato²². Questa quota cresce con la ricchezza netta: dal 3,9 per cento per il quintile più basso al 26,9 per quello più alto²³ (Figura 5). I dati mostrano che oltre il 70 per cento non possiede attività finanziarie diverse dai depositi.

Tra le diverse condizioni lavorative, i pensionati hanno il più alto tasso di partecipazione (oltre il 20 per cento; Figura 5, pannello c), mentre tale tasso è più basso e simile tra tutte le altre categorie occupazionali (intorno al 13 per cento), leggermente inferiore (o superiore) per disoccupati (altri²⁴). I pensionati hanno anche la seconda quota più alta di portafoglio investita in titoli di Stato, probabilmente per integrare il reddito o per motivi di successione (Apicella *et al.*, 2025)²⁵. Per quanto riguarda il canale di acquisto (Figura 6), solo i pensionati acquistano sistematicamente tramite emissioni ordinarie²⁶, mentre il resto delle famiglie tende a sfruttare maggiormente le emissioni dedicate. La relazione tra la quota di BTP dedicati e la distribuzione della ricchezza netta è a forma di “U”: è più alta tra disoccupati e giovani, che tendono a essere nella parte sinistra della distribuzione, e tra lavoratori autonomi che si collocano invece nella parte destra²⁷.

Infine, le emissioni dedicate sembrano aver agito come strumento di inclusione finanziaria in questo mercato, seppure in misura limitata, permettendo a individui con bassa ricchezza netta

²² Una parte rilevante (oltre il 50 per cento) delle famiglie che detengono la propria ricchezza finanziaria in attività diverse dai depositi possiede titoli di Stato italiani. In generale tra coloro che detengono attività diverse dai depositi, la quota raggiunge il 57,3 per cento.

²³ La ricchezza netta è definita come la somma delle attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie. La sua distribuzione risulta concentrata, sebbene in misura inferiore rispetto alla Germania, in linea con quella della Francia e superiore a quella osservata in Spagna (Neri *et. al.*, 2024).

²⁴ La categoria “altro” include oltre agli individui attualmente inattivi con redditi da lavoro ridotti (ad esempio, studenti o persone impegnate in attività di volontariato), anche soggetti con un patrimonio significativo, il cui reddito deriva principalmente da rendite.

²⁵ Le somme investite in debito pubblico sono sempre escluse dalle imposte di successione.

²⁶ Questo comportamento può apparire controintuitivo, poiché le emissioni dedicate sono ampiamente pubblicizzate e i pensionati dispongono di più tempo rispetto ad altre categorie, anche per recarsi fisicamente presso gli sportelli degli intermediari. Tuttavia, data la semplicità intrinseca dei titoli di Stato italiani e le specifiche esigenze di investimento di questa fascia di popolazione, gli anziani tenderebbero ad acquistarli indipendentemente dal canale di distribuzione.

²⁷ Non si può escludere che, alla luce della generale riallocazione delle attività verso le obbligazioni, l’ampliamento della base di titoli di debito detenuti dalle famiglie sarebbe avvenuto in ogni caso.

di investire nel debito pubblico. Inoltre, hanno coinvolto anche categorie con portafogli più diversificati (come quelle con livelli di istruzione più elevati).

4.3 Detenzione fino alla scadenza e propensione alla vendita

In questa sezione sono prima esposte le statistiche descrittive basate sulle risposte alla Domanda 14 (Figura 7), poi alcune analisi econometriche.

Osservando i diversi quintili delle quote di tds acquistati²⁸, si nota una percentuale lievemente maggiore di detentori fino alla scadenza tra coloro che possiedono una quota maggiore di emissioni dedicate²⁹. Inoltre, circa il 62 per cento delle famiglie appartenenti al primo quintile di ricchezza netta dichiara di voler detenere i titoli fino alla scadenza, mentre quelle dal terzo al quinto quintile mostrano una quota inferiore e simile (intorno al 40 per cento; Figura 7, pannello c).

Al contrario, le categorie più propense alla vendita sono quelle che potrebbero avere bisogno di liquidità nell'immediato futuro, come disoccupati e pensionati (Figura 7, pannello e). Considerando il livello di istruzione, chi ha un titolo post-laurea mostra una maggiore propensione alla detenzione fino alla scadenza (circa il 65 per cento), mentre chi ha frequentato solo la scuola primaria (sostanzialmente un sottoinsieme degli anziani) è più incline a vendere parte dei propri titoli (Figura 7, pannello d).

Passando all'analisi econometrica, la Tabella 3³⁰ mostra le stime degli effetti marginali di un modello probit multinomiale sulle scelte tra: i) detenere tutti i BTP fino alla scadenza, ii) venderne pochi, iii) venderne molti, iv) venderli tutti prima della scadenza.

Si osserva che la probabilità di detenere l'intero portafoglio fino alla scadenza diminuisce con l'età (prima colonna – “Tenere tutti”): in particolare, un aumento di una deviazione standard dell'età comporta una riduzione della probabilità di detenere fino alla scadenza del 12 per cento, circa un quarto della media del campione (44 per cento).

Un aumento di una deviazione standard della quota di BTP dedicati nel portafoglio aumenta la probabilità di detenzione fino alla scadenza di poco più di 14 punti percentuali (seconda colonna – “Tenere tutti”), oltre un terzo della media del campione (44 per cento)³¹. Le famiglie

²⁸ Le famiglie che non detengono BTP dichiarano, in via ipotetica, una propensione al mantenimento fino a scadenza inferiore rispetto alle altre (Figura 6, pannelli a e b), anche per effetto dell'avversione al rischio.

²⁹ Nella Tabella 3 emerge una differenza tra i due effetti marginali associati al canale di acquisto. Tale differenza è stata verificata mediante un test t, risultando statisticamente significativa.

³⁰ Le stime del modello probit multinomiale sono riportate nella Tabella B.1 e, come tutte le analisi della sezione, sono ponderate per i pesi di campionamento e robuste agli errori per cluster di campionamento

³¹ In termini di effetto marginale, un aumento di un anno nell'età comporta una riduzione di 0,8 punti percentuali nella probabilità di detenere tutti i BTP fino a scadenza. Inoltre, un incremento dell'1 per cento nella quota di emissioni dedicate comporta un aumento della probabilità di mantenimento di tutti i BTP fino a scadenza pari a 0,9 punti percentuali.

intercettate tramite le emissioni dedicate sono quindi più propense alla detenzione – probabilmente grazie al premio fedeltà, al meccanismo di pagamento o alla durata specifica – e potrebbero costituire una base solida di detentori di titoli di Stato.

La scelta di vendere è correlata all'età (settima e ottava colonna – “Vendere tutto”). Questo potrebbe essere legato agli anziani, che tendono ad avere bisogno di più liquidità per soddisfare le proprie esigenze: la probabilità di vendere tutto il portafoglio aumenta del 5 per cento per ogni deviazione standard dell'età, circa 1,5 volte di più del valore medio del campione³².

La probabilità di vendere l'intero portafoglio di BTP aumenta con il grado di diversificazione (Tabella 3, colonna 8). Le famiglie con portafogli diversificati hanno più che il doppio di probabilità di vendere tutti i titoli prima della scadenza rispetto alla media (7,8 per cento contro 3,6). Si tratta di famiglie più ricche, che hanno acquistato le emissioni dedicate probabilmente attratte dalle caratteristiche peculiari di questi titoli, ma che si comportano da arbitraggi e ribilanciano il portafoglio in base ai rendimenti relativi delle varie attività.

4.4 Spazio per ulteriori acquisti di BTP

In questa sezione analizziamo l'interesse ad acquistare ulteriori BTP. Oltre all'analisi descrittiva, utilizziamo un modello probit per studiare i fattori che influenzano la propensione all'acquisto futuro. I dati si riferiscono alle 1.916 risposte alla Domanda 13.

Solo il 6,0 per cento delle famiglie che attualmente non possiede titoli di Stato è interessato ad acquistarne, evidenziando una quota piuttosto alta di persone non interessate a questo tipo di attività. Tra i detentori di BTP, il 68,4 per cento dichiara di voler aumentare la propria esposizione, rispetto al 42,3 per cento nel caso di tutti i titoli di Stato. In questo contesto, i detentori di BTP non mostrano una saturazione significativa nella volontà di aggiungere altri titoli al portafoglio. La quota di interesse cresce con la ricchezza netta, ma non è monotona rispetto all'istruzione: raggiunge il picco tra i diplomati e poi diminuisce tra i laureati e i più istruiti, probabilmente per via di considerazioni legate alla diversificazione del portafoglio, che aumenta con il livello di istruzione (Tabella 2).

Utilizziamo un modello probit per analizzare in un contesto multivariato i fattori associati all'intenzione di acquistare ulteriori BTP. Le stime degli effetti marginali sono riportate³³ nella Tabella 4. Possedere titoli di Stato aumenta la probabilità di acquistare ulteriori BTP di 26 punti percentuali (Tabella 4, colonna 1), più del doppio rispetto alla media del campione.

Istruzione e ricchezza netta sono positivamente correlate con la propensione all'acquisto di ulteriori BTP (colonna 5). In particolare: terminare un ulteriore ciclo scolastico aumenta la

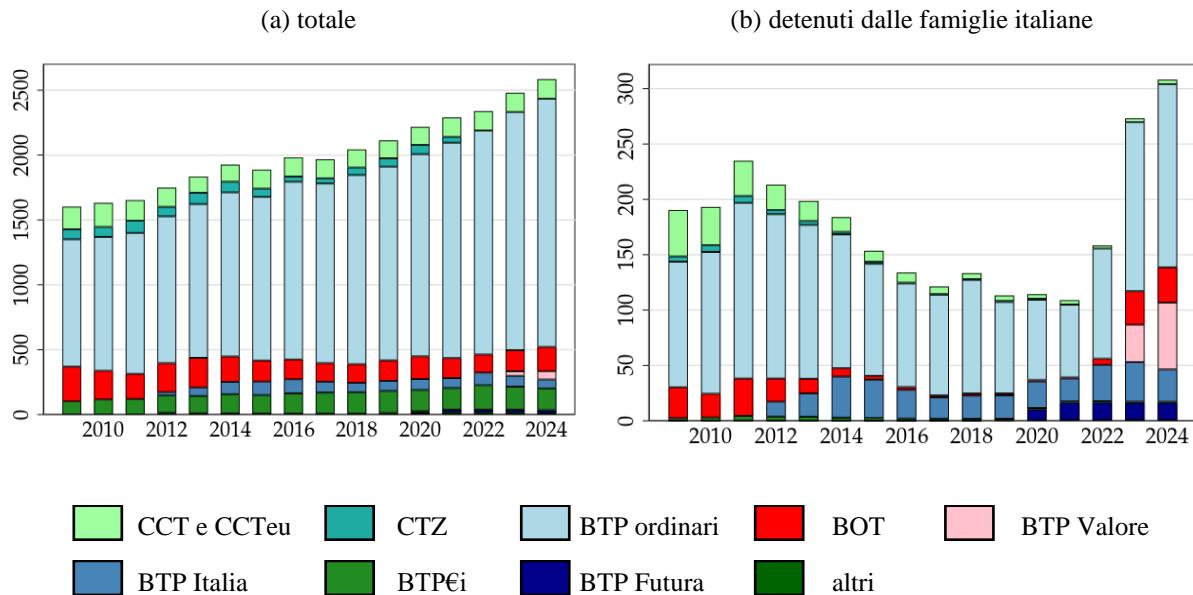
³² La probabilità di vendere tutti i titoli di Stato in portafoglio aumenta dello 0,3 per cento per ogni anno d'età.

³³ Le stime del modello probit sono riportate nella Tabella B.3 e, come tutte le analisi della sezione, sono ponderate per i pesi di campionamento e robuste agli errori per cluster di campionamento.

probabilità di acquisto di 4,2 punti percentuali, oltre un terzo della media del campione (11,6 per cento); il valore raggiunge 21,0 punti percentuali per chi ha un titolo post-laurea (quasi il doppio della media). La probabilità di acquistare ulteriori BTP aumenta di 2,6 punti percentuali salendo di un quintile nella distribuzione di ricchezza netta (poco più di un quarto del livello medio). Combinando i due fattori, per una persona appartenente alle categorie più alte di istruzione e ricchezza netta, la probabilità di acquistare ulteriori BTP è pari al 31,4 per cento, quasi tre volte la media del campione (e 24,2 punti percentuali in più rispetto a chi appartiene alla prima classe di entrambe le variabili).

Figure e Tabelle

Figura 1: Valore dei tds in circolazione per tipo (1)
(miliardi di euro)

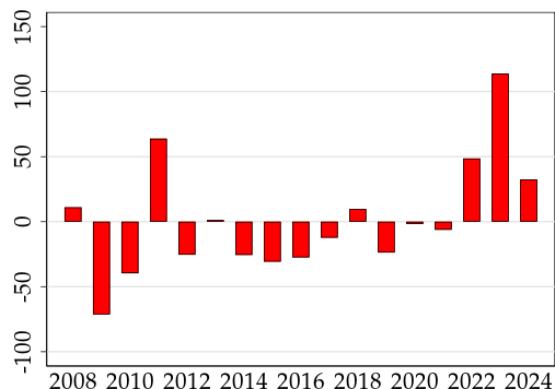


Fonte: *Security Holding Statistics, Sector database* (SHSS) e Anagrafe titoli; MEF
 (1) Tutti i dati sono espressi in valore nominale di fine anno.

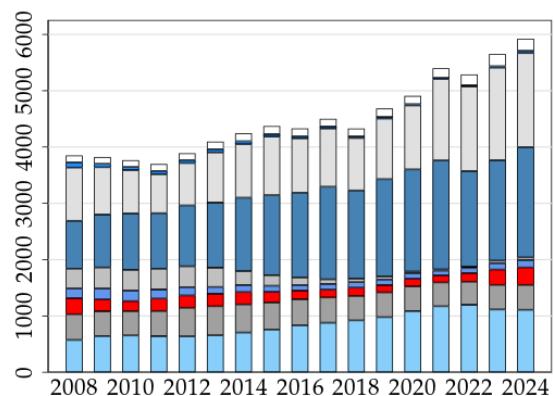
Figura 2: Portafoglio delle famiglie italiane (1)

(miliardi di euro)

a) acquisti netti di tds (2)



b) consistenze di attività finanziarie



[Red square] debito pubblico italiano

[Light blue square] depositi a vista

[Grey square] depositi vincolati

[Dark blue square] altri titoli di debito

[Medium blue square] titoli di debito bancari

[Dark blue square] prodotti del risparmio gestito (3)

[Light grey square] azioni e partecipazioni

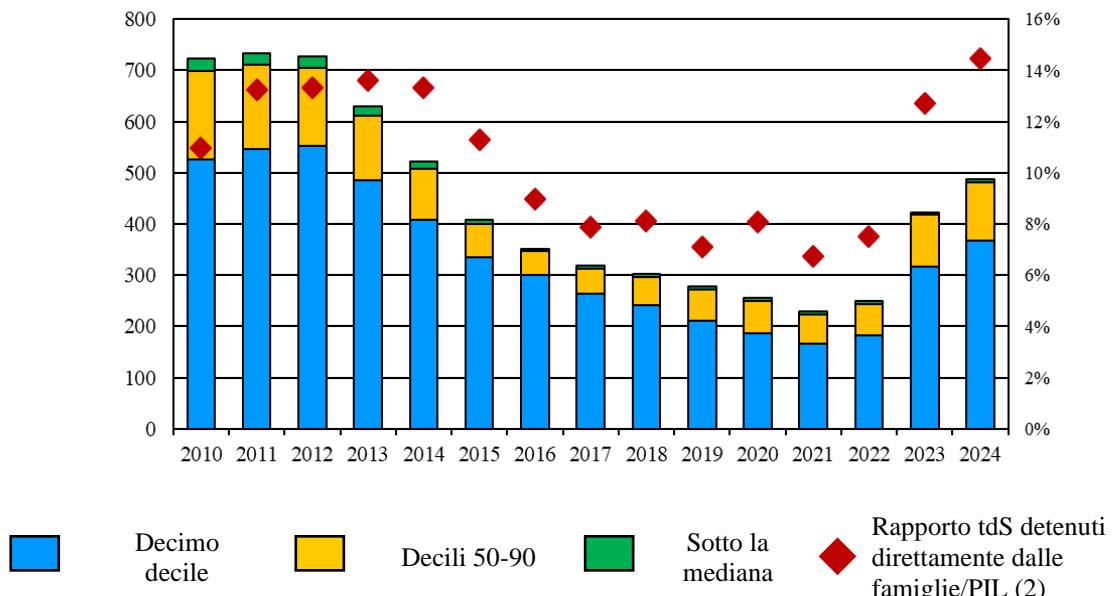
[Dark blue square] depositi esteri

[White square] altre attività

Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia.

(1) Dati di fine anno. – (2) I flussi cumulati su base annua. – (3) Include i fondi comuni di investimento, sia italiani sia esteri, i fondi pensione (compreso il Trattamento di fine rapporto) e le assicurazioni vita.

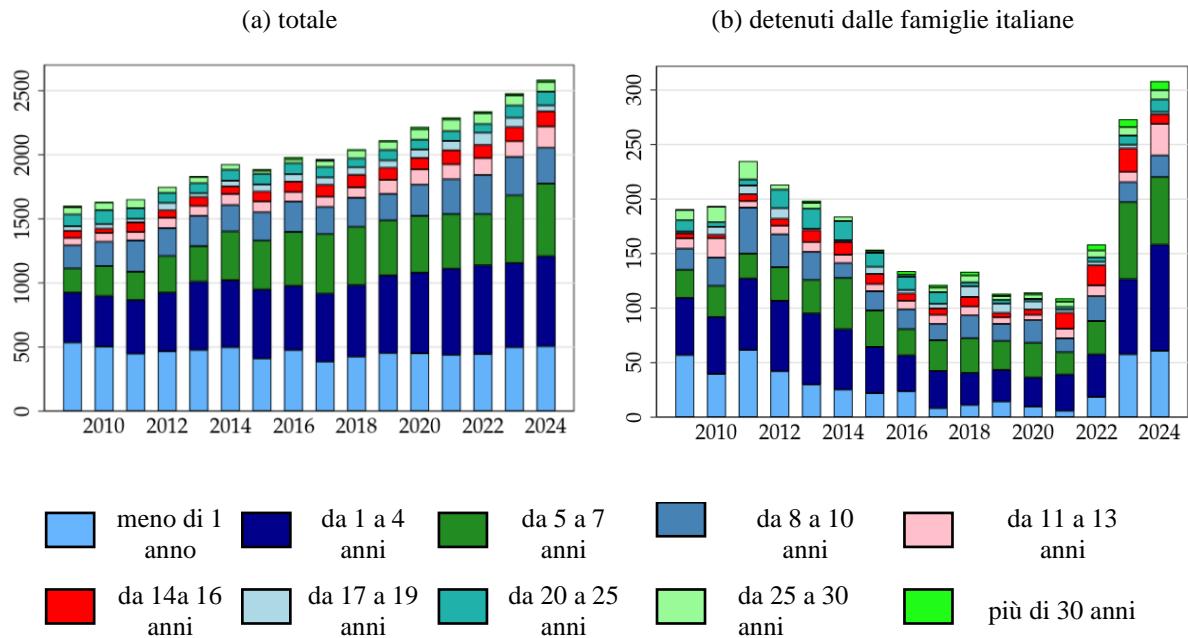
Figura 3: Titoli di debito per classi di ricchezza netta (1)
(miliardi di euro e valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Conti distribuitivi della ricchezza.

(1) I dati per sottocategorie di titoli di debito non sono disponibili. – (2) In percentuale del PIL, scala di destra.

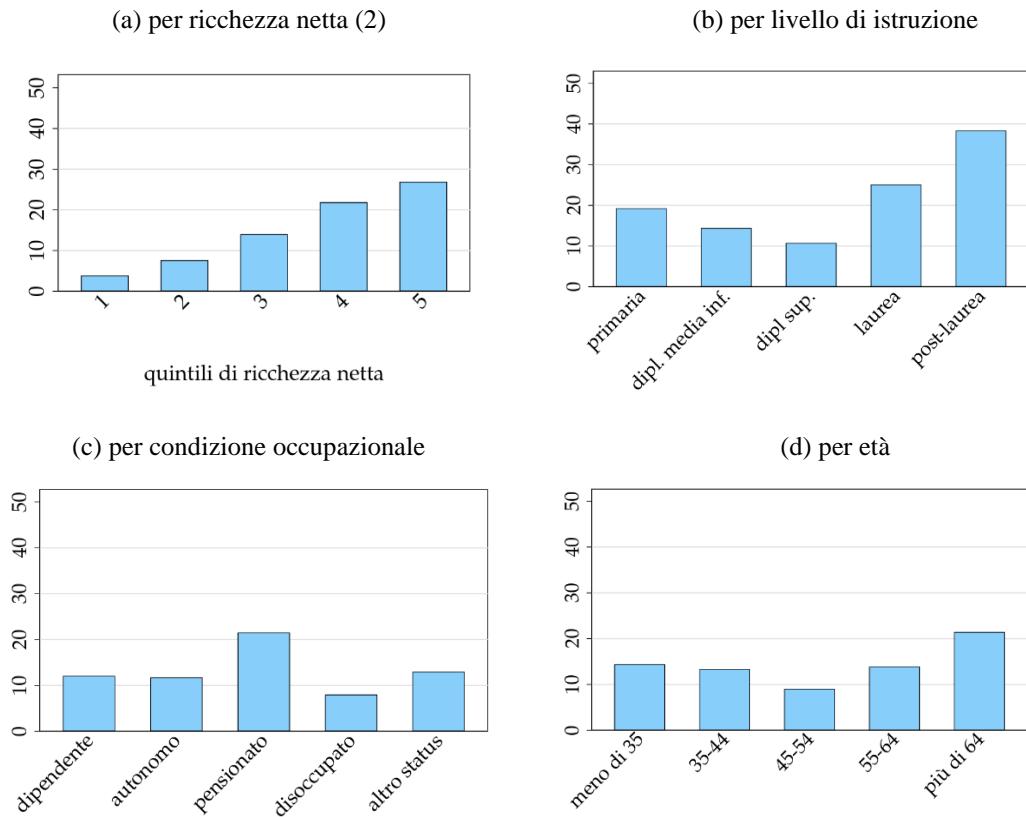
Figura 4: Valore dei tds in circolazione per classe di scadenza residua (1)
(miliardi di euro)



Fonte: SHSS, Anagrafe titoli, MEF.

(1) Tutti i dati sono espressi in valore nominale di fine anno.

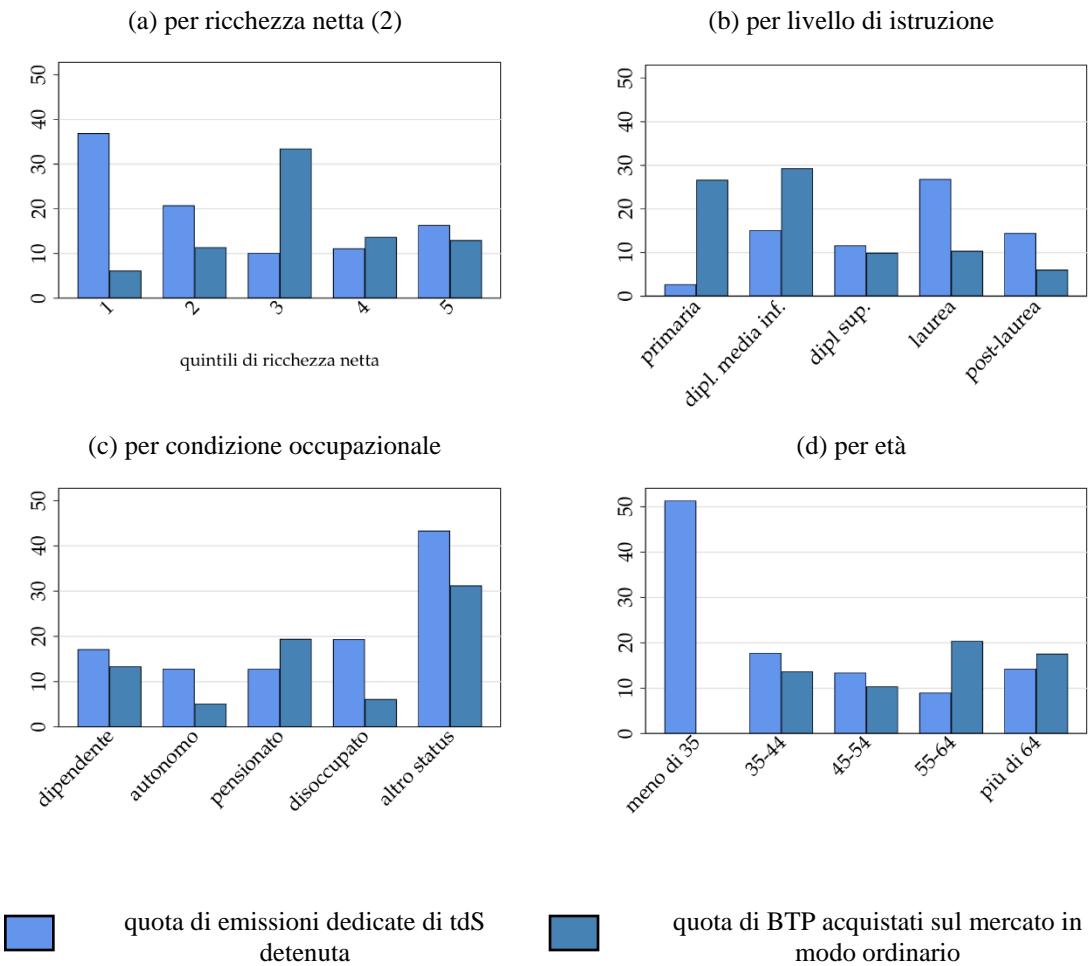
Figura 5: Quota di famiglie che detengono tds – giugno 2024 (1)
(quote percentuali)



Fonte: ICF, giugno 2024.

(1) La partecipazione è definita in termini di quote rispetto ai capi famiglia. – (2) La ricchezza netta si riferisce alla somma degli attivi reali e finanziari meno le passività finanziarie ed è calcolata utilizzando i dati SHIW 2022.

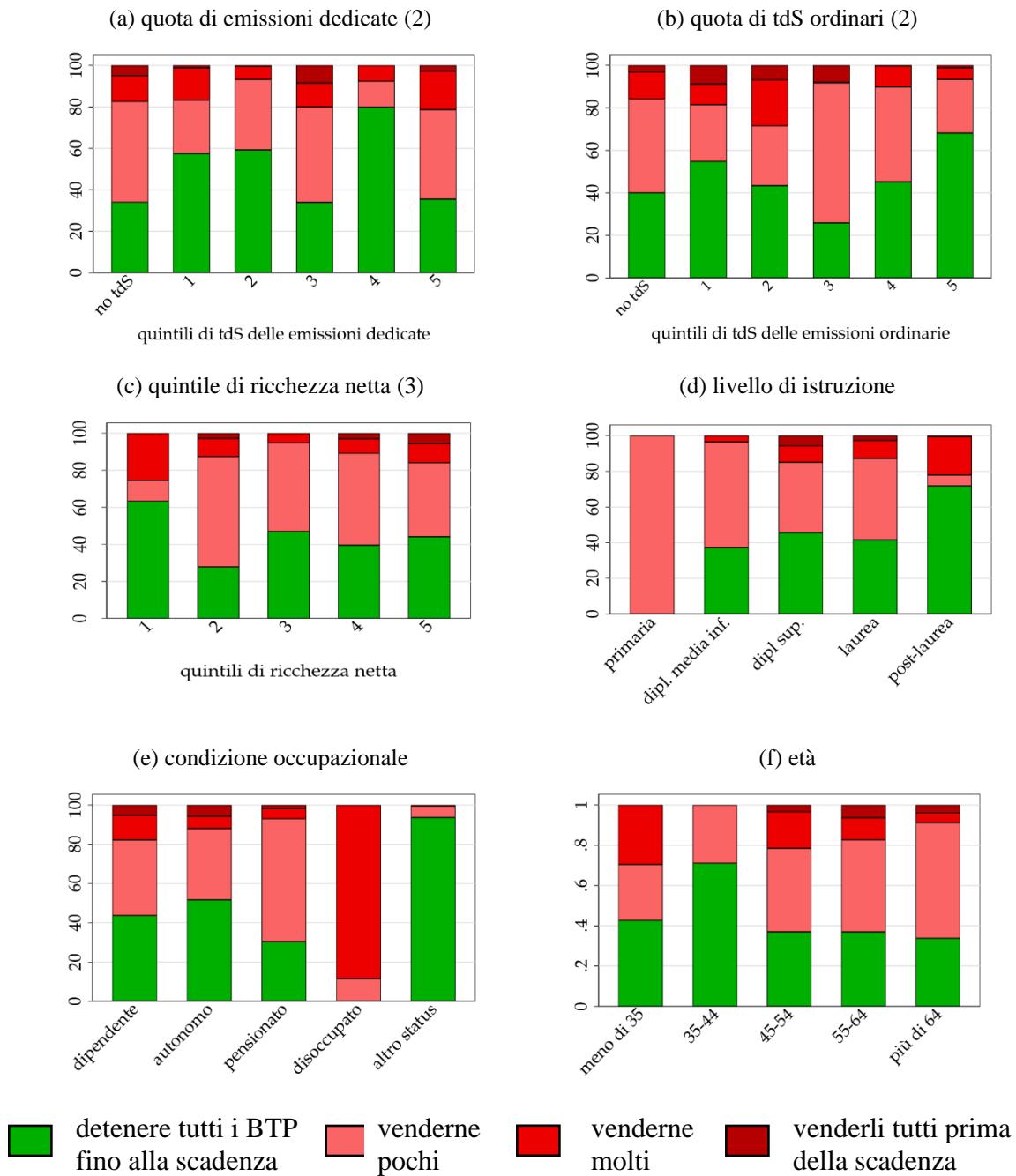
Figura 6: Quota del totale degli attivi finanziari delle famiglie detenuti in tdS – giugno 2024 (1)
(quote percentuali)



Fonte: ICF, giugno 2024.

(1) Le quote sono definite come la media delle partecipazioni delle famiglie condizionate al possesso di attivi finanziari, sul totale degli attivi esclusi i depositi. – (2) La ricchezza netta si riferisce alla somma degli attivi reali e finanziari meno le passività finanziarie ed è calcolata utilizzando i dati SHIW 2022.

**Figura 7: Distribuzione della volontà delle famiglie
di detenere o vendere – giugno 2024 (1)**
(quote percentuali)



Fonte: ICF, giugno 2024.

(1) La domanda non viene posta a coloro che non detengono BTP né sono interessati ad acquistarli. – (2) Il valore 0 rappresenta le famiglie che attualmente non detengono BTP. – (3) La ricchezza netta si riferisce alla somma degli attivi reali e finanziari meno le passività finanziarie ed è calcolata utilizzando i dati SHIW 2022.

Tabella 1: Titoli di Stato italiani – principali caratteristiche

Titoli	Durata originaria	Caratteristiche della cedola	Premio “fedeltà”	Tipo di titolo	Note
BOT	3-6-12 mesi	Nessuna cedola, remunerazione determinata dallo sconto di emissione	No	Tasso fisso	
CTZ	24 mesi	Nessuna cedola, remunerazione determinata dallo sconto di emissione	No	Tasso fisso	Fino al 2021, sostituiti dai BTP a 2 e 3 anni
BTP ordinari	2-3-5-7-10-15-20-30-50 anni	Cedole fisse semestrali	No	Tasso fisso	
BTP€i	5-10-15-30 anni	Cedole semestrali calcolate sul capitale rivalutato	No	Indicizzato all'inflazione europea (IAPC)	
BTP Italia	4-5-6-8 anni	Cedole semestrali composte dagli interessi calcolati sul capitale rivalutato e dalla per cento rivalutazione del capitale	Sì, da 0,4 a 1 per cento	Indicizzato all'inflazione nazionale (FOI)	Dal 2012, dedicati alle famiglie
BTP Futura	8-10-16 anni	Cedole semestrali crescenti nel tempo (step-up)	Sì, legato al tasso di crescita del PIL e compreso fra l'1 e il 3 per cento	Step-up	Dal 2020, dedicati alle famiglie
BTP Valore	4-5-6 anni	Cedole crescenti nel tempo (step-up), pagate semestralmente o trimestralmente	Sì, 0,5 per cento del valore nominale	Step-up	Dal 2023, dedicati alle famiglie
CCT-eu	3-7 anni	Cedole semestrali indicizzate all'Euribor (più spread)	No	Tasso variabile	Dal 2010
CCT	7 anni	Cedole semestrali indicizzate ai BOT a sei mesi (più spread)	No	Tasso variabile	Fino al 2010, sostituiti dai CCT-eu

Fonte: MEF.

Tabella 2: Indagine Congiunturale delle Famiglie - giugno 2024: statistiche descrittive

	Variabile	Media	Dev.std.	Min	Max	Osservazioni
Quota di nuclei che: (elaborazioni delle Risposte a Q.11)	detengono tds	15,53	36,23	0,00	100,00	1916
	detengono attività finanziarie diverse dai tds	23,26	42,46	0,00	100,00	1916
Quota sulle attività finanziarie rischiose (elaborazioni delle Risposte a Q.11)	Quota di emissioni dedicate (A)	4,19	16,24	0,00	100,00	1916
	Quota di tds ordinari (B)	4,24	15,96	0,00	100,00	1916
	Quota di tds (A+B)	8,43	23,91	0,00	100,00	1916
Quota di nuclei che dichiarano di: (Risposte a Q.13.a e a Q.13.b)	Acquistare (altri) BTP	11,62	32,05	0,00	100,00	1916
Quota di nuclei che dichiarano di: (Risposte a Q.14)	Detenere tutti i titoli fino a scadenza	43,95	49,68	0,00	100,00	531
	Vendere pochi titoli prima	40,47	49,13	0,00	100,00	531
	Vendere molti titoli prima	11,96	32,49	0,00	100,00	531
	Vendere tutti i titoli prima	3,62	18,70	0,00	100,00	531
Condizioni demografiche e socio-economiche	Quintili di ricchezza netta (1)	3,11	1,43	1,00	5,00	1916
	Area geografica (2)	1,84	0,88	1,00	3,00	1916
	Età	59,00	15,87	22,00	97,00	1916
	Istruzione (1)	2,75	0,93	1,00	5,00	1916
	Occupazione (1)	2,50	1,34	1,00	4,00	1916

Fonte: ICF, giugno 2024.

(1) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (2) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

**Tabella 3: Effetti marginali per il mantenimento dei BTP
fino alla scadenza o vendita prima della scadenza (1)**

	(1) Tenere tutti	(2) Tenere tutti	(3) Vendere pochi	(4) Vendere pochi	(5) Vendere molti	(6) Vendere molti	(7) Vendere tutti	(8) Vendere tutti
Quota tdS (2)	0,001 (0,48)		0,0002 (0,13)		0,001 (0,46)		-0,002* (-1,81)	
Quota emiss. dedicate (2)		0,009*** (2,98)		-0,003 (-1,12)		-0,003 (-1,37)		-0,003 (-1,55)
Quota ordinarie (2)		-0,002 (-0,62)		0,001 (0,27)		0,003 (1,38)		-0,002 (1,38)
Quintili di ricchezza netta (3)	-0,010 (-0,26)	-0,020 (-0,58)	-0,006 (-0,16)	-0,006 (-0,17)	0,016 (0,71)	0,025 (1,20)	-0,001 (-0,08)	0,001 (0,08)
Detentori di altre attività	0,118 (1,08)	0,050 (0,56)	-0,156 (-1,56)	-0,081 (-1,01)	-0,041 (-0,71)	-0,047 (-1,20)	0,079** (2,44)	0,078** (2,44)
Area geografica (4)	0,033 (0,60)	0,047 (0,97)	-0,109** (-2,14)	-0,129*** (-2,87)	0,068** (2,53)	0,072*** (2,83)	0,008 (0,77)	0,010 (1,06)
Età	-0,008** (-2,38)	-0,008** (-2,30)	0,004 (1,32)	0,005 (1,54)	0,0005 (0,22)	-0,0002 (-0,13)	0,004** (2,36)	0,003** (2,35)
Istruzione (3)	0,042 (0,72)	0,056 (1,22)	-0,077 (-1,37)	-0,073* (-1,68)	0,034 (1,19)	0,018 (0,68)	0,001 (0,12)	-0,0002 (-0,01)
Occupazione (3)	0,094** (2,47)	0,085** (2,47)	-0,022 (-0,63)	-0,030 (-0,97)	-0,025 (-1,14)	-0,012 (-0,52)	-0,048** (-2,19)	-0,044** (-2,27)
Osservazioni	531	531	531	531	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica t tra parentesi. – (1) I risultati si riferiscono a un modello di regressione multinomiale in cui y è una variabile categorica che assume valori da 0 a 3, corrispondenti al titolo di ciascuna colonna che rappresenta la quantità di tdS che le famiglie sono disposte a vendere. – (2) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari che quadratici. – (3) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (4) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

**Tabella 4: Propensione ad aggiungere (altri) BTP al proprio portafoglio,
effetti marginali**

Acquisto BTP	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Detentori di tdS	0,258*** (3,77)		0,182*** (3,55)		0,144*** (2,98)
Quota di tdS (1)	-0,001 (-0,45)				
Quota emissioni dedicate (1)		0,006*** (2,82)	0,002 (0,87)	0,003** (2,03)	0,001 (0,63)
Quota ordinarie (1)		0,007*** (3,73)	0,002 (1,14)	0,006*** (3,14)	0,003 (1,56)
Quintili di ricchezza netta (2)				0,026*** (2,84)	0,026*** (2,88)
Detentori di altre attività				0,036 (1,44)	-0,006 (-0,23)
Area Geografica (3)				-0,003 (-0,21)	-0,003 (-0,19)
Età				-0,000 (-0,47)	-0,001 (-0,70)
Istruzione (2)				0,044*** (3,44)	0,042*** (3,26)
Occupazione				-0,006 (-0,60)	-0,004 (-0,42)
Osservazioni	1916	1916	1916	1916	1916

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica t tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari che quadratici. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

Bibliografia

- Apicella, F., Colabella, A., Nunnari, A. e Pipitone, F. (2025), “La composizione del portafoglio delle famiglie nel periodo 2010-23: evidenze dai Conti finanziari e dall’Indagine sui bilanci delle famiglie italiane”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 910, Banca d’Italia.
- Cardillo, A. e Coletta, M. (2017), “Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 409, Banca d’Italia.
- Cameron, A. e Trivedi, P. (2005), *Microeconometrics*, Cambridge University Press.
- Dipartimento del Tesoro, Direzione II — Debito pubblico — *Rapporto sul debito pubblico 2023*.
- Floccari, G. e Zinna, G. (2025), “Supply, demand and duration of euro area government bonds: past and future developments”, mimeo.
- Koijen, R. S., Koulischer, F., Nguyen, B. e Yogo, M. (2017), “Euro-area quantitative easing and portfolio rebalancing”, *American Economic Review*, 107(5), 621–627.
- Grimm, V., Nöh, L. e Wieland, N. (2022), “Government bond rates and interest expenditure of large euro area member states: A scenario analysis”, *Working Paper*, German Council of Economic Experts.
- Nagel, S. (2014). “The liquidity premium of near-money assets”, *NBER Working Paper No. 20265*, National Bureau of Economic Research.
- Neri, A., Spuri, M. e Vercelli, F. (2024), “Distributional Wealth Accounts: methods and preliminary evidence”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 836, Banca d’Italia.
- Vayanos, D. e Vila, J. (2021), “A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates”, *Econometrica*, 89(1), 77–112.

Appendice A. Domande dell’Indagine Congiunturale sulle Famiglie; edizione riferita a giugno 2024.

11) Consideri il valore complessivo delle attività finanziarie diverse dai depositi in possesso della Sua famiglia alla fine di giugno 2024. Fatto 100 il loro ammontare totale, saprebbe dirmi, anche in modo indicativo, qual era la quota detenuta in...?

- titoli di Stato italiani acquistati all’emissione nelle sessioni dedicate alle |_|_| % famiglie (come quelle del maggio 2024, marzo 2024 e novembre 2023, ecc.)
- titoli di Stato italiani acquistati in qualsiasi momento sui mercati |_|_| %
- certificates a capitale totalmente protetto o con protezione superiore all’80 per cento |_|_| %
- certificates a capitale non protetto o con protezione inferiore all’80 per cento |_|_| %
- altre attività finanziarie |_|_| %

Totale 100 %

- non ho attività finanziarie diverse da conti correnti, depositi e contanti

12) La Sua famiglia possiede BTP (Buoni del Tesoro Poliennali)?

- Sì..... 1
- No 2

13.a) (Se “Sì” a 12) La Sua famiglia è interessata ad acquistare altri BTP?

- Sì 1
- No 2

13.b) (Se “No” a 12) La Sua famiglia è interessata ad acquistare BTP?

- Sì 1
- No 2

A tutti i rispondenti tranne a chi ha risposto “No” a 12 e “No” a 13.b

14) La Sua famiglia ha intenzione di tenere fino alla scadenza i BTP che possedete o intendete acquistare?

- Sì, solo alcuni 1
- Sì, la maggior parte 2
- Sì, tutti 3
- No, li venderemo tutti prima della loro scadenza..... 4

Appendice B. Modelli econometrici

B.3.1 Modello probit multinomiale per il comportamento di detenzione fino alla scadenza

Il modello probit multinomiale è stato utilizzato per sfruttare la maggiore variabilità delle risposte alla domanda 14 (di seguito Q.14, vedi Appendice A). Il modello stimato nelle colonne dispari della Tabella 3 e della Tabella B.1 è il seguente:

$$(1) Y_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{quota-TdS}_i + \beta_2 \text{quota-TdS}_i^2 + X' \gamma + \epsilon_i$$

Nelle colonne pari, il modello stimato è:

$$(2) Y_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{quota-emiss.-dedicate}_i + \beta_2 \text{quota-emiss.-dedicate}_i^2 + \delta_1 \text{quota-ordinarie}_i + \delta_2 \text{quota-ordinarie}_i^2 + X' \gamma + \epsilon_i$$

Dove i indica l'individuo che ha risposto all'indagine, X la matrice delle caratteristiche socio-demografiche degli individui nel campione (istruzione, quintile di ricchezza netta da SHIW 2022, una variabile dummy per il possesso di asset diversi dai titoli di Stato, area geografica di residenza, età, indicatore di avversione al rischio, condizione occupazionale). Questi sono controlli standard nella letteratura di *household finance*. La variabile dipendente assume i seguenti se l'intervistato sul suo portafoglio:

$$(3) Y_i = \begin{cases} 0, & \text{intende detenere tutti i BTP fino alla scadenza (risposta 3 a Q. 14)} \\ 1, & \text{intende venderne pochi (risposta 2 a Q. 14)} \\ 2, & \text{intende venderne molti (risposta 1 a Q. 14)} \\ 3, & \text{intende venderli tutti prima della scadenza (risposta 4 a Q. 14)} \end{cases}$$

È stato incluso il termine quadratico per la quota di titoli detenuti per catturare eventuali effetti non lineari. In particolare, se il coefficiente è positivo per livelli bassi, per quote molto elevate dell'attività la relazione potrebbe risultare più debole o persino negativa, poiché la propensione a mantenere il titolo fino a scadenza tende a ridursi all'aumentare dell'investimento, in presenza di maggiori incentivi alla vendita. La domanda Q.14 è stata posta non solo a chi detiene già titoli di Stato ma anche ai potenziali acquirenti (risposta 1 a Q.13.b). Non è stato utilizzato un modello probit ordinato (*ordered probit*) perché il test χ^2 non ha rigettato l'ipotesi nulla.

Nelle regressioni con effetti eterogenei, sono stati aggiunti quattro termini di interazione al modello dell'equazione 2 tra la quota di titoli acquistati e le caratteristiche sociodemografiche: quintili di ricchezza netta, età, istruzione e condizione occupazionale. Abbiamo aggiunto:

$$\begin{aligned} & \text{quota-canale-di-acquisto}_i \times \text{caratt.-socio-demografica}_i \\ & + \text{quota-canale-di-acquisto}_i^2 \times \text{caratt.-socio-demografica}_i \end{aligned}$$

Dove $\text{caratt.-socio-demografica}_i$ comprende quintile di ricchezza netta, età, istruzione, occupazione e $\text{canale-di-acquisto}_i$ comprende: $\text{quota-emiss.-dedicate}_i$ o quota-ordinarie_i . Nelle Tabella B.4-Tabella B.7, sono riportati i risultati per gli effetti

marginali dei 4 possibili risultati nel modello probit multinomiale. Le stime del modello probit multinomiale non sono riportate per semplicità ma possono essere rese disponibili su richiesta.

B.3.2 Modelli per l'analisi della propensione ad acquistare ulteriori BTP

Nelle Tabelle B.2 e B.3 (effetti marginali riportati nella Tabella 4) sono stati utilizzati un modello di probabilità lineare (LPM) e la relativa formula probit, per stimare la seguente equazione al fine di analizzare le risposte alla domanda 13 (Q.13.a and Q.13.b, Appendice 2) sulla propensione ad acquistare (ulteriori) BTP al portafoglio della famiglia. Per la prima coppia di colonne delle Tabella 4 e la colonna (2) della Tabella B.3:

$$(4) Y_i = \alpha_0 + \beta_0 \times poss.-TdS_i + \beta_1 \times quota-TdS_i + \beta_2 \times quota-TdS_i^2 + \epsilon_i$$

Dove *quota-TdS_i* è una variabile dummy che vale 1 se l'individuo possiede titoli di stato, 0 altrimenti; *quota-TdS_i* è la quota di tdS in portafoglio, e_i^2 è il quadrato della quota di tdS in portafoglio.

La versione con controlli socio-demografici non è stata riportata per mancanza di significatività e il non rifiuto del test F, in particolare quando non si include la dummy di possesso.

Per le altre colonne delle tabelle, è stata stimata la seguente equazione:

$$(5) Y_i = \alpha_0 + \beta_0 poss.-tdS + \beta_1 quota-emiss.-dedicate + \beta_2 quota-emiss.-dedicate_i^2 + \delta_1 quota-ordinarie_i + \delta_2 quota-ordinarie_i^2 + X'\gamma + \epsilon_i$$

La variabile dipendente è definita come segue, se l'intervistato *i* intende:

$$(6) Y_i = \begin{cases} 1, & \text{acquistare (ulteriori) BTP (risposta 1 a Q. 13.a o Q. 13.b)} \\ 0, & \text{altrimenti} \end{cases}$$

La domanda è stata posta non solo a chi già possiede attività finanziarie ma anche ai potenziali acquirenti, che attualmente non possiedono titoli in portafoglio.

Per gli effetti eterogenei si rimanda alla sezione B.3.1. *Modello probit multinomiale per il comportamento di detenzione fino alla scadenza*.

Nella Tabella B.8 sono mostrati i risultati per gli effetti marginali. Le stime delle regressioni probit non sono riportate per semplicità, ma possono essere fornite su richiesta.

B.3.3 Robustezza

In questa appendice si analizza la robustezza dei coefficienti relativi ai canali di acquisto dei titoli di Stato e la possibile esistenza di eterogeneità. Sono stati inclusi nelle regressioni della Sezione 4 una serie di termini di interazione tra ciascun canale di acquisto e le seguenti caratteristiche socio-demografiche: a) quintili di ricchezza; b) età; c) livello di istruzione; d) condizione occupazionale. Nella Tabella B.4, gli effetti eterogenei sono valutati rispetto alla

propensione alla detenzione fino alla scadenza. I coefficienti relativi alla quota di emissioni dedicate restano positivi e significativi, e si mantengono vicini ai valori della Tabella 3, confermando la coerenza dell'effetto. In media, un aumento della quota di BTP dedicati è associato a un incremento della probabilità di detenzione fino alla scadenza di 0,8 punti percentuali³⁴.

In generale, i coefficienti non sono influenzati dall'inclusione dei termini di interazione. Per quanto riguarda la robustezza dell'effetto del “canale di acquisto” sulla propensione ad acquistare ulteriori BTP, i coefficienti dei due canali sono leggermente diversi ma la differenza non è statisticamente significativa (Tabella B.8). Pertanto, non si può rigettare l'ipotesi nulla di uguaglianza degli effetti marginali: è piuttosto il fatto stesso di possedere BTP, indipendentemente dal canale di acquisto, a determinare una maggiore propensione all'acquisto futuro.

³⁴ Questo non si verifica nel caso dello scenario di vendita totale (o ‘vendere tutto’), dove l'interazione tra la quota di ciascun canale d'acquisto risulta negativa e significativa (Tabella B.8). Tuttavia, anche in questo caso l'evidenza va nella stessa direzione di quanto riportato nella Sezione 4.3.

*Per completezza, si riportano le tabelle dei modelli impiegati nei calcoli,
senza ulteriori commenti.*

Tabella B.1: Probit multinomiale sulla vendita dei BTP prima della scadenza (1)

	Vendita di pochi BTP (1)	Vendita di molti BTP (2)	Vendita di tutti i BTP (1)	Vendita di tutti i BTP (2)
Quota tds	0,0112 (0,56)	0,0129 (0,53)	-0,0432 (-1,58)	
Quota tds al quadrato	-0,0002 (-0,95)	-0,0002 (-0,70)	0,0003 (1,05)	
Quota emissioni dedicate		-0,0428** (-2,15)	-0,0380* (-1,76)	-0,0791*** (-2,76)
Quota emissioni dedicate al quadrato		0,0005** (2,06)	0,0004* (1,79)	0,0008** (2,55)
Quota ordinarie		0,0188 (1,03)	0,0252 (1,22)	-0,0322 (-1,08)
Quota ordinarie al quadrato		-0,0004* (-1,84)	-0,0004 (-1,64)	0,0001 (0,39)
Quintile di ricchezza Netta (2)	0,0049 (0,03)	0,0108 (0,07)	0,1131 (0,65)	0,0100 (0,05)
Detentori di altri asset	-0,6161 (-1,32)	-0,3157 (-0,78)	-0,4585 (-0,94)	-0,1838 (-0,48)
Area geografica (3)	-0,3380 (-1,44)	-0,4106* (-1,80)	0,3452 (1,62)	0,2821 (1,37)
Età	0,0273* (1,95)	0,0310** (2,09)	0,0205 (1,16)	0,0214 (1,26)
Istruzione (2)	-0,2789 (-1,09)	-0,3571 (-1,60)	0,1166 (0,47)	0,0585 (0,26)
Occupazione (2)	-0,2526 (-1,61)	-0,2585* (-1,76)	-0,3529* (-1,89)	-0,3396* (-1,75)
Costante	-0,0428** (-2,15)		-0,0380* (-1,76)	-0,0791*** (-2,76)
Osservazioni	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica *t* tra parentesi. – (1) I coefficienti vanno interpretati in relazione alla specificazione di base, che consiste nel mantenere tutti i BTP in portafoglio fino alla scadenza. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

Tabella B.2: Modello di probabilità lineare per la propensione ad acquistare BTP

Acquisto BTP	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Detentori di tS	0,459*** (2,74)		0,283** (2,30)		0,271** (2,39)
Quota tS	-0,003 (-0,38)				
Quota tS al quadrato	0,000 (0,23)				
Quota emissioni dedicate		0,012** (2,19)	0,006 (0,90)	0,009* (1,78)	0,005 (0,79)
Quota emissioni dedicate al quadrato		-0,000* (-1,68)	-0,000 (-1,04)	-0,000 (-1,37)	-0,000 (-0,96)
Quota ordinarie		0,016*** (3,05)	0,007 (1,18)	0,014*** (2,77)	0,008 (1,29)
Quota ordinarie al quadrato		-0,000*** (-2,79)	-0,000 (-1,50)	-0,000** (-2,48)	-0,000 (-1,56)
Istruzione (1)				0,044*** (3,18)	0,042*** (2,93)
Quintile di ricchezza netta (1)				0,023** (2,53)	0,024*** (2,62)
Detentori di altri asset				0,033 (0,92)	-0,022 (-0,71)
Area geografica (2)				-0,003 (-0,19)	-0,003 (-0,20)
Età				-0,000 (-0,51)	-0,001 (-0,87)
Occupazione (1)				-0,003 (-0,40)	-0,002 (-0,20)
Costante	0,060*** (5,56)	0,069*** (6,23)	0,060*** (5,56)	-0,128** (-1,97)	-0,103 (-1,56)
Osservazioni	1916	1916	1916	1916	1916

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica *t* tra parentesi. – (1) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (2) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

Tabella B.3: Modello Probit per la propensione ad acquistare ulteriori BTP

Acquisto BTP	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Detentori tdS	1,606*** (3,72)		1,148*** (3,51)		0,988*** (3,05)
Quota tdS	-0,008 (-0,38)				
Quota tdS al quadrato	0,000 (0,23)				
Quota emissioni dedicate		0,040*** (2,64)	0,016 (0,91)	0,027* (1,89)	0,011 (0,68)
Quota emissioni dedicate al quadrato		-0,000* (-1,90)	-0,000 (-1,04)	-0,000 (-1,32)	-0,000 (-0,81)
Quota Ordinarie		0,054*** (3,74)	0,019 (1,24)	0,048*** (3,17)	0,026 (1,62)
Quota ordinarie al quadrato		-0,001*** (-3,26)	-0,000 (-1,58)	-0,000*** (-2,59)	-0,000* (-1,74)
Istruzione (2)				0,299*** (3,31)	0,289*** (3,13)
Quintile di ricchezza Netta (2)				0,177*** (2,98)	0,180*** (3,01)
Detentori di altre attività				0,240 (1,40)	-0,042 (-0,23)
Area geografica (3)				-0,021 (-0,21)	-0,019 (-0,19)
Età				-0,002 (-0,46)	-0,004 (-0,70)
Occupazione (2)				-0,039 (-0,59)	-0,029 (-0,42)
Costante	-1,557*** (-17,23)	-1,473*** (-18,33)	-1,557*** (-17,23)	-3,076*** (-6,82)	-2,939*** (-6,39)
Osservazioni	1916	1916	1916	1916	1916

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica t tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari che quadratici. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Variabile ordinata da nord a sud, al crescere della variabile, la famiglia si colloca più verso sud.

**Tabella B.4: Effetti marginali per la detenzione di BTP fino alla scadenza,
effetti eterogenei**

Tenere tutto	Quintili di ricchezza netta	Istruzione	Situazione occupazionale	Età
Quota di emissioni dedicate (1)	0,007** (2,35)	0,009*** (2,93)	0,007** (2,02)	0,008** (2,45)
Quota ordinarie (1)	-0,002 (-0,66)	-0,001 (-0,51)	0,001 (0,25)	-0,001 (-0,38)
Quintili di ricchezza netta (2)	-0,016 (-0,49)	-0,024 (-0,70)	-0,022 (-0,62)	-0,014 (-0,40)
Detentori di alter attività	0,049 (0,54)	0,029 (0,31)	0,002 (0,02)	0,036 (0,38)
Area geografica (3)	0,041 (0,83)	0,039 (0,78)	0,029 (0,60)	0,046 (0,91)
Età	-0,007** (-2,25)	-0,007** (-2,22)	-0,007* (-1,86)	-0,008** (-2,30)
Istruzione (2)	0,060 (1,21)	0,048 (1,01)	0,061 (1,21)	0,054 (1,09)
Occupazione	0,081** (2,31)	0,081** (2,28)	0,068* (1,75)	0,088** (2,42)
Osservazioni	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica *t* tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari, quadratici e interazioni con le variabili nelle intestazioni delle colonne. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

**Tabella B.5: Effetti marginali per la vendita di pochi BTP prima della scadenza,
effetti eterogenei**

Vendita di pochi BTP	Quintili di ricchezza netta	Istruzione	Situazione occupazionale	Età
Quota di emissioni dedicate (1)	-0,005 (-1,43)	-0,004 (-1,29)	-0,004 (-1,27)	-0,004 (-1,32)
Quota ordinarie (1)	0,001 (0,32)	0,000 (0,12)	-0,000 (-0,02)	0,001 (0,34)
Quintili di ricchezza netta (2)	0,002 (0,05)	-0,001 (-0,03)	0,003 (0,10)	-0,006 (-0,19)
Detentori di altre attività	-0,081 (-0,96)	-0,060 (-0,73)	-0,063 (-0,73)	-0,088 (-1,03)
Area geografica (3)	-0,113** (-2,33)	-0,123*** (-2,66)	-0,096** (-1,98)	-0,104** (-2,15)
Età	0,004 (1,41)	0,004 (1,48)	0,004 (1,17)	0,005* (1,66)
Istruzione (2)	-0,092* (-1,86)	-0,071 (-1,58)	-0,085* (-1,74)	-0,073 (-1,50)
Occupazione (2)	-0,022 (-0,68)	-0,027 (-0,87)	-0,005 (-0,15)	-0,021 (-0,63)
Osservazioni	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01, statistica *t* tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari, quadratici e interazioni con le variabili nelle intestazioni delle colonne. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

**Tabella B.6: Effetti marginali per la vendita di molti BTP prima della scadenza,
effetti eterogenei**

Vendita di molti BTP	Quintili di ricchezza netta	Istruzione	Situazione occupazionale	Età
Quota di emissioni dedicate (1)	-0,001 (-0,34)	-0,003 (-1,38)	-0,001 (-0,27)	-0,001 (-0,42)
Quota ordinarie (1)	0,003 (1,56)	0,003 (1,16)	0,001 (0,95)	0,002 (1,45)
Quintili di ricchezza netta (2)	0,013 (0,58)	0,024 (1,18)	0,018 (0,88)	0,020 (0,98)
Detentori di altre attività	-0,039 (-0,95)	-0,038 (-0,97)	-0,018 (-0,45)	-0,027 (-0,65)
Area geografica (3)	0,065** (2,53)	0,074*** (2,88)	0,060** (2,46)	0,052** (2,21)
Età	0,000 (0,01)	-0,000 (-0,11)	-0,000 (-0,23)	-0,001 (-0,37)
Istruzione (2)	0,032 (1,24)	0,019 (0,71)	0,028 (1,14)	0,022 (0,89)
Occupazione (2)	-0,019 (-0,80)	-0,012 (-0,53)	-0,013 (-0,56)	-0,019 (-0,86)
Osservazioni	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001, statistica *t* tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari, quadratici e interazioni con le variabili nelle intestazioni delle colonne. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

**Tabella B.7: Effetti marginali per la vendita di tutti i BTP prima della scadenza,
effetti eterogenei**

Vendita di tutti i BTP	Quintili di ricchezza netta	Istruzione	Situazione occupazionale	Età
Quota di emissioni dedicate (1)	-0,002 (-1,43)	-0,002 (-1,39)	-0,002 (-1,45)	-0,003* (-1,70)
Quota ordinarie (1)	-0,002 (-1,59)	-0,001 (-1,18)	-0,002** (-2,04)	-0,002* (-1,87)
Quintili di ricchezza netta (2)	0,002 (0,24)	0,001 (0,15)	-0,000 (-0,01)	0,001 (0,10)
Detentori di altre attività	0,071** (2,56)	0,070** (2,27)	0,079*** (2,68)	0,079*** (2,63)
Area geografica (3)	0,007 (0,70)	0,011 (1,13)	0,006 (0,66)	0,006 (0,59)
Età	0,003** (2,28)	0,003** (2,26)	0,003** (2,44)	0,004** (2,45)
Istruzione (2)	0,000 (0,02)	0,004 (0,37)	-0,005 (-0,48)	-0,003 (-0,35)
Occupazione (2)	-0,040** (-2,14)	-0,042** (-2,16)	-0,049** (-2,30)	-0,047** (-2,30)
Osservazioni	531	531	531	531

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001, statistica *t* tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari, quadratici e interazioni con le variabili nelle intestazioni delle colonne . – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.

Tabella B.8: Effetti marginali per l'acquisto di BTP, effetti eterogenei

Acquisto BTP	Quintili di ricchezza netta	Istruzione	Situazione occupazionale	Età
Quota di emissioni dedicate (1)	0,003* (1,70)	0,004** (2,31)	0,004** (2,30)	0,004** (2,39)
Quota ordinarie (1)	0,005*** (2,68)	0,005*** (3,36)	0,004*** (2,70)	0,005*** (3,30)
Quintili di ricchezza netta (2)	0,029*** (3,43)	0,027*** (2,93)	0,028*** (3,00)	0,029*** (3,05)
Detentori di altri asset	0,048* (1,88)	0,048* (1,77)	0,038 (1,41)	0,028 (1,10)
Area geografica (3)	-0,002 (-0,13)	-0,006 (-0,39)	-0,003 (-0,23)	-0,002 (-0,14)
Età	-0,000 (-0,31)	-0,000 (-0,31)	-0,000 (-0,55)	-0,000 (-0,42)
Istruzione (2)	0,042*** (3,26)	0,042*** (2,97)	0,042*** (3,26)	0,045*** (3,55)
Occupazione (2)	-0,008 (-0,85)	-0,007 (-0,71)	-0,004 (-0,37)	-0,007 (-0,68)
Osservazioni	1916	1916	1916	1916

Fonte: ICF, giugno 2024.

* p<0,05, ** p<0,01, *** p<0,001, statistica t tra parentesi. – (1) Questi effetti marginali contengono sia termini lineari, quadratici e interazioni con le variabili nelle intestazioni delle colonne. – (2) Variabili ordinate e definite come indicato nelle Figure 5, 6 e 7 e relative note. – (3) Area geografica è una variabile categorica che assume valori: 1 per il nord, 2 per il centro, 3 per il Mezzogiorno.