



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

Le banche e l'acquisto di titoli pubblici:  
l'esperienza italiana dal 1890 a oggi

Paolo Piselli e Francesco Vercelli

ottobre 2023

numero

50





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Quaderni di Storia Economica

(Economic History Working Papers)

Le banche e l'acquisto di titoli pubblici:  
l'esperienza italiana dal 1890 a oggi

Paolo Piselli e Francesco Vercelli

Numero 50 – ottobre 2023

*La serie Quaderni di Storia Economica intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di studi storici sui temi della crescita, della finanza, della moneta, delle istituzioni, prodotti da studiosi interni o esterni alla Banca d'Italia, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti. Essa sostituisce i precedenti Quaderni dell'Ufficio Ricerche storiche. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto.*

*Comitato editoriale:* FEDERICO BARBIELLINI AMIDEI (*Coordinatore*), ANDREA BRANDOLINI, PAOLO SESTITO, ROBERTO TORRINI, ALBERTO BAFFIGI, MATTEO GOMELLINI

*Editorial Assistant:* ELEONORA COSTANTINO

ISSN 2281-6089 (stampa)

ISSN 2281-6097 (online)

*Grafica e stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia*

# Le banche e l'acquisto di titoli pubblici: l'esperienza italiana dal 1890 a oggi

Paolo Piselli\* e Francesco Vercelli\*\*

## Sintesi

Il lavoro studia gli investimenti delle banche in titoli pubblici italiani dal 1890 ad oggi. In primo luogo, attraverso un'ampia ricostruzione statistica e un'approfondita analisi delle fonti storiche, si illustra come il contesto economico e istituzionale abbia influenzato gli acquisti di titoli di Stato, analizzando in particolare le condizioni e la struttura del mercato dei titoli pubblici (offerta, strumenti finanziari disponibili, rendimenti, rischiosità), la regolamentazione e l'azione di *moral suasion* delle autorità pubbliche. In secondo luogo, utilizzando una base dati dei bilanci delle banche italiane dal 1890 ad oggi, viene condotta un'analisi econometrica delle determinanti microeconomiche della domanda di titoli pubblici da parte delle banche, quali la struttura della loro raccolta, la liquidità, la redditività, il rischio di insolvenza. Infine, si mostra come il contributo di tali determinanti si modifichi nei periodi di maggiore rischiosità del debito sovrano.

## Abstract

The paper studies banks' investment in Italian government bonds from 1890 to the present. First, through an extensive statistical reconstruction and in-depth analysis of historical sources, it shows how the economic and institutional environment has influenced the purchases of government securities, analyzing in particular the conditions and structure of the market for public bonds (supply, available financial instruments, yields, riskiness), regulation and moral suasion action by public authorities. Second, using a database of Italian banks' balance sheets from 1890 to the present, an econometric analysis is conducted of the microeconomic determinants of demand for government bonds, such as funding, liquidity, profitability, and default risk. Finally, it is shown how the contribution of these determinants changes during periods of increased sovereign debt riskiness.

**Classificazione JEL:** C23, G21, G28, N23, N24

**Parole chiave:** storia bancaria, titoli di stato

\* Banca d'Italia, Dipartimento Economia e Statistica, Servizio Struttura Economica, Divisione Storia Economica. E-mail: [paolo.piselli@bancaditalia.it](mailto:paolo.piselli@bancaditalia.it).

\*\* Banca d'Italia, Dipartimento Economia e Statistica, Servizio Analisi Statistiche, Divisione Conti Finanziari e Metodologie Statistiche. E-mail: [francesco.vercelli@bancaditalia.it](mailto:francesco.vercelli@bancaditalia.it).



## Indice

1	Introduzione .....	7
2	I titoli pubblici nella letteratura bancaria.....	8
3	Base dati storica 1890-2016 .....	11
4	L'emissione di titoli pubblici e il comportamento delle banche: ricostruzione storica ed evidenze statistiche .....	15
4.1	L'età giolittiana .....	15
4.2	La Prima guerra mondiale .....	19
4.3	Il periodo tra le due guerre .....	20
4.4	La Seconda guerra mondiale e la stabilizzazione .....	23
4.5	L'epoca di Bretton Woods .....	24
4.6	Gli anni Settanta e il vincolo di portafoglio .....	26
4.7	Dagli anni Ottanta all'introduzione dell'euro .....	28
4.8	L'euro e la Great moderation .....	30
4.9	La Grande Recessione e la crisi del debito sovrano .....	30
5	Le determinanti microeconomiche dell'acquisto di titoli pubblici: un'analisi econometrica .....	32
5.1	Strategia empirica .....	32
5.2	Risultati .....	36
5.2.1	La specificazione di base .....	37
5.2.2	Differenze per tipologia di banche .....	39
5.2.3	L'impatto nei periodi di tensione sul debito .....	40
6	Conclusioni .....	43
	Riferimenti bibliografici .....	46
	Tabelle e Figure.....	51





# 1 Introduzione\*

La recente crisi dei debiti sovrani del 2011-2013 ha portato all'attenzione degli studiosi e dei policy makers la rilevanza delle scelte di investimento in titoli pubblici da parte delle banche<sup>1</sup>. In particolare, l'aumento della rischiosità dei titoli di Stato e il loro contemporaneo incremento nei portafogli bancari hanno destato preoccupazione per le potenziali conseguenze negative sulla stabilità finanziaria (Bank for International Settlements, 2011; Angelini *et al.*, 2014). Tali sviluppi, inoltre, hanno fatto riconsiderare i motivi che possono indurre le banche a domandare e detenere titoli pubblici in momenti di tensione delle finanze statali (tra i primi Bolton e Jeanne, 2011). In Italia gli istituti di credito hanno spesso svolto un ruolo di primo piano tra le possibili controparti dello Stato ma le loro scelte di investimento in titoli pubblici non sono state fino ad ora indagate organicamente in una prospettiva di lungo periodo. In questo lavoro studiamo gli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche su un orizzonte temporale di circa 130 anni, dal 1890 ad oggi. La data di inizio coincide con la disponibilità di informazioni nell'Archivio storico del credito in Italia (Natoli *et al.*, 2016), un dataset di circa 40 mila bilanci bancari che copre oltre il 70 per cento dell'intero sistema bancario nel tempo.

Il lavoro ha due principali obiettivi. In primo luogo, sulla base delle fonti storiche e di una vasta ricostruzione statistica, ripercorriamo l'evoluzione della presenza di titoli sovrani nei bilanci bancari, distinguendo per tipi di titoli di Stato acquistati e di banche detentrici (categorie giuridiche, classi dimensionali, localizzazione geografica). Gli acquisti di titoli pubblici da parte delle banche vengono messi in relazione con i cambiamenti del contesto economico. In particolare, vediamo come lo sviluppo del mercato dei titoli di Stato – in termini di volumi offerti, modalità di emissione, tipi di prodotti finanziari, rendimenti e rischiosità – aiuti a spiegare il comportamento delle banche. Studiamo inoltre come in alcuni periodi della storia italiana lo Stato abbia cercato di agevolare il collocamento dei propri titoli nei portafogli bancari attraverso l'introduzione di leggi e regolamenti o con azioni di *moral suasion*.

In secondo luogo, utilizziamo i microdati storici a disposizione per definire alcune regolarità empiriche attraverso un'analisi econometrica della domanda di titoli pubblici nello spirito dei lavori di Affinito *et al.* (2016) per l'Italia, Buch *et al.* (2016) per la Germania, Ogawa e Imai (2014) per il Giappone e Gennaioli *et al.* (2018) per un ampio panel di paesi. Controllando per il contesto macroeconomico, stimiamo quanto la domanda di titoli pubblici possa essere stata spiegata da alcune caratteristiche dei bilanci bancari, quali la struttura della raccolta, la redditività, la liquidità, il rischio di insolvenza delle banche. Le stime vengono condotte su due periodi distinti, quello che precede e quello

---

\*Si ringraziano Massimiliano Affinito, Giorgio Albareto, Federico Barbiellini Amidei, Andrea Brandolini, Fabrizio Balassone, Daniele Ciani, Federico Cingano, Riccardo De Bonis, Alfredo Gigliobianco, Paolo Sestito, Gianni Toniolo e un anonimo *referee* per gli utili commenti e suggerimenti avanzati a riguardo del presente lavoro.

<sup>1</sup>In questo lavoro useremo il termine banche nella moderna accezione, anche se ciò comporta qualche imprecisione storica in alcuni periodi. Quando opportuno, specificheremo invece la tipologia di ente creditizio.

che segue la Seconda guerra mondiale, rappresentanti due fasi nettamente distinte della storia finanziaria italiana. Infine, indaghiamo se l'influenza delle determinanti microeconomiche si modifichi durante i periodi di particolare difficoltà delle finanze pubbliche, caratterizzati da elevati livelli di debito e volatilità dei rendimenti, come ad esempio in Gennaioli *et al* (2018).

Il lavoro è organizzato come segue. Nella sezione 2 viene passata in rassegna la letteratura sulle determinanti degli acquisti di titoli pubblici da parte delle banche. La sezione 3 descrive i dati utilizzati nel lavoro. La sezione 4 ricostruisce l'evoluzione degli investimenti in titoli di Stato, in relazione alle vicende salienti del mercato dei titoli pubblici e ai cambiamenti normativi. La sezione 5.1 illustra la metodologia empirica seguita nelle stime econometriche e la sezione 5.2 ne presenta i risultati. Infine, la sezione 6 conclude.

## 2 I titoli pubblici nella letteratura bancaria

Nella letteratura teorica sul funzionamento delle banche e sul loro ruolo nel sistema economico e finanziario, è stata dedicata fino agli anni più recenti, e in particolare fino alla crisi dei debiti sovrani, scarsa attenzione agli investimenti in titoli pubblici. Lo si evince, ad esempio, dalla lettura dei manuali di riferimento sulla teoria bancaria (e.g. Freixas e Rochet, 2008).

I titoli pubblici, in gran parte dei modelli teorici precedenti alla crisi dei debiti sovrani, vengono acquistati dalle banche come *buffer* di liquidità (Holmstrom e Tirole, 1993). In tali modelli i titoli di Stato sono considerati un'attività *risk-free*: la controparte empirica di questa assunzione sono i *Treasury bill* statunitensi, che rappresentano titoli emessi da uno stato centrale privi di rischio e adatti a soddisfare gli obblighi di riserva imposti dall' autorità monetaria (Freixas e Rochet, 2008, Cap. 3). Tale caratterizzazione ritorna anche nella letteratura teorica sul ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'effetto sui prestiti di una politica monetaria restrittiva è tanto maggiore quanto meno liquidi sono i bilanci delle banche. In particolare, le banche piccole, i cui bilanci generalmente sono meno liquidi e più indirizzati verso l'attività di prestito, scelgono di detenere un *buffer* di liquidità maggiore: nei modelli ciò avviene incrementando la quota di titoli pubblici, considerati facilmente liquidabili (Bernanke e Gertler, 1987; Kashyap e Stein, 1993; Stein e Kashyap, 2000).

Un'altra ragione di detenzione di titoli pubblici è la diversificazione nelle scelte di portafoglio. Anche in questo caso, i titoli pubblici sono visti come attività *risk-free* e hanno un rendimento basso, se non nullo. Questa letteratura, che inizia con Pyle (1971) e Hart e Jaffee (1974), è stata alla base di vari modelli che, ad esempio, hanno aiutato a spiegare l'impatto dei requisiti di capitale richiesti dalla normativa di Vigilanza sulla gestione delle banche (Rochet, 2008).

Tutta la letteratura sopra citata, prodotta prima della crisi dei debiti sovrani, ignora dunque qualunque specificità dei titoli pubblici che non sia legata alla loro natura di attività *risk-free*. La crisi, che ha colpito alcune delle principali economie europee, tra

cui l'Italia, ha rivoluzionato tale letteratura: non solo ha portato a riconsiderare il grado di rischio dei titoli di Stato, ma ha messo in discussione l'esistenza stessa di un titolo percepito come *risk-free* dagli operatori finanziari (Fisher, 2013)<sup>2</sup>. Ma cosa caratterizza esattamente un titolo pubblico *risk-free*?

Per essere definito *risk-free* un titolo deve essere caratterizzato, in primo luogo, da un rischio di credito basso o nullo. Nel caso dei titoli pubblici, questa specificità è un'acquisizione storicamente recente. Come ci ricorda Flandreau (2013), dal Medioevo fino all'età moderna, lo Stato era il peggior soggetto a cui prestare, se paragonato ai mercanti prima, alle imprese private poi. Solo più tardi, gli Stati moderni, con il miglioramento delle istituzioni e l'ampliamento della base imponibile, diedero vita a una sorta di "rivoluzione finanziaria", che tra il XVIII e il XIX secolo ha gradualmente trasformato lo stato sovrano nell'istituzione più sicura a cui prestare. Sebbene non manchino in epoca moderna episodi di fallimento di stati sovrani – non solo nelle economie emergenti, ma anche in quelle avanzate<sup>3</sup> – è pur vero che dopo la Seconda guerra mondiale, quindi nel periodo del pieno sviluppo della teoria economica contemporanea, nessun paese avanzato ha attraversato crisi del debito o sue ristrutturazioni (Reinhart e Rogoff, 2009, Table 6.4). Di conseguenza, fino alla recente crisi finanziaria, la letteratura teorica ha trascurato di incorporare altre specificità dei titoli sovrani nei modelli, sia con riferimento al funzionamento della banca, sia nel legame con la trasmissione della politica monetaria.

Non è però soltanto il rischio di credito dell'emittente a contribuire alla definizione dei titoli sovrani come attività *risk-free*: come tutti i valori mobiliari, essi hanno un rischio di durata, sono caratterizzati da un certo grado di volatilità, sono soggetti al rischio di inflazione e, per gli investitori esteri, a quello di cambio. Pertanto il rischio può concretizzarsi al momento del disinvestimento. I titoli pubblici vengono cioè percepiti come rischiosi dalla banca che li possiede quando l'eccesso di volatilità determina improvvise riduzioni rispetto ai valori di bilancio (Fisher, 2013). Ad esempio, nei modelli di *capital asset pricing*, la definizione di titolo privo di rischio si ispira, come sopra anticipato, al *Treasury bill* americano: un titolo governativo che non solo presenta un trascurabile rischio di credito, essendo riferito alla principale economia mondiale, ma che è anche a breve termine, e dunque meno soggetto alla volatilità dei corsi e all'inflazione. Durante le crisi europee del debito, i prezzi di diversi titoli pubblici sono drasticamente diminuiti e hanno presentato una elevata volatilità: le banche si sono trovate prive nei loro bilanci di un'attività liquidabile con costi bassi o nulli. Perdendo questa caratteristica i titoli pubblici di alcuni paesi hanno cessato per un periodo di essere una riserva di liquidità e una forma di garanzia accettata nelle normali operazioni interbancarie.

La crisi dei debiti sovrani ha dunque determinato una cesura nella letteratura sul ruolo dei titoli pubblici nei bilanci bancari. In particolare, con l'aumento della rischiosità dei

---

<sup>2</sup>“There is no such thing as a risk-free asset, strictly speaking. However, we used to live in a world where sovereign risk was so low that investors could behave as if that debt was risk-free. The situation was a bit like air travel: we all know that the risks are not zero when we get on a plane but they are low enough for most of us behave as if they were truly minimal” (Fisher, 2013, p. xxvi).

<sup>3</sup>In Europa, è sufficiente ricordare i casi di Austria e Germania negli anni '30 (Purcell e Kaufman, 1993).

titoli di Stato e il loro contemporaneo incremento nei bilanci delle istituzioni creditizie, sono stati riconsiderati i motivi sottostanti agli acquisti di titoli pubblici da parte delle banche: alcuni erano frutto del nuovo quadro economico e regolamentare emerso con la crisi, altri erano da sempre attivi ma non avevano mai ricevuto adeguata attenzione. Riportiamo di seguito quattro principali motivi di acquisto, che sono stati studiati nella letteratura recente (cfr. anche Tabella 1):

- a) garanzia (*collateral*);
- b) *moral suasion*;
- c) ricerca di maggior rendimento (*search for yield; gambling for resurrection*)
- d) *risk shifting*.

I titoli pubblici possono essere utilizzati come garanzia (*collateral*) soprattutto per i prestiti tra banche nel mercato interbancario o per quelli ottenibili dalla banca centrale. Questa funzione dei titoli pubblici è sempre stata presente nei sistemi finanziari moderni: ha però assunto rilevanza nei modelli teorici con la crisi del debito sovrano, quando i titoli di alcuni paesi, ad esempio quelli greci, sono diventati talmente rischiosi da non poter essere più usati come garanzia, inducendo le banche a rivedere il proprio portafoglio titoli (Hildebrand *et al*, 2012).

Un altro motivo che è stato indagato recentemente è quello della *moral suasion*. Durante la crisi il peso dei titoli pubblici nei portafogli delle banche dei paesi con maggiori tensioni sul debito è cresciuto significativamente. Questo fenomeno ha portato gli economisti a formulare alcune ipotesi sul comportamento delle banche durante la crisi e a sottoporle a verifica empirica. Quando il rischio sovrano di un paese cresce, il governo può ricorrere a varie forme di pressione per assicurarsi che il sistema finanziario assorba le nuove emissioni di titoli pubblici. Quest'azione dello stato sul sistema finanziario si configura come una forma di "repressione finanziaria"<sup>4</sup>. Alcuni lavori empirici spiegano l'accumulo di debito pubblico nei bilanci delle banche durante la crisi finanziaria come effetto di un'azione di *moral suasion* da parte dello Stato (Becker e Ivashina, 2017; Ongena *et al*, 2016; De Marco e Macchiavelli, 2016; Altavilla *et al*, 2017). Becker e Ivashina (2017) mostrano in particolare come la propensione a detenere titoli del debito pubblico del proprio paese sia positivamente correlata con l'intensità dell'influenza del governo sulle banche nazionali.

Acharya e Steffen (2015) suggeriscono un altro motivo di accumulo di titoli pubblici durante la crisi: la ricerca di maggior rendimento (*search for yield*), in particolare

---

<sup>4</sup>Il termine *repressione finanziaria* risale ai lavori di Shaw (1973) e McKinnon (1973) e comprende una gamma di politiche che utilizzano il settore finanziario per reindirizzare i risparmi verso il settore statale. Storicamente, il meccanismo principale di repressione finanziaria costituiva una tassa sul sistema finanziario che incanalava il risparmio verso usi privati, determinando un costo artificialmente basso per i finanziamenti dello stato. Pur non riguardando esclusivamente le banche, essa diviene critica quando, in mancanza di risorse aggiuntive da investire, produce uno "spiazzamento" del credito che le banche potrebbero offrire al settore privato.

attraverso operazioni di *carry-trade*. Ad esempio, le banche dell'area dell'euro, scommettendo sulla stabilità dell'area stessa nel medio-periodo, hanno acquistato ingenti quantità di titoli pubblici rischiosi dei paesi periferici sfruttando i fondi a basso costo messi in campo dalla banca centrale. Tale comportamento è stato tra l'altro favorito dall'assetto regolamentare di Basilea III, che non richiede alcun requisito di capitale per i titoli di stato denominati nella valuta del proprio paese: quindi le banche di ciascun paese dell'area dell'euro possono detenere titoli emessi dai paesi dell'area senza bisogno di capitale aggiuntivo.

L'incentivo all'acquisto di titoli con maggior rendimento e in generale all'espansione degli attivi al fine di migliorare la profittabilità della banca, è stato inoltre osservato per le banche meno capitalizzate e con maggior rischio di insolvenza, secondo un meccanismo di comportamento dell'intermediario noto come "gambling for resurrection", che può essere favorito dai meccanismi regolatori (Acharya e Steffen, 2015; Baldursson e Portes, 2013; Crosignani, 2017), in parte riconducibile all'altro meccanismo descritto di seguito.

Un quarto motivo, chiamato *risk shifting*, è stato individuato dagli studi sulla relazione tra quota di titoli pubblici detenuta dalle banche e stabilità finanziaria; secondo tali lavori, si può generare una spirale negativa tra crisi sovrana e settore bancario quando le banche dei paesi con le finanze pubbliche più in difficoltà detengono una maggior quota di titoli pubblici (Acharya *et al*, 2014; Bank for International Settlements, 2011). La detenzione di titoli pubblici rischiosi del proprio paese è una scelta ottimale per la banca: ottiene un maggior rendimento senza sopportarne il rischio, che finisce per essere trasferito sui suoi creditori (Horváth *et al*, 2015). Infatti, allorquando ci fosse una profonda crisi del debito si genererebbe un *bank run* generalizzato (Diamond e Rajan, 2011), indipendentemente dalla quota di titoli pubblici detenuti dalla singola banca. Al tempo stesso è importante evidenziare che la detenzione da parte delle banche di una quota elevata di titoli pubblici del proprio paese non è necessariamente un male per la stabilità finanziaria. Lanotte *et al* (2016) sottolineano come le banche e gli altri intermediari finanziari possano avere un ruolo virtuoso di stabilizzatori della domanda di titoli nei periodi di tensione sul mercato dei titoli di Stato, riducendo gli effetti di panico e la probabilità che una crisi finisca per autorealizzarsi. Altri lavori mostrano invece quanto lo Stato possa avere una maggiore convenienza a ridurre la probabilità ex-ante del default e ripagare il debito, tanto più questo è detenuto dal sistema finanziario domestico, poichè questo incrementa il costo di un fallimento del sistema finanziario stesso (Gennaioli *et al*, 2014; Giordano e Tommasino, 2011).

### 3 Base dati storica 1890-2016

Per questo lavoro si è effettuata un'ampia ricostruzione statistica su un lungo orizzonte temporale dal 1890 al 2016 sia di dati sui bilanci bancari e sui titoli pubblici, sia di serie storiche, operando un raccordo di numerosi archivi e serie pre-esistenti.

Il dataset microeconomico utilizzato nel lavoro comprende più di 40 mila bilanci bancari di fine anno. Le osservazioni coprono un lungo orizzonte temporale, dal 1890 al 2016

e provengono principalmente da tre fonti:

- dall'Archivio Storico del Credito in Italia (ASCI; vedi Natoli *et al*, 2016) per il periodo 1890–1973;
- dalla base dati delle statistiche di Vigilanza raccolte dalla Banca d'Italia e armonizzate con il periodo precedente<sup>5</sup>, per il periodo 1977–2016 (non sono infatti disponibili i dati per gli anni 1974–1976).
- da altri dataset disponibili presso la Banca d'Italia riguardanti la detenzione di titoli pubblici per il periodo 1936-1973.

Nel seguito si dà una breve descrizione dei dati disponibili. Rispetto ad altre ricostruzioni statistiche, riferite a un determinato periodo storico e riconducibili spesso a un'unica fonte (si veda ad esempio la base dati utilizzata da Baubeau *et al* (2021) per studiare le crisi bancarie in Francia durante la Grande Depressione), i dati utilizzati in questo lavoro fanno parte di ricostruzioni molto ampie provenienti da una pluralità di fonti, senza uno specifico obiettivo di ricerca da soddisfare. Per l'ASCI in particolare, che è una base dati pubblicata e accessibile a tutti i ricercatori<sup>6</sup>, si rimanda a Natoli *et al* (2016).

L'ASCI è stato costruito sulla base di circa 40mila bilanci provenienti da fonti diverse: per il periodo 1890-1936 sono principalmente tratti da pubblicazioni ufficiali, quali ad esempio il Bollettino ufficiale delle società per azioni; per il periodo successivo, provengono dagli archivi storici della Banca d'Italia, dove sono custodite le situazioni contabili che le aziende di credito erano tenute ad inviare alla banca centrale, nell'ambito delle sue funzioni di vigilanza.

La rappresentatività del sistema bancario è garantita dalla presenza di un vasto numero di banche, che appartengono alle diverse categorie di istituti creditizi che si sono avvicendate nel tempo e a cui fanno capo ampie quote degli aggregati creditizi italiani. Sono comprese le società ordinarie di credito (SOC), le casse di risparmio (CRO), le banche popolari (BP), le ditte bancarie, i monti di pietà (di prima categoria); sono invece escluse le casse rurali ed artigiane (CRA) e gli istituti di credito speciale (ICS). Il numero di enti creditizi per anno dipende principalmente dalla disponibilità di informazioni nelle fonti storiche. È presente l'intero universo delle casse di risparmio e circa il 70 per cento delle società ordinarie di credito (ad eccezione del 1926); il numero di banche popolari, invece, è variabile: in genere è superiore al 30% (50% dal 1951) ma molto basso tra il 1911 e il 1935. La copertura rispetto agli aggregati creditizi ricostruiti in letteratura (Cotula *et al*, 1996; Garofalo e Colonna, 1999; De Bonis *et al*, 2012) è elevata: supera l'80% sia in termini di depositi che di totale dell'attivo. Al fine di ridurre la variabilità della numerosità campionaria, specialmente per il periodo 1890-1936, abbiamo escluso le osservazioni non presenti per due anni consecutivi.

---

<sup>5</sup>L'armonizzazione segue criteri simili a quelli descritti per la produzione degli aggregati creditizi in De Bonis *et al* (2018).

<sup>6</sup>Per maggiori informazioni si può consultare la sezione Statistiche Storiche del sito della Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/stat-storiche/stat-storiche-microdati/index.html>.

I bilanci sono stati resi confrontabili nel tempo attraverso uno schema contabile uniforme per le principali voci di stato patrimoniale: si tratta di 14 voci dell’attivo (cassa, titoli, prestiti, ecc.) e di 9 del passivo (depositi, capitale, ecc.), a cui si aggiungono il totale dei costi e dei ricavi (cfr. sez. 4, Natoli *et al*, 2016). Lo schema uniforme presente nell’ASCI permette di utilizzare facilmente le voci più importanti dello stato patrimoniale: la loro scomposizione in voci più disaggregate, invece, è possibile solo in alcuni sottoperiodi. Ad esempio, nell’ambito dei valori mobiliari<sup>7</sup> non è disponibile per tutti i bilanci l’informazione sui titoli di Stato e su quelli da esso garantiti<sup>8</sup>. La lacuna più rilevante riguarda gli anni compresi tra il 1928 e il 1935 (Figura 1), quando il dettaglio sui titoli di Stato è presente per le sole casse di risparmio. Anche dopo il 1948 il dato non compare in ASCI: è stato tuttavia ricavato, ai fini di questo studio, da un altro dataset posseduto dalla Banca d’Italia, basato sulle stesse fonti utilizzate dall’ASCI. Per questo periodo più recente si dispone inoltre del totale dei titoli pubblici a valore nominale, che permette di ricostruire in maniera più precisa gli acquisti netti di titoli. I dati precedenti al 1948, invece, sono espressi solamente a valore di bilancio, che coincide generalmente con il prezzo di acquisto dei titoli: non si può escludere che alcune aziende di credito utilizzassero criteri diversi per iscrivere queste poste a bilancio.

I dati per il periodo 1977-2016 provengono, come si è detto, dalla base dati elettronica delle statistiche prudenziali raccolte dalla Banca d’Italia nella sua attività di vigilanza. Dalla metà degli anni Settanta, infatti, le aziende di credito furono tenute ad inviare le proprie situazioni contabili alla Banca d’Italia in formato elettronico. Il dataset include quasi l’intero sistema bancario: sono stati però esclusi gli istituti di credito speciale e le banche di credito cooperativo al fine di preservare la continuità statistica con l’ASCI<sup>9</sup>. I dati presentano elevati livelli di qualità e di dettaglio: ricostruiamo gli stessi aggregati dell’ASCI utili ai fini del lavoro come in De Bonis *et al* (2018), includendo le informazioni sui titoli di Stato, sia a valore di bilancio che a valore nominale.

Complessivamente il dataset impiegato nelle stime econometriche comprende circa

---

<sup>7</sup>È bene sottolineare che nell’ASCI le informazioni sui titoli di Stato non sono contenute solo all’interno della voce valori mobiliari (voce 600): i Buoni ordinari del Tesoro (voce 209), infatti, compaiono come sottovoce del portafoglio insieme alle cambiali, seguendo l’ordine degli schemi contabili dell’epoca. Occorre sottolineare che proprio i Buoni ordinari del Tesoro possono essere causa di errori di misura per taluni bilanci, come ad esempio è spiegato in Cotula *et al* (1996) riguardo ai dati delle maggiori banche durante la Prima guerra mondiale. Ciò nasce dal fatto che alcune fonti presentavano un’unica voce aggregata “Portafoglio” comprendente sia le cambiali che i Buoni ordinari del Tesoro: nel lavoro di ricostruzione della base dati (Cotula *et al*, 1996) si è cercato di scorporare i titoli attraverso stime. Inoltre, la ripartizione tra titoli di Stato a breve e a lungo termine non è sempre facile: in alcuni casi, ad esempio, le aziende pubblicavano una voce “Buoni del Tesoro”, comprensiva sia di quelli ordinari che di quelli poliennali. Per tale ragione nella nostra analisi econometrica ci soffermiamo sul totale dei titoli di Stato, senza distinguerli per durata.

<sup>8</sup>Nel prosieguo, quando utilizzeremo le espressioni “titoli di Stato” e “titoli pubblici” ci riferiremo implicitamente anche ai titoli garantiti dallo Stato. Per un’analisi storica delle emissioni dei titoli di Stato e di quelli garantiti dallo Stato si veda (Barbiellini Amidei *et al*, 2019).

<sup>9</sup>Ad esempio, per il 1977 il dataset copre circa il 68% del sistema bancario in termini di totale dell’attivo: in quell’anno le banche di credito cooperativo pesavano il 9% e gli istituti di credito speciale il 23%.

40 mila osservazioni: la Figura 1 illustra l'evoluzione nel tempo del numero di banche presenti, distinte per la presenza o meno in portafoglio di titoli di stato. Al di là della carenza di dati per gli anni 1928-1935, emerge che a fine Ottocento circa un terzo delle aziende di credito osservate non deteneva titoli pubblici. Dal 1970, il dataset comprende praticamente l'universo degli istituti creditizi considerati, tra cui, come già detto, non fanno parte le casse rurali e artigiane (oggi banche di credito cooperativo) e gli istituti di credito speciale. A partire dal 1999 il numero di osservazioni cala in quanto i dati sono aggregati per gruppo bancario: questo rappresenta meglio, nel periodo più recente, l'unità decisionale del business bancario.

La Tabella 3 mostra le principali variabili di interesse per la nostra analisi. Gli acquisti netti di titoli di Stato sono definiti come differenza rispetto alla consistenza dell'anno precedente e scalati per il totale attivo: fino al 1948 sono basati sui valori di bilancio, in seguito su quelli nominali. Vengono mostrati i rapporti dei titoli pubblici sul totale attivo e sul totale dei titoli e delle partecipazioni detenute. Le disponibilità a vista includono, oltre alla cassa, anche le riserve presso la banca centrale. I depositi comprendono sia quelli a risparmio che quelli in conto corrente. Lo z-score, espresso in logaritmo, è un rapporto, costituito al numeratore dalla somma del ROA (*return on assets*) e del patrimonio scalato per l'attivo e al denominatore dalla deviazione standard del ROA<sup>10</sup>. Lo z-score è una *proxy* della capacità di una banca di sopravvivere ad uno shock negativo sulla redditività: più è elevato, più la banca è solida.

Nell'analisi sono utilizzate alcune variabili macroeconomiche, volte ad identificare il contributo dell'andamento generale dell'economia e dei mercati finanziari alla domanda di titoli:

- Emissioni nette di titoli pubblici su PIL
- Spread tra titoli pubblici e prestiti
- Spread tra titoli pubblici italiani ed esteri
- Deviazione standard del rendimento dei titoli pubblici
- Tasso di inflazione
- Stock di moneta
- Tasso di crescita del PIL

Le serie già disponibili sono state aggiornate mentre, in alcuni casi, è stato necessario effettuare una completa ricostruzione della serie.

La serie delle emissioni nette di titoli pubblici è calcolata come differenza nello stock di titoli pubblici, ricostruito in Francese e Pace (2008); le serie aggiornate al 2016 sono

---

<sup>10</sup>La deviazione standard del ROA per ogni singola osservazione è data dal valore assoluto del residuo di una regressione del ROA su dummy temporali e di banca. Le stime sono state condotte su una *rolling window* di 21 anni; lo z-score è stato poi sottoposto ad una procedura di *winsor* al 5%.



tratte dalla base dati BDS della Banca d'Italia. Il PIL proviene da Baffigi (2015), lo stock di moneta (M0) dal lavoro di Barbiellini Amidei *et al* (2016). I dati sull'inflazione sono tratti da Istat (2016), che ricostruisce il valore storico della moneta dal 1861 ad oggi. Il tasso sui prestiti è quello ricostruito in De Bonis *et al* (2012).

I rendimenti dei titoli pubblici a medio e lungo termine sono stati invece ricostruiti come parte di questo lavoro (Figura 17). Per il periodo 1861-1937 la fonte è Bianchi (1979), da cui è tratto il rendimento della rendita italiana, titolo irredimibile di riferimento per il mercato italiano dei titoli pubblici dalla nascita dello Stato nazionale. Successivamente (1917-1937) il tasso considerato è una media del rendimento della rendita e del prestito nazionale del Littorio. Dal 1938 al 1988, il Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia (Banca d'Italia, 1938-1988) fornisce un rendimento medio ponderato dei principali titoli a lungo termine (titoli del consolidato, titoli redimibili e BTP). Infine, dal 1989 ad oggi si è utilizzata la serie del rendimento ponderato dei titoli di Stato a medio-lungo termine (Rendistato), disponibile nella base dati statistica on line (BDS) della Banca d'Italia<sup>11</sup>

Lo spread sui prestiti è stato calcolato come differenza tra la serie del rendimento dei titoli pubblici e la serie dei tassi sui prestiti concessi dalle aziende di credito. Lo spread con i titoli esteri ha invece richiesto la ricostruzione di una serie del rendimento dei titoli pubblici esteri a lungo termine internazionalmente rilevanti nelle diverse fasi storiche. Per il periodo 1861-1972, la serie di riferimento è quella del rendimento dei titoli a medio-lungo termine del Regno Unito, ricostruita utilizzando le serie disponibili in Homer e Sylla (1996), che raccolgono i tassi di interesse dei principali paesi avanzati a partire dall'inizio del XIX secolo. Per il periodo dal 1973 fino a oggi è stato invece considerato come benchmark internazionale per l'Italia il rendimento dei titoli del debito della Germania. Per il rendimento dei titoli tedeschi la fonte è ancora Homer e Sylla (1996) fino al 1989; successivamente si è utilizzata la serie tratta dalle statistiche internazionali OECD (2017).

## 4 L'emissione di titoli pubblici e il comportamento delle banche: ricostruzione storica ed evidenze statistiche

### 4.1 L'età giolittiana

Nel 1890, primo anno di indagine di questo lavoro, il debito pubblico superava leggermente in volume il PIL italiano (105%, Figura 2) ed era pressoché interamente costituito da titoli pubblici (Figura 3)<sup>12</sup>. Il principale titolo di debito emesso dallo Stato era di natura

---

<sup>11</sup>Le serie storiche dei rendimenti dei titoli di stato italiani sono disponibili nella sezione Statistiche Storiche del sito della Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/stat-storiche/stat-storiche-moneta/index.html>.

<sup>12</sup>I prestiti costituivano solo l'1 per cento del debito pubblico, monete e depositi il 6% (Francesco Pace, 2008): il restante 93% era costituito da titoli.

irredimibile, la cosiddetta “rendita italiana”, che prevedeva la corresponsione perpetua di cedole semestrali<sup>13</sup>. Soltanto il 2% dei titoli pubblici era rappresentato da titoli a breve termine, ossia da Buoni ordinari del Tesoro (Figura 4). Questi ultimi, istituiti in Italia con la legge sarda 12 luglio 1850, n. 1056, erano destinati, fin dalla loro creazione, al finanziamento di temporanee esigenze di cassa, ad esempio in anticipazione del gettito delle imposte: la loro durata non poteva superare i 12 mesi. Nel 1892, su proposta di Luigi Luzzatti<sup>14</sup>, fu introdotto un nuovo strumento, a metà strada in termini di durata tra i titoli a breve e la rendita perpetua: i Buoni del Tesoro a lunga scadenza (successivamente denominati Buoni del Tesoro poliennali), inizialmente quinquennali. Questa tipologia di titoli, che registrò un grande sviluppo nella seconda metà del Novecento, ebbe inizialmente un ruolo quasi trascurabile.

Il sistema bancario all’epoca mostrava in termini di attivo una predominanza delle casse di risparmio, concentrate soprattutto nel Centro-Nord, seguite dalle società ordinarie di credito e dalle banche popolari (A’Hearn, 2005). L’attività prevalente era il risconto cambiario, seguito dai mutui (rilevanti per le casse di risparmio), dai conti correnti e dagli investimenti in titoli di debito (Natoli *et al.*, 2016)<sup>15</sup>. La regolamentazione sugli enti creditizi era alquanto blanda, ad eccezione di quella sulle casse di risparmio (legge 15 luglio 1888, n. 5546), la cui clientela era costituita principalmente da piccoli risparmiatori. Ad esempio le casse erano obbligate a investire i depositi raccolti in attività relativamente sicure, come i titoli di stato. Le banche commerciali invece erano trattate in maniera simile alle imprese non finanziarie. Non vi era necessità di autorizzazioni per istituire o aprire nuove filiali, né vi erano coefficienti patrimoniali obbligatori da osservare. Lo spirito regolamentare favorevole alla libera concorrenza caratterizzò il sistema bancario fino agli anni venti del Novecento.

Presso gli istituti di credito italiani era collocato solo il 5 per cento del totale dei titoli emessi (Figura 5)<sup>16</sup>. Di questo, il 70 per cento era detenuto dalle casse di risparmio, il 18 dalle società ordinarie di credito e il 12 dalle banche popolari (Figura 8). Queste percentuali potrebbero indurre a pensare che le casse di risparmio investissero abitual-

---

<sup>13</sup>Con la legge del 10 luglio del 1861, n. 94 veniva istituito il “Gran libro del debito pubblico del Regno d’Italia”, che unificava i debiti degli stati pre-unitari e stabiliva le regole per l’iscrizione e il pagamento delle rendite. Oltre l’85 per cento di tali debiti fu convertito in rendita consolidata al 5% (De Johannis, 1904), titolo che fino al 1887 rappresentò più dell’80% del debito pubblico complessivo, e ancora il 60% all’inizio della Prima guerra mondiale (Bianchi, 1979).

<sup>14</sup>Economista e politico italiano, fu più volte ministro del Tesoro (1891-92, 1896-98, 1902-05, 1906), divenne ministro dell’Agricoltura, Industria e Commercio con Sidney Sonnino (1909-10) e poi presidente del Consiglio (1910-11).

<sup>15</sup>Un ruolo non trascurabile svolgevano anche le casse di risparmio postale, soprattutto nel Mezzogiorno e gli istituti di emissione che riscontavano ai privati, ma tali intermediari non fanno parte del dataset utilizzato in questo lavoro; si veda A’Hearn (2005).

<sup>16</sup>Non esistono statistiche ufficiali sulla ripartizione della restante 95 per cento in base al settore detentore. In particolare, posto che gli istituti di emissione detenevano piccole quantità di titoli, risulta molto difficile la distinzione tra residenti e non residenti. Infatti era molto diffusa la pratica di acquistare la rendita a Parigi, speculando attraverso l’arbitraggio tra le diverse piazze. Confalonieri (1975) riporta che nel 1896 circa un sesto del debito pubblico era collocato all’estero e che nel 1904 la percentuale era calata al 5%.

mente in titoli pubblici. In realtà, erano soltanto le maggiori a destinare a tale forma di impiego larga parte dei propri attivi (oltre il 20%), con in testa la Cassa di Risparmio delle province lombarde che da sola custodiva il 40 per cento dell'ammontare complessivo di titoli detenuti da istituzioni creditizie. Ben 91 casse di risparmio sulle circa 220 in attività non investivano assolutamente in titoli pubblici. Ciò rifletteva, probabilmente, l'esperienza storica: oltre vent'anni prima, infatti, le casse di risparmio avevano subito ritiri di depositi e gravi perdite a causa del deprezzamento della rendita che aveva fatto seguito all'introduzione del corso forzoso (Clarich, 1984). Avevano dunque maturato la percezione dei titoli di Stato come un investimento rischioso, contrario al perseguimento del loro principale obiettivo: la protezione dei risparmi. Le società ordinarie di credito, invece, maggiormente avvezze a investire in valori mobiliari e con un'attitudine meno avversa al rischio rispetto alle casse di risparmio, tendevano ad investire di più in titoli di Stato (Figura 13). È interessante notare come, d'altro canto, tra le grandi società ordinarie di credito non si osservassero quote di titoli pubblici su attivo tanto elevate quanto quelle delle grandi casse di risparmio: nel caso della Società Generale di Credito Mobiliare, ad esempio, la percentuale era attorno al 7 per cento. Il possesso di titoli di Stato risultava inoltre più elevato tra le banche operanti nelle città capoluogo di provincia (Figura 15): nelle zone periferiche, invece, prevaleva un'attività più tradizionale, basata sulle erogazioni di mutui e sullo sconto di cambiali. L'ultimo decennio dell'Ottocento viene ricordato per lo scoppio della più grave crisi finanziaria dell'età liberale in Italia: il sistema di emissione ne uscì profondamente trasformato, le maggiori due banche commerciali fallirono. L'avversa congiuntura economica di inizio anni '90 e l'aumento del debito per la crescita delle spese coloniali avevano portato ad un innalzamento del rapporto debito/Pil, che toccò il 125 per cento nel 1894 (Figura 2), mettendo a dura prova la credibilità dei titoli di Stato (Fausto, 2005, p. 84; Artoni, 2005, p. 66). La crisi della finanza pubblica di fine Ottocento fu affrontata con grande determinazione, puntando al pareggio di bilancio attraverso la riduzione del divario tra spese e entrate. Gli interventi però furono rivolti non solo al contenimento del debito, ma anche alla modifica delle forme di collocamento. Ad esempio, con la legge dell'8 agosto 1895, n.486, si stabiliva che non meno della metà dei fondi della Cassa Depositi e Prestiti dovesse essere destinata a titoli di Stato. Furono introdotti importanti incentivi che miravano a trovare nelle casse di risparmio una controparte stabile e sicura per il finanziamento dei debiti a breve termine: in particolare, con il R.D. 12/12/1895, n. 693, si offriva alle sole casse un tasso sui Buoni ordinari del Tesoro maggiorato di 25-35 punti base. Sempre per incentivare la sottoscrizione di titoli furono utilizzati anche sgravi fiscali. Nel 1890 furono emesse obbligazioni ferroviarie esentasse; nel 1894 avvenne lo stesso per due nuovi prestiti irredimibili; nel 1895 furono esentati i Buoni del Tesoro. Coesistevano dunque titoli pubblici sottoposti a tassazione come la rendita<sup>17</sup> e titoli esenti.

Gli effetti degli incentivi emergono chiaramente osservando la quota di titoli a breve detenuti dagli istituti di credito, che dal 15 per cento del 1890 arrivò a sfiorare il 60% a metà del decennio. Il cambiamento fu trainato dalle casse di risparmio, verso le quali erano

---

<sup>17</sup>Gli interessi della rendita erano sottoposti all'imposta sulla ricchezza mobile con un prelievo alla fonte fin dal 1868.

diretti gli interventi statali: se nel 1890 metà di esse investiva meno dell'un per cento del proprio attivo in titoli del debito pubblico, dieci anni più tardi la percentuale era salita al 9%. Oltre agli incentivi, influì sulle scelte di portafoglio delle casse la difficoltà di trovare un impiego alternativo agli ingenti flussi di depositi che, a causa della crisi, fuggivano dalle banche più rischiose. L'investimento in titoli pubblici divenne impressionante per le grandi casse di risparmio: nel 1900 la percentuale sull'attivo superava generalmente il 50 per cento. Nelle altre categorie di banche, invece, la quota di titoli di Stato sull'attivo non aveva subito sostanziali modifiche: anche le maggiori società ordinarie di credito, ossia la Banca commerciale e il Credito italiano, mantenevano una quota inferiore al 5 per cento. Il graduale miglioramento delle condizioni dei conti pubblici pose le basi per il famoso successo della conversione della Rendita nel 1906, dal 5 al 3,5%: tale operazione riguardò 8 miliardi di lire, ossia il 60 per cento del debito pubblico italiano, e contribuì a rendere *risk-free asset* nella percezione dei mercati i titoli pubblici italiani. L'ottimo standing dei titoli veniva recepito anche in sede legislativa: l'introduzione della riserva obbligatoria prevista dalla proposta di legge Cocco-Ortu<sup>18</sup> si traduceva nell'obbligo di investire in titoli pubblici una quota dei depositi raccolti (Confalonieri, 1982). Nella Relazione della Giunta generale del Bilancio sul disegno di legge Nitti del 1913 (Bonelli, 1991) si affermava che i titoli di Stato o da esso garantito rappresentavano una forma di tutela per i risparmiatori in quanto erano "facilmente realizzabili" o comunque utili per ottenere anticipazioni. Il legislatore era però consapevole che l'introduzione di un simile vincolo potesse indurre gli istituti di credito ad investire in attività più rischiose per controbilanciare la bassa redditività dei titoli pubblici: si fissava pertanto il rapporto tra titoli e depositi al 20 per cento, un livello considerato sufficientemente basso per evitare tali comportamenti. Seppure la proposta di legge fosse stata avanzata al fine di contrastare l'accumulazione dei rischi nel settore bancario, emersi con la crisi del 1907, non si può negare che rendesse più facile e stabile il collocamento della rendita. Il dibattito interessò il mondo politico per diversi anni ma non si giunse all'approvazione di alcuna normativa.

Alla fine del primo decennio del Novecento, il rapporto tra debito e PIL era sceso sotto il 100% ed era costituito da titoli per circa l'80 per cento<sup>19</sup>. Di questi, la quota collocata presso le banche italiane era salita al 10% (Figura 5). Persisteva la predilezione delle casse di risparmio per i titoli di Stato (Figura 13): al di là degli incentivi messi in campo dal Tesoro per favorire il collocamento del debito presso le casse, era l'ottimo grado di fiducia di cui godeva lo Stato italiano sui mercati internazionali che le convinceva a destinare ai titoli pubblici percentuali sempre più elevate dei propri attivi. L'investimento in rendita pubblica permetteva all'occorrenza di disporre di mezzi liquidi, a differenza di altre forme di impiego, considerate ugualmente sicure ma meno liquide, quali i mutui ipotecari (Pantaleoni, 1924). È interessante osservare nella Figura 12 come il portafoglio titoli subì una notevole ricomposizione a favore dei valori emessi dallo Stato<sup>20</sup>.

<sup>18</sup>Maggiori dettagli sul progetto Cocco-Ortu e sulle successive proposte in Bonelli (1991), pp. 278-298, doc. 10, Relazione della Giunta generale del Bilancio sul disegno di legge Nitti del 19 febbraio 1913.

<sup>19</sup>La quota del debito costituita da monete e depositi era salita al 17% (Francese e Pace, 2008).

<sup>20</sup>Occorre però considerare che per la maggior parte delle banche il portafoglio titoli rappresentava

## 4.2 La Prima guerra mondiale

La partecipazione dell'Italia alla Prima guerra mondiale determinò un' impressionante espansione della spesa pubblica, che fu finanziata per un terzo dalle imposte e per la restante parte da debito pubblico (Toniolo, 1989). Un' ampia quota dell'aumento del debito fu costituita da prestiti contratti all'estero, specialmente in Gran Bretagna e negli Stati Uniti. Non si possono comunque sottovalutare le risorse messe in campo in Italia da famiglie, imprese e istituti di credito attraverso l'acquisto di titoli pubblici. Il collocamento presso le famiglie (difficilmente quantificabile) fu probabilmente mosso, oltre che dallo spirito e dalla propaganda patriottica, dall'illusione monetaria. La sottoscrizione da parte delle imprese, invece, fu favorita da due fattori: da un lato l'offerta quasi illimitata di anticipazioni su titoli di Stato da parte degli istituti di emissione a condizioni estremamente vantaggiose; dall'altro lato, l'accordo tacito che, se non fossero sorte difficoltà nel collocamento del debito, le imposte non sarebbero state aumentate (Toniolo, 1989). Un ruolo significativo fu svolto dagli istituti di credito, la cui quota di titoli pubblici sul totale di quelli emessi salì dal 10,6% del 1913 al 13,2% nel 1919 (Figura 5). Al consorzio di garanzia per il collocamento del Primo Prestito Nazionale (Consorzio finanziario e bancario, previsto dall'art. 6 del RD 19 dicembre 1914, n. 1371), capitanato dalla Banca d'Italia, parteciparono più di 200 enti bancari. Tuttavia, su un miliardo di lire di titoli offerti nel gennaio 1915, ne furono collocati 881 milioni: la restante parte fu assunta dai membri del consorzio. La sottoscrizione, anche quando dovuta al fallito collocamento finale, era comunque facilitata dal comportamento degli istituti di emissione, che largheggiavano nel risconto e nelle anticipazioni. D'altro canto, fu efficace l'azione di *moral suasion* della Banca d'Italia affinché le banche sostenessero lo sforzo bellico acquistando titoli pubblici e rinnovandoli a scadenza. Ad esempio, in una lettera del settembre 1915 al Ministro Carcano, Stringher affermava che era possibile convincere Comit e Credit a rinnovare i propri Buoni del Tesoro ma era necessario che la Banca d'Italia accordasse loro delle anticipazioni (Toniolo, 1989, doc. 2). Un altro esempio di *moral suasion* si ritrova in occasione dell'emissione del Quinto Prestito Nazionale: furono molto probabilmente le pressioni di Nitti sulle banche a permettere il raggiungimento degli obiettivi di collocamento (Toniolo, 1989).

Nel complesso, durante la Prima guerra mondiale i titoli pubblici detenuti dalle banche crebbero fortemente, ad un ritmo simile a quello del debito pubblico complessivo (Figura 9). La maggior parte delle casse di risparmio arrivò ad investire non meno del 40% delle proprie risorse in titoli pubblici. Proprio in quegli anni anche le banche popolari, che fino a quel momento non avevano investito in maniera diffusa in titoli di Stato, ne aumentarono la quota (Figura 13). A livello aggregato, però, furono le due maggiori banche del Paese, ossia la Banca Commerciale e il Credito Italiano, ad ampliare fortemente il proprio sostegno allo Stato, anche grazie all'eccezionale dinamica delle risorse da esse raccolte negli anni della guerra: la quota di titoli pubblici da esse detenuti sul totale del sistema bancario passò dal 3 al 29 per cento tra il 1913 e il 1916, modificando pro-

---

meno del 5 per cento dell'attivo.

fondamente la ripartizione per categoria giuridica dei titoli pubblici detenuti da istituti di credito (Figura 8).

Diverse ragioni possono spiegare la dinamica della presenza dei titoli pubblici nei bilanci bancari: 1) le pressioni del governo e della Banca d'Italia per l'acquisto di titoli di Stato e il loro rinnovamento a scadenza; 2) la partecipazione ai consorzi di collocamento e l'acquisizione in portafoglio dei titoli invenduti; 3) l'aumento delle risorse disponibili (sia depositi sia risconti e anticipazioni da parte degli istituti di emissione) non corrisposto da un adeguato aumento delle possibilità di impiego.

Va sottolineata, con riferimento al periodo bellico, la crescita dei titoli a breve, più apprezzati dal mercato in un momento di grande incertezza: questi toccarono il 20 per cento dei titoli emessi (Figura 4). Per riuscire a finanziare l'enorme debito fluttuante furono innalzati i tassi dei Buoni ordinari del Tesoro, facendo calare di conseguenza anche i corsi dei consolidati; ciò arrecò rilevanti perdite per le banche, costituendo forse una delle concause dei dissesti bancari degli anni Venti (Ministero delle Finanze, 1942)<sup>21</sup>.

### 4.3 Il periodo tra le due guerre

Uscita dalla guerra, l'Italia si trovò con un enorme debito pubblico: superava il 150 per cento del Pil. A destare timori sulla capacità dello Stato di ripagare il debito era anche la forte crescita della parte a breve termine: i BOT emessi erano passati da 401 milioni a 22 miliardi di lire. Inoltre, la tensione sulle finanze pubbliche era pure dovuta alla necessità di collocare il debito all'estero, specie negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, in presenza di una forte svalutazione della lira: il debito estero raggiunse un livello quasi pari a quello interno (Fausto, 2005, p. 89; Artoni, 2005, p. 67).

Per ovviare ai problemi insiti nella breve scadenza del debito pubblico, si operarono numerosi tentativi, spesso fallimentari, di conversione dei titoli. Ad esempio, nel 1924 l'operazione di conversione dei Buoni ordinari del Tesoro in titoli venticinquennali naufragò. Nel 1926 si decise pertanto di ricorrere ad una conversione forzata dei Buoni quinquennali e settennali (volontaria per i novennali) in consolidato al 5% (il cosiddetto prestito del Littorio). L'operazione, per quanto efficace nell'allungare le scadenze per le casse pubbliche, non ebbe successo nella misura in cui il corso dei titoli pubblici si ridusse fortemente, segno della perdita di fiducia nel debito dello Stato. Si crearono enormi perdite nei bilanci delle casse di risparmio, dei monti di pietà ed in genere degli istituti di credito che avevano impieghi ingenti in tali valori mobiliari. Come riportato nel "Rapporto Cotticelli" (Ministero delle Finanze, 1942), le perdite furono dissimulate consentendo una valutazione di bilancio dei titoli non conforme alla effettiva quotazione<sup>22</sup>. Tra gli altri risvolti negativi della conversione forzata del 1926, occorre segnalare l'incapacità del

---

<sup>21</sup>È anche importante considerare che dopo il fallimento della Banca italiana di sconto dovettero essere assorbiti 175 milioni di titoli di Stato da essa detenuti.

<sup>22</sup>È interessante notare che nel nuovo schema di bilancio predisposto nel 1928 per le società ordinarie di credito fu eliminata la voce sui titoli di Stato. D'altro canto, questa maggior opacità nei bilanci difficilmente può esser interpretata come un tentativo di nascondere l'impatto negativo arrecato dalla conversione forzata: il dato doveva esser invece evidenziato nei bilanci ufficiali delle casse di risparmio, che detenevano molti titoli pubblici.

Tesoro per circa 10 anni di emettere Buoni ordinari del Tesoro. Per il finanziamento a breve si fece sempre più ricorso, dunque, alla Cassa Depositi e Prestiti, attraverso il conto corrente con il Tesoro.

Questi furono anni cruciali per lo sviluppo del sistema bancario nazionale. Come già spiegato, prima del 1926 la regolamentazione bancaria era stata particolarmente blanda. Questa lunga fase di *free-banking* era stata però caratterizzata da numerose crisi bancarie (anni Novanta dell'Ottocento, 1907, anni Venti del Novecento), che avevano indotto il legislatore ad adottare nel 1926 una prima legge di regolamentazione dell'attività bancaria (RD 1511, 7/9/1926; RD 1830, 6/11/1926; Toniolo, 1993). I fallimenti bancari durante la Grande Depressione portarono a riforme ancor più profonde tra il 1936 e il 1938: con l'emanazione della Legge Bancaria del 1936 (RDL 12 marzo 1936, n. 375) fu definito un nuovo quadro regolamentare, che rimase sostanzialmente stabile, per oltre cinquant'anni (Barbiellini Amidei e Giordano, 2014). La Banca d'Italia assunse importanti poteri di vigilanza, incluse l'autorizzazione alla creazione di banche, all'apertura di filiali, alle operazioni di fusione e acquisizione; nonché la facoltà di revocare la licenza alle banche la cui dotazione patrimoniale fosse giudicata insufficiente. Vi erano restrizioni sulle aree geografiche in cui le banche potevano operare, sulla durata dei finanziamenti e sui settori a cui potevano essere erogati. Buona parte del settore bancario divenne di proprietà statale; inoltre, le banche dovevano aderire a un cartello bancario, che fissava i tassi di interesse sui depositi (Albareto, 1999).

Con la legge bancaria del 1926 i titoli di stato mantennero il proprio ruolo di *risk-free asset*, nonostante l'esperienza delle forti perdite subite dalle casse di risparmio dopo la conversione forzosa. La legge prevedeva infatti che quando i depositi superavano di 20 volte il patrimonio, l'eccedenza doveva essere depositata presso l'Istituto di emissione, o in contanti o in titoli emessi o garantiti dallo stato. La riforma trovava le sue radici nella vecchia proposta di legge Cocco-Ortu, che finalmente, dopo l'esperienza dell'instabilità finanziaria post-bellica, aveva raccolto il consenso necessario per la sua approvazione. Tuttavia, arrivando con 15 anni di ritardo, rispecchiava una realtà che ormai era profondamente mutata. Ne è un esempio la disposizione riguardante la riserva obbligatoria: i titoli pubblici non godevano più di quel grado di stabilità dei corsi e liquidità che li avevano caratterizzati nel primo decennio del Novecento, eppure venivano elevati dalla legge al rango di *risk-free asset* ed equiparati, ai fini della riserva, ai contanti. Intervenendo nel dibattito che avrebbe portato alla legge sopra citata, Pantaleoni (1924) metteva in guardia dall'obbligare le istituzioni creditizie ad acquistare titoli di Stato: riportava l'esempio a fine Ottocento delle casse di risparmio francesi e inglesi che, costrette per legge ad investire in valori pubblici, avevano attraversato serie difficoltà a seguito della caduta dei loro corsi. Non si può al tempo stesso ignorare che la riforma approvata offrì allo Stato un utile strumento al fine del collocamento dei propri titoli.

Gli anni Venti segnarono anche un cambiamento sotto il profilo impositivo. Il R.D. 30 dicembre 1923, n. 3062, che introdusse l'imposta complementare sul reddito delle persone fisiche, eliminò le distorsioni di trattamento fiscale tra le diverse tipologie di titoli di Stato: divennero tutti esenti dalle imposte reali (quelle che gravano su tutti i possessori, indipendentemente dal reddito) e assoggettati a quelle personali. Pertanto gli

interessi entravano a far parte del reddito complessivo del proprietario e su questo gravava l'imposta complementare. Tuttavia, la dichiarazione fu ampiamente evasa per decenni (Di Majo e Franco, 1987).

Dal 1928 al 1935, a fronte di una riduzione del debito pubblico, il tasso di crescita dei titoli pubblici detenuti dagli enti creditizi rimase positivo: la loro quota complessiva salì dal 7 al 18 per cento (Figura 5). Non è possibile conoscerne precisamente la dinamica durante gli anni della Grande Depressione, in quanto nelle fonti relative alle società ordinarie di credito non è possibile distinguere i titoli privati da quelli pubblici<sup>23</sup>. Tuttavia, restringendo l'attenzione sulle restanti categorie di aziende bancarie (che rappresentavano circa il 75 per cento del mercato in termini di depositi), la quota crebbe molto tra il 1931 e il 1933: tra le motivazioni della detenzione di titoli di Stato, in un lavoro redatto dal Servizio Studi della Banca d'Italia viene segnalata – per le casse di risparmio – la difficoltà di trovare impieghi alternativi a breve scadenza (Banca d'Italia, 1938). È anche possibile che a incidere sugli acquisti fosse la pressione del Governo che incontrava difficoltà crescenti di collocamento: alle emissioni di titoli novennali nei primi anni Trenta seguì il pesantissimo insuccesso della conversione del 1934<sup>24</sup>.

Nel 1935, con la guerra d'Etiopia e poi le conseguenti sanzioni decise dalla Società delle Nazioni, si inaugurò una fase di forte tensione sulle finanze pubbliche. Furono realizzate spese e politiche tipiche di un'economia di guerra (Salvemini e Zamagni, 1993), che durarono fino alla caduta del regime fascista nel 1943: ricordiamo in particolare il crescente intervento dello Stato nell'attività economica indirizzata all'autarchia, l'intervento militare a fianco della dittatura franchista in Spagna, l'occupazione dell'Albania e la preparazione alla Seconda guerra mondiale. L'aumento delle spese non fu coperto dalle entrate: nel periodo compreso tra gli esercizi finanziari 1935-36 e 1939-40 le spese superarono le entrate di oltre 70 miliardi (Fausto, 2005, p. 98). Per finanziare il debito in un periodo in cui le finanze italiane godevano di scarsa reputazione fu necessario ricorrere a metodi forzosi. Ad esempio, in occasione della guerra in Etiopia, il Governo obbligò i proprietari di immobili (imprese e privati cittadini) all'acquisto di titoli per un ammontare pari al 5 per cento del valore dei loro possessi. Anche in questo caso, le banche svolsero un ruolo di supporto allo Stato: per evitare che i proprietari si trovassero in carenza di liquidità, veniva stabilito un tasso massimo al quale si potevano ottenere anticipazioni finalizzate all'acquisto di tali titoli (R.D.L. n. 1743, 5 ottobre 1936-XIV).

In questa fase di tensione, le casse di risparmio furono colpite dalla svalutazione dei titoli pubblici, aggravata dall'introduzione dell'imposta cedolare sui titoli al portatore: vi furono forti perdite in conto capitale e una riduzione degli attivi (Banca d'Italia, 1938). Per tale ragione, fu autorizzato l'ammortamento graduale delle quote di svalutazione dei titoli; molte casse, tuttavia, non si avvalsero di questa possibilità e preferirono intervenire subito, riducendo il patrimonio. Nonostante i vari episodi che, nel giro di circa un de-

---

<sup>23</sup>Dal 1929 al 1935 le serie aggregate, presenti in letteratura, sui titoli pubblici detenuti dalle aziende di credito includono in realtà anche i titoli privati posseduti dalle società ordinarie (escluse le partecipazioni).

<sup>24</sup>Le difficoltà di collocamento degli anni precedenti indussero il governo a offrire forti incentivi non solo di natura fiscale per la sottoscrizione del prestito irredimibile del 1935: il Consorzio di sottoscrizione si impegnavano a sostenere il corso del titolo, dunque ad aumentare gli acquisti in caso di svalutazione.



cennio, avevano mostrato i rischi connessi all'investimento in titoli pubblici, la maggior parte delle casse di risparmio continuava a destinare più di un quinto del proprio attivo in tali valori mobiliari (Figura 13).

#### 4.4 La Seconda guerra mondiale e la stabilizzazione

Con lo scoppio della Seconda guerra mondiale, mentre calava rapidamente il peso dei titoli sul totale del debito pubblico (Figura 3), cresceva sempre di più la quota di quelli a breve scadenza che, in assenza di titoli indicizzati, trovavano più facile collocamento nel clima rovente dell'inflazione bellica (Figura 4). Proprio al fine di contenere l'inflazione, si adottò la tecnica del "circuito dei capitali" o "circuito monetario" (Borgatta, 1946), che implicava il blocco di qualsiasi forma di investimento ad eccezione di quelli in titoli pubblici e depositi bancari; le banche erano poi tenute a investire i depositi raccolti in titoli di Stato. Per tale ragione la quota di titoli pubblici detenuti dalle aziende di credito crebbe, raggiungendo il 33 per cento nel 1944 (Figura 5), con una netta prevalenza di quelli a breve (Figura 6). Se in termini aggregati furono le banche di interesse nazionale e gli istituti di diritto pubblico a dare il maggior contributo negli acquisti durante la guerra (Figura 8), anche le casse di risparmio e le banche popolari svolsero un ruolo rilevante: come ai tempi della Prima guerra mondiale, metà di esse investiva in titoli pubblici più del 40 per cento dei propri attivi, mentre le società di credito si collocavano su percentuali inferiori (Figura 13). È possibile che questa scelta fosse anche legata alle scarse opportunità di impieghi alternativi.

L'inflazione bellica aveva determinato il crollo del rapporto tra debito pubblico e PIL, sceso dal 114% del 1942 al 25% del 1947, riducendo drasticamente le risorse da destinare al pagamento degli interessi. La parte di debito fluttuante risultava molto alta (75% nel 1950). Ci furono vari tentativi di allungamento delle scadenze, ad esempio attraverso il Prestito Soleri e quello della Ricostruzione, ma in fin dei conti la questione non suscitava eccessive preoccupazioni, sia per via dei ridotti volumi, sia perché il debito era in buona parte in mano alle banche.

Alla fine della guerra le banche detenevano circa il 30% dei titoli in circolazione (Figura 5): la modifica della riserva obbligatoria nel 1947 ne aumentò ancora di più la domanda. La riforma era nata al fine di bloccare la spirale inflazionistica ma giocò un ruolo importante nel favorire il collocamento dei titoli, molto più di quanto avvenuto con la legge del 1926. La vecchia normativa prevedeva la destinazione a riserva obbligatoria dei fondi oltre un rapporto tra depositi e patrimonio di 20: tuttavia, a causa dell'inflazione bellica, i depositi erano cresciuti molto più rapidamente dei patrimoni<sup>25</sup>. La nuova norma inoltre richiedeva alle aziende di credito di accantonare il 40% di ogni incremento di depositi a partire dal 30 settembre 1947, fino a che la riserva raggiungesse il 25% del totale dei depositi<sup>26</sup>. Tale riserva poteva esser costituita da titoli di Stato o

<sup>25</sup>Il capitale di alcuni grandi istituti che ascendeva ad un quarto dei depositi nel 1907 ne costituiva un dodicesimo venticinque anni dopo (La Francesca, 2004).

<sup>26</sup>Il legame con il patrimonio rimase nella nuova normativa: le banche che avevano un rapporto depositi/patrimonio inferiore a 10 non avevano obblighi di riserva (Albaretto e Trapanese, 1999).

da esso garantiti: diveniva dunque una fonte stabile di finanziamento del debito. Erano esentate dall'obbligo le casse di risparmio e i monti di pietà, che già investivano molto in titoli pubblici oltre che in finanziamenti ai comuni (l'esenzione fu cancellata nel 1958), e le banche di credito cooperativo, che già dal 1932 erano tenute ad accantonare a riserva il 10% dei propri depositi. Le aziende di credito reagirono all'intervento normativo acquistando, a fini di riserva, specialmente titoli a media e lunga scadenza, che garantivano un rendimento superiore a quello dei BOT e del contante a riserva: in pochi anni la quota di titoli a medio e lungo termine detenuta dalle banche salì rapidamente dal 10 al 20 per cento, giungendo attorno al 30% nei primi anni Cinquanta (Figura 7). Complessivamente, le casse di risparmio finirono per perder il ruolo di principale controparte dello Stato nel collocamento dei titoli pubblici: come si può vedere nella Figura 8, se a metà degli anni Trenta ne detenevano il 50%, alla fine degli anni quaranta solo il 15%, sostituite in particolare dalle banche di interesse nazionale e dagli istituti di diritto pubblico.

## 4.5 L'epoca di Bretton Woods

Al fine di ampliare la domanda di titoli di stato a breve termine, il Comitato interministeriale per il Credito e il Risparmio stabilì nel gennaio 1953 che solo i buoni ordinari del Tesoro potevano esser usati, insieme al contante, nel computo della riserva. Per quanto il contributo delle aziende di credito all'assorbimento di titoli pubblici avesse raggiunto i livelli più elevati da inizio secolo (circa 40%), il peso sui bilanci bancari era sceso notevolmente dai massimi toccati durante la Seconda guerra mondiale: circa metà delle aziende investiva in titoli pubblici meno del 10% del proprio attivo (Figura 11). Da un lato la riduzione della quota era guidata dalla forte crescita degli attivi bancari registrata nel dopoguerra<sup>27</sup>. Dall'altro, avevano iniziato a prendere spazio, all'interno dei titoli di proprietà, altri tipi di obbligazioni, in particolare quelle emesse dagli istituti di credito speciale (ICS), che poi divennero predominanti durante gli anni Sessanta (Barbiellini Amidei *et al*, 2019).

Lo sviluppo degli ICS nel dopoguerra rispondeva all'urgenza di colmare il vuoto lasciato dalla fine delle banche miste nel finanziamento degli investimenti a lungo termine delle imprese, dati gli ingenti fabbisogni connessi alla ricostruzione, alla riconversione produttiva e all'ammodernamento degli impianti. Furono create *sezioni speciali* degli istituti di credito di diritto pubblico al fine di erogare i fondi messi a disposizione dallo Stato per lo sviluppo dell'industria. Altri organismi di credito industriale sorsero invece come istituti autonomi, dotati di propria personalità giuridica distinta da quella delle banche promotrici e conferenti il capitale iniziale. È questo il caso di Mediobanca, costituita dalle tre banche di interesse nazionale nel 1946, o di Centrobanca, costituita dalle banche popolari. Gli ICS, che erano sei al momento del varo della legge bancaria, divennero 17 nel 1950 e 30 alla fine degli anni Cinquanta. Il credito da essi concesso, in rapporto al totale dei prestiti a imprese e famiglie, salì da circa il 7 per cento nella seconda metà degli anni Trenta al 19 per cento nel triennio 1951-53 e al 24,5 nel sessennio 1954-59,

---

<sup>27</sup>Dal secondo dopoguerra all'inizio degli anni Settanta il rapporto tra prestiti e PIL passa dal 20 al 70 per cento circa (De Bonis *et al*, 2012).

per arrivare a circa il 30 per cento nella seconda metà degli anni Sessanta (Cotula, 1999; Barbiellini Amidei *et al.*, 2012).

Mentre cresceva la rilevanza dei titoli emessi dagli ICS, i titoli di Stato, e in particolare i buoni ordinari e poliennali del Tesoro, venivano principalmente usati per la riserva o come strumento di garanzia. La caduta del peso dei titoli di Stato sul totale del portafoglio titoli divenne particolarmente evidente nella seconda metà degli anni Cinquanta, come si può vedere nella Figura 12. Furono soprattutto le casse di risparmio ad esprimere preferenza per i titoli degli ICS, investendo sempre meno in titoli di Stato.

I BOT venivano emessi “a rubinetto” – ossia in quantità illimitate a tasso fisso –, su richiesta delle banche, che arrivarono nel 1960 a detenere il 90% del totale dei BOT emessi. I volumi all’interno dei bilanci bancari divennero molto elevati, ma anche instabili: le banche infatti potevano modificare liberamente la quota di BOT detenuti a riserva obbligatoria<sup>28</sup>. A fronte di un aumento improvviso dei depositi, i BOT rappresentavano per le banche un ottimo sostituto degli impieghi verso le imprese<sup>29</sup> e in tal modo per le autorità monetarie si riequilibrava l’eccesso di liquidità. Diversamente, quando la domanda di BOT da parte delle banche era bassa, lo Stato poteva utilizzare il conto corrente del Tesoro presso la Banca d’Italia per soddisfare le esigenze di cassa. In tal modo il Tesoro finiva per non avere pieno controllo sulle proprie forme di finanziamento; inoltre, la piena libertà nell’utilizzo dei BOT ai fini della riserva obbligatoria rendeva meno dipendenti le banche dalla politica monetaria. Si giunse così alla riforma del 1962, con la quale fu introdotto il sistema delle aste a base fissa, cioè partendo da un tasso minimo dichiarato (Buttiglione e Prati, 1991), basato su emissioni mensili dipendenti dalle effettive necessità di cassa del Tesoro. Le scadenze furono unificate a 12 mesi e furono separati i BOT “liberi”, assegnati con asta marginale, da quelli utili per la riserva obbligatoria, remunerati al tasso ufficiale di sconto. Inoltre, al fine di evitare un’eccessiva variabilità nelle fonti di finanziamento del Tesoro, furono introdotti vincoli sulla quota di riserva obbligatoria da tenere sotto forma di titoli pubblici a breve termine. Queste modifiche non furono sufficienti a creare un vero mercato dei BOT, tanto che la Banca d’Italia fino al 1969 dovette impegnarsi a rinegoziarli senza sovrapprezzo (acquisto e vendita senza limiti, a prezzi corrispondenti al tasso ufficiale di sconto).

Nel corso degli anni Sessanta nei bilanci delle aziende di credito la quota di attivo investita in titoli pubblici continuò a declinare: la mediana scese attorno al 5 per cento (Figura 11). Diverse erano le ragioni: la crescita delle obbligazioni emesse dagli ICS, più remunerative; la riduzione della riserva obbligatoria nel 1961, dal 25 al 22,5%; la minor attrattiva dei BOT come strumento di investimento di liquidità inattesa. Il loro peso all’interno del portafoglio titoli passò nel corso di un decennio dal 70 al 30 per cento (Figura 12). Complessivamente, però, le aziende di credito in quel periodo assorbono la

---

<sup>28</sup>Ad esempio, nella Relazione annuale della Banca d’Italia sul 1957 si afferma che le banche, di fronte alla necessità di liquidità, destinarono a riserva una parte dei titoli che avevano liberi in portafoglio, al fine di svincolare contanti (Banca d’Italia, 1958).

<sup>29</sup>I depositi, che erano aumentati fortemente dall’ultimo trimestre del 1957, “non [avevano] trovato impieghi di natura commerciale”: ciò spiegava la forte crescita dei BOT detenuti dalle banche nel 1958 (Banca d’Italia, 1959). Si era assistito a una sostituzione tra Banca d’Italia e aziende di credito nel finanziamento dei titoli a breve.

più elevata quota di titoli pubblici nell'intera storia italiana: nel 1965 giunsero a toccare ben il 60 per cento del totale (Figura 5); occorre comunque sottolineare che la parte di debito pubblico finanziata attraverso titoli era scesa notevolmente, fino al 26% del 1973<sup>30</sup>. Le aziende di credito coprivano circa il 90% dei titoli a breve e il 30% di quelli a medio e lungo termine; di questi ultimi divenne una importante acquirente, dalla seconda metà degli anni Sessanta, la Banca d'Italia che, nel tentativo di stabilizzarne i corsi<sup>31</sup> aveva sottoscritto importanti tranche di titoli invenduti (quelli del Piano Verde nel 1966, quelli per l'edilizia scolastica del 1967).

## 4.6 Gli anni Settanta e il vincolo di portafoglio

Gli anni Settanta videro cambiare totalmente l'intero sistema finanziario internazionale, nato con la conferenza di Bretton Woods, che aveva retto l'economia dei paesi occidentali dalla fine della Seconda guerra mondiale. I riflessi di questo cambiamento epocale si possono leggere anche analizzando il ruolo delle banche nel finanziamento del debito pubblico italiano. Nel 1971 la mediana del rapporto tra titoli di Stato e totale dell'attivo raggiunse il minimo da inizio secolo, il 3%: alla fine del decennio era risalita al 10% (Figura 11)<sup>32</sup>. In particolare, si vede nella figura 12 che i titoli di Stato avevano rimpiazzato altre tipologie di valori mobiliari: il peso sui titoli di proprietà era raddoppiato, dal 20 al 40% circa. A incidere sulle scelte di investimento in titoli da parte delle aziende di credito furono certamente, oltre alla ricerca di rendimento, due importanti modifiche normative: il vincolo di portafoglio e il massimale sui prestiti.

In risposta allo shock petrolifero, la politica economica ricorse ai controlli amministrativi, in particolare sul sistema bancario. Il vincolo di portafoglio fu introdotto nel 1973 al fine di preservare l'equilibrio tra bilancia dei pagamenti, inflazione e crescita interna, costringendo le banche a investire in titoli di Stato o garantiti dallo Stato fisso una quota degli incrementi di depositi<sup>33</sup>. L'aumento del tasso di sconto in risposta allo shock petrolifero aveva scardinato l'intera struttura dei tassi, rendendo quelli a breve termine più elevati di quelli a lungo. Non esisteva alcun sistema di incentivi capace di far sì che le banche continuassero a mantenere in portafoglio titoli pubblici a medio e lungo termine: potevano essere solamente obbligate a farlo. Si aprì così una stagione in cui la presenza di titoli nei bilanci delle banche dipendeva per lo più da decisioni imposte dalle autorità monetarie. È vero che anche in precedenza non vi era piena autonomia: ampie quote di titoli pubblici erano assorbite da istituti creditizi controllati dallo Stato e che quindi potevano subire pressioni, almeno indirettamente, in base alle necessità di collocamento

---

<sup>30</sup>In quell'anno, il 22% del debito era costituito da moneta e depositi (per lo più raccolta postale) e il 52% da prestiti (Francese e Pace, 2008).

<sup>31</sup>Per maggiori dettagli cfr. Banca d'Italia (1968).

<sup>32</sup>Occorre considerare che tale incremento è in parte dovuto, soprattutto per gli istituti di diritto pubblico, al consolidamento dei debiti della pubblica amministrazione trasformati in titoli (Onado, 1988, p. 508).

<sup>33</sup>Per fare un esempio, il vincolo per il primo semestre 1975 riguardava il 40% dell'incremento dei depositi che doveva esser ripartito in: 15% titoli di Stato; 17% titoli di ICS; 8% cartelle fondiari.

del debito (Fausto, 2005)<sup>34</sup>. Ora però le pressioni si erano trasformate in regole oggettive, imposte a tutte le aziende di credito. Al vincolo di portafoglio si sommava poi il massimale sui prestiti che, limitando l'espansione dei prestiti alle imprese, tendeva a spostare risorse dal settore privato a quello pubblico e a far crescere il peso dei titoli sui bilanci bancari<sup>35</sup>.

Al di là del vincolo di portafoglio, le banche furono anche incentivate all'acquisto di titoli pubblici attraverso le modifiche del regime fiscale. La riforma tributaria del 1974 aveva stabilito l'esenzione dalle imposte sul reddito dei ricavi percepiti sui titoli di Stato (art. 31 del DPR 601/1973). Per quanto si trattasse di una profonda modifica della normativa rimasta in vigore dal 1923, l'impatto sulle scelte di acquisto da parte delle famiglie fu limitato: infatti, in precedenza, l'imposizione era largamente evasa data la non nominatività dei titoli pubblici. Diverso fu l'effetto sulle scelte delle aziende di credito: il nuovo meccanismo tributario determinò fino al 1979 una rilevante riduzione della pressione fiscale per le banche che investivano in titoli di Stato (Di Majo e Franco, 1987).

A influire sugli investimenti in titoli pubblici, fu però anche la riforma sull'emissione dei BOT, avviata a partire dal 1969 e completata nel 1975. L'obiettivo era quello di creare un vero mercato monetario, in cui i tassi fossero decisi liberamente. Nel 1969 si lasciò che il tasso base fluttuasse con le condizioni di mercato (Buttiglione e Prati, 1991): il tasso però risultava troppo basso per le aziende di credito e costringeva la Banca d'Italia a prendersi carico di quantità eccessive di titoli. Le banche, infatti, tendevano a non partecipare all'asta, preferendo piuttosto l'acquisto dei titoli dalla Banca d'Italia, che li rivendeva ad un prezzo vicino a quello di aggiudicazione. Nel 1973 fu accorciata la durata dei BOT da 6 a 3 mesi, rendendo i titoli più appetibili per le banche. Su spinta di Baffi (Gigliobianco, 2006), l'impianto di collocamento fu ridisegnato nell'aprile 1975, allargando la cerchia dei compratori e mettendo così la Banca d'Italia in concorrenza con gli altri operatori: oltre alle aziende di credito e agli istituti centrali di categoria, furono autorizzati a partecipare all'asta anche gli istituti di credito speciale, gli istituti di previdenza, le assicurazioni, le società finanziarie e ogni altro soggetto operante tramite gli agenti di cambio. Tuttavia, date le dimensioni dei propri interventi, la Banca d'Italia era in grado di spostare fortemente il prezzo dell'asta<sup>36</sup>; inoltre essa acquistava l'invenduto residuo. Per tale ragione, inizialmente la riforma non ebbe l'effetto desiderato: il forte aumento delle emissioni nel triennio 1974-1976 fu in larga parte assorbito dalla Banca d'Italia, che arrivò a detenere nel 1976 il 65% dei BOT emessi.

---

<sup>34</sup>Fausto (2005) giunge ad affermare che, siccome buona parte del sistema bancario era in mano pubblica, "il debito pubblico si era trasformato in pratica in una partita di giro".

<sup>35</sup>I controlli amministrativi spinsero anche altri soggetti all'acquisto di titoli pubblici. Ad esempio, le importazioni erano soggette ad un obbligo di deposito in titoli pubblici pari a metà del valore. Nel 1976 si arrivò a stabilire che i pagamenti relativi alla "contingenza" nell'ambito delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti e dei pensionati fossero vincolati in titoli dello Stato emessi ad hoc: si trattava di un vero e proprio prestito forzoso (Banca d'Italia, 1977; Ministero del Tesoro, Direzione Generale del Debito Pubblico, 1988).

<sup>36</sup>Il prezzo base era invece divenuto "puramente indicativo", in quanto molto inferiore a quello di mercato (Buttiglione e Prati, 1991).

Nel giro di pochi anni, i vincoli regolamentari, le nuove norme fiscali e le modifiche dei metodi di collocamento riportarono le banche ad essere il principale acquirente di titoli pubblici: tra il 1976 e il 1978 la quota sul totale dei valori in circolazione passò dal 30 al 50 per cento (Figura 5). Come si vede nella Figura 9, il tasso di crescita dei titoli di Stato detenuti dalle aziende di credito fu molto più elevato di quello del debito pubblico: un fenomeno che, con tale intensità, si è osservato solo nel periodo più recente. Il cambiamento fu comunque solo temporaneo: aveva ormai preso avvio una nuova fase, in cui era il settore delle famiglie residenti a rivestire un ruolo sempre più rilevante nell'assorbimento delle emissioni statali.

#### 4.7 Dagli anni Ottanta all'introduzione dell'euro

Negli anni Ottanta il rapporto tra debito pubblico e PIL esplose: era il 56% nel 1980, salì al 95% nel 1990. I titoli tornarono a essere la principale forma di finanziamento del settore pubblico, come avveniva a inizio secolo: dal coprirne soltanto il 26% nel 1973, giunsero a rappresentarne il 62% nel 1980 e a superarne l'80% dai primi anni Novanta (Figura 3). La mole di nuovi titoli emessi fu assorbita in gran parte dalle famiglie, che sostituirono i depositi con titoli pubblici. La chiave di volta fu l'evoluzione del mercato monetario con lo sviluppo dei BOT, il cui differenziale di rendimento rispetto ai depositi era salito molto a partire dagli anni Settanta. Grazie alla loro breve durata, offrivano buone garanzie contro l'inflazione che per più di un decennio si era mantenuta a doppia cifra. Ad attirare l'interesse delle famiglie fu anche la creazione di titoli indicizzati, quali i CCT, che comparvero sul mercato nel 1977: avevano durata biennale e cedola semestrale, indicizzata al rendimento dei BOT. Si cercò via via di adattarli meglio alle richieste del mercato: ad esempio nel 1979 furono introdotti i CCT a scadenza triennale (in seguito arrivarono ad esser decennali), nel 1981 fu cambiato il sistema di indicizzazione, nel 1985 comparvero quelli con cedola annuale. Se da un lato era più facile per lo Stato trovare collocamento per questi titoli, dall'altro la durata finanziaria del debito si riduceva sempre più, rendendone il finanziamento più instabile e oneroso. Infine, nel 1981, fu sancito il divorzio tra il Tesoro e la Banca d'Italia, che obbligò lo Stato a rivolgersi al mercato per il finanziamento del debito, garantendo adeguate remunerazioni all'emissione di titoli. L'apporto delle famiglie al finanziamento del debito continuò a salire anche dopo l'introduzione (attraverso il D.L. 19 settembre 1986, n. 556) della cedolare secca sui titoli di Stato (12,5% per i titoli emessi dal settembre 1987).

Il settore delle famiglie sottrasse alle aziende di credito il ruolo di principale controparte del Tesoro: alla fine degli anni Settanta il sistema bancario deteneva il 50 per cento dei titoli emessi mentre nel 1990 soltanto il 15%. I titoli pubblici erano rimasti ancora elevati sul totale attivo nei primi anni Ottanta, nonostante la brusca riduzione del vincolo di portafoglio nel 1979 (passato dal 30 al 6,5%). Era il massimale sul credito che continuava a limitare l'erogazione di prestiti, incentivando così l'investimento in titoli: con la sua abolizione nel 1983 iniziò la fase di discesa del portafoglio titoli nei bilanci bancari (Figura 10). La diminuzione più consistente riguardò le obbligazioni emesse dagli ICS, la cui offerta, anche per via dello sviluppo dei certificati di deposito, era andata riducendosi:

per tale ragione, come si può osservare nella Figura 12, i titoli di Stato divennero sempre più rilevanti all'interno del portafoglio. Se li si guarda in rapporto al totale dell'attivo, però, anche i titoli di stato persero peso: erano al 15% nei primi anni Ottanta, scesero al 10% nel 1990. A incidere sulla dinamica furono anche i provvedimenti fiscali introdotti nel 1984, che modificarono le regole sulla detraibilità degli interessi passivi da parte delle imprese, riducendo la convenienza degli acquisti di titoli pubblici (Parrillo, 1984; Banca d'Italia, 1992). Poi nel 1986, fu introdotta la cedolare secca: le banche erano tenute a versare gli importi all'Erario come ritenuta d'acconto, riottenendoli indietro con un notevole ritardo temporale. Da ciò derivarono forti oneri finanziari soprattutto per le grandi banche che si trovavano in credito d'imposta nei confronti dell'Erario e di conseguenza un minor interessamento delle istituzioni creditizie verso i titoli di Stato: come si può notare nella Figura 14, la quota di titoli pubblici detenuta dalle banche grandi, che dagli anni Cinquanta era sempre stata superiore a quella delle altre banche, divenne inferiore.

Durante questi anni il settore bancario fu oggetto di una progressiva liberalizzazione, che mise fine al periodo della "repressione finanziaria". Tale processo fu sostenuto dalla Comunità economica europea, che mirava alla creazione di un sistema finanziario integrato e maggiormente concorrenziale. Nel 1974 il cartello bancario fu abbandonato; negli anni successivi la Banca d'Italia con i "piani sportelli" introdusse regole trasparenti per l'apertura delle filiali, fino alla completa liberalizzazione nel 1990; furono eliminati anche i vincoli territoriali e settoriali nella concessione del credito; venne anche meno il divieto per le banche commerciali di concedere prestiti a lungo termine (La Francesca, 2004; De Bonis *et al*, 2018). A seguito delle nuove regole promulgate nel 1990 ("Legge Amato-Carli"), le banche statali furono trasformate in società per azioni, poi privatizzate.

A partire dalla fine del 1991 e per tutta la prima metà dell'anno successivo, le aziende di credito tornarono ad incrementare gli acquisti di titoli di Stato, soprattutto a media e lunga scadenza: il tasso di crescita dei titoli pubblici nel portafoglio delle banche tornò a superare quello del debito (Figura 9). A spingerle in questa direzione erano le attese di riduzione dei tassi a lungo termine, come anche la necessità di disporre di titoli da utilizzare nelle operazioni con la banca centrale (Banca d'Italia, 1992). Inoltre l'esenzione dall'obbligo di riserva per le operazioni pronti contro termine, introdotta nel maggio 1991, permise alle banche di praticare tassi elevati (in relazione alla liquidità dello strumento), trovando così un forte gradimento da parte delle famiglie; le banche aumentarono la detenzione di titoli pubblici proprio al fine di utilizzarli in operazioni pronti contro termine.

Nella seconda metà del 1992, i corsi dei titoli di Stato subirono violente oscillazioni, in relazione ad un susseguirsi di eventi che misero in seria difficoltà le finanze pubbliche e sfociarono nella svalutazione della lira in autunno. Le banche, che avevano precedentemente acquistato ingenti quantità di titoli, si trovarono nell'impossibilità di liquidarli, a fronte della forte caduta dei corsi. In una situazione di grande tensione sui mercati, i titoli rivestivano però un ruolo fondamentale quali strumenti da utilizzare nelle operazioni con la banca centrale. Solo verso il 1995, iniziò lo smobilizzo dei titoli detenuti dalle banche, guidato dalla maggiore domanda di credito e reso conveniente dalla ripresa dei corsi.

## 4.8 L'euro e la Great moderation

La fase di riduzione dei titoli di Stato nei bilanci bancari, iniziata nel 1995, continuò fino alla metà del primo decennio degli anni Duemila: il concorso delle aziende di credito italiane all'assorbimento dei titoli pubblici toccò il 12 per cento, il livello più basso dagli anni Trenta del Novecento, mentre aumentava il collocamento all'estero. Sulla riduzione dei titoli di Stato influiva anche la necessità di operare una ricomposizione del portafoglio che permettesse una migliore diversificazione dei rischi, dando più spazio alle obbligazioni societarie. In particolare, con la creazione della moneta unica e di un mercato finanziario europeo sempre più integrato, si apriva l'opportunità di diversificare ulteriormente gli impieghi attraverso l'acquisto di titoli esteri; viceversa, l'arrivo di fondi dall'estero garantiva l'assorbimento dei titoli pubblici emessi<sup>37</sup>.

Il calo dei titoli si accompagnava a quello della cassa: in generale le banche stavano riducendo la propria liquidità, molto più, tra l'altro, di quanto avvenisse in altri paesi dell'area dell'euro. Diverse erano le ragioni di questa scelta: tra le forme di raccolta avevano perso peso i depositi in conto corrente, e dunque si era ridotta la necessità di risorse a breve termine per far fronte a potenziali ritiri; con la moneta unica era diventato più facile ottenere finanziamenti sul mercato interbancario europeo, in quanto non si incorreva più nel rischio di cambio; la nascita dei gruppi bancari permetteva una gestione accentrata e più efficiente della liquidità. È interessante notare nelle Figure 14 e 15 come in questa fase fossero specialmente le banche minori e quelle localizzate in aree più periferiche a mantenere una quota elevata di titoli pubblici sul totale attivo. Un'altra particolarità dei primi anni Duemila fu il rilevante aumento della dispersione nella composizione del portafoglio titoli (Figura 12): la spinta concorrenziale e lo sviluppo dei gruppi portò ad una maggiore diversificazione delle scelte di business, tra cui quelle di portafoglio.

A partire dalla seconda metà degli anni Duemila le banche ripresero ad acquistare titoli pubblici in maniera più intensa, interrompendo una dinamica che proseguiva da un intero decennio. In controtendenza con quanto accadeva nel resto dell'area dell'euro, le emissioni di titoli di Stato italiano crescevano (leggermente) e il differenziale tra i titoli italiani e il Bund tedesco più che raddoppiava, da 0,1 a 0,24.

## 4.9 La Grande Recessione e la crisi del debito sovrano

Con lo scoppio della crisi finanziaria nella seconda metà del 2007 – e di conseguenza con le tensioni sui mercati finanziari, le minori prospettive di crescita e il connesso aumento dell'avversione al rischio –, le banche italiane avviarono una ricomposizione dei portafogli verso attività considerate meno rischiose e più liquide, come i titoli di Stato. Al contempo, lo stesso meccanismo determinava una fuga degli investitori stranieri dalle obbligazioni di alcuni paesi dell'area dell'euro, quali ad esempio l'Italia, caratterizzate da un minor merito credito rispetto al Bund tedesco. La Figura 5 illustra chiaramente l'avvio di

---

<sup>37</sup>La crescita della quota di titoli detenuta da non residenti era anche stata influenzata dallo sviluppo di un efficiente mercato secondario telematico dei titoli di Stato, nato nel 1988, l'odierno MTS.



questo processo di riduzione del peso della controparte non residente e il contemporaneo aumento della quota di titoli pubblici detenuta da banche e altre istituzioni finanziarie: la preferenza per i titoli del proprio paese prende il nome di *home bias*. Il tasso di variazione dello stock di titoli pubblici sui 12 mesi passò da un valore medio intorno all'un per cento nel periodo 2005-2007 a uno superiore al 20 per cento nella media 2009-2010.

Dopo un temporaneo rallentamento degli acquisti di titoli pubblici, collegato all'effimera uscita dalla crisi finanziaria, si aprì una nuova fase di tensione, ossia la crisi dei debiti sovrani, che coinvolse i paesi europei con finanze pubbliche più in difficoltà, tra cui l'Italia (Affinito *et al*, 2016). Gli acquisti ripresero alla fine del 2011 a ritmi ancora più sostenuti della fase precedente, con tassi di crescita medi del 35 per cento (nel 2012) e punte del 45 per cento in concomitanza dell'ampliarsi del differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi. La mediana del rapporto tra titoli di Stato e attivo salì tra il 2010 e il 2013 dal 5,5 al 16 per cento (Figura 11); ancora più evidente nella Figura 11 è l'aumento del peso dei titoli pubblici sul totale dei titoli detenuti. L'incremento riguardò tutte le classi dimensionali di banche, ma fu particolarmente rilevante per le banche di medie e piccole dimensioni, che arrivarono a investire in titoli di Stato ampie quote delle proprie attività (Figura 14; Banca d'Italia, 2016). A livello aggregato, nel 2012 le banche tornavano a possedere nei propri bilanci, come a fine anni Ottanta, oltre il 20 per cento dei titoli emessi dallo Stato italiano; al contrario, per effetto del drammatico peggioramento del merito di credito del debito, i disinvestimenti da parte delle famiglie e degli investitori esteri raggiungevano livelli record, alla ricerca di investimenti caratterizzati da minor rischio (Figura 5).

In tale fase, la domanda di titoli pubblici, oltre ad esser guidata dalla ricerca di redditività dovuta agli elevati rendimenti, fu sostenuta dalle ingenti immissioni di liquidità effettuate dalla BCE con le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine di durata triennale del dicembre 2011 e del febbraio 2012 (LTRO). Gli acquisti netti continuarono fino a giugno 2013, dopodiché le banche iniziarono a smobilizzare i titoli pubblici, anche per effetto del calo dei rendimenti. Le nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine da parte della BCE (TLTRO) del 2014 non invertirono tale tendenza, sia per il meccanismo di erogazione (legato alla concessione di prestiti), sia per la diminuzione dell'ammontare complessivo delle operazioni (Banca d'Italia, 2015).

Guardando alla Figura 11 in una prospettiva di lunghissimo periodo (dal 1890 ad oggi), i titoli pubblici hanno rappresentato recentemente una frazione rilevante delle attività di una larga parte delle banche, in linea con i livelli già osservati all'inizio degli anni Cinquanta, Ottanta e Novanta del Novecento, e inferiore in media a quelli del periodo tra le due guerre. In termini di media ponderata, tuttavia, si osserva un trend complessivo decrescente, di cui i primi anni Duemila costituiscono un punto di minimo assoluto.

## 5 Le determinanti microeconomiche dell'acquisto di titoli pubblici: un'analisi econometrica

### 5.1 Strategia empirica

La nostra indagine econometrica intende investigare le determinanti microeconomiche dell'acquisto di titoli pubblici concentrandosi su alcune caratteristiche di bilancio, quali la capacità di raccolta, la redditività, la liquidità, il rischio di insolvenza, nello spirito di Affinito *et al* (2016) e Buch *et al* (2016). Il modello base che stimiamo è il seguente:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta w_{i,t-1} + \sum_{k=0}^K X_{k,i,t} + \mu_i + \tau_t + \epsilon_{i,t}$$

dove  $y_{i,t}$  indica gli acquisti netti di titoli di Stato (scalati per l'attivo) della banca  $i$  nell'anno  $t$ ,  $w_{i,t-1}$  la quota di titoli di Stato su attivo nell'anno precedente,  $\mu_i$  gli effetti fissi di banca,  $\tau_t$  gli effetti fissi temporali,  $\epsilon_{i,t}$  il termine di errore.  $X$  indica il set di  $k$  variabili esplicative microeconomiche di cui intendiamo studiare l'impatto sull'acquisto di titoli pubblici.

La variabile dipendente è scalata per l'attivo al fine di rendere omogenei i campi di variazione delle variabili incluse nelle stime<sup>38</sup>. Vengono fatti controlli di robustezza adoperando come variabile dipendente alternativa il tasso di crescita dei titoli (che richiede tuttavia un trattamento con procedura *winsor*, dato il suo ampio campo di variazione).

Effettuiamo le stime su due fasi distinte, quella fino all'inizio del secondo dopoguerra (1890-1948; esclusi gli anni di guerra)<sup>39</sup> e quella successiva fino ai giorni nostri (1949-2016). La suddivisione in due periodi, all'apparenza convenzionale, risponde all'esigenza di tener conto dello sviluppo particolarmente sostenuto dei mercati creditizi a partire dal secondo dopoguerra, fenomeno registrato in molte economie avanzate. In particolare, in Italia si è osservata una progressiva finanziarizzazione dell'economia in cui il settore bancario ha avuto un ruolo predominante (Rajan e Zingales, 2003; Biscaini Cotula e Ciocca, 1979)<sup>40</sup>. Le stime sono condotte infine anche su un periodo recente di minore ampiezza temporale, dal 1984 ad oggi, con l'intento di identificare un'epoca libera da

---

<sup>38</sup>Tale trasformazione assicura anche la stazionarietà temporale della variabile dipendente. L'effetto fisso temporale aiuta a controllare la possibile non stazionarietà anche tra le variabili dipendenti.

<sup>39</sup>Eliminiamo in particolare gli anni 1915-1919 e 1940-1946. Il 1919 e il 1946 sono esclusi in quanto gli acquisti netti di titoli richiedono l'utilizzo del dato dell'anno precedente.

<sup>40</sup>Prima della Seconda guerra mondiale, il rapporto tra credito e PIL era modesto, con l'eccezione del periodo intra-bellico, quando lo slancio di crescita degli anni '20 era stato interrotto dalla crisi degli anni Trenta. In quell'epoca, la crescita degli aggregati monetari e del credito erano essenzialmente due facce della stessa medaglia. Ciò non è stato più vero nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale – “la seconda era del capitalismo finanziario” nelle parole di Schularick e Taylor (2012) –, quando furono i prestiti e gli attivi delle banche, in Italia come altrove, a seguire un trend crescente. Soprattutto all'indomani della fine del sistema di Bretton Woods, il credito in tutte le economie occidentali (inclusa l'Italia) ha iniziato a sganciarsi dalla massa monetaria e a crescere rapidamente in una combinazione di maggiore leva finanziaria e aumento dei finanziamenti attraverso passività non monetarie (De Bonis *et al*, 2012).

vincoli amministrativi sulle scelte allocative degli intermediari e caratterizzata da dati sostanzialmente confrontabili con le statistiche bancarie correnti<sup>41</sup>.

In un secondo gruppo di stime, inseriamo interazioni tra le variabili microeconomiche e una dummy che identifica i periodi di crisi sul debito sovrano così da verificare possibili modifiche nel comportamento degli istituti di credito durante i periodi di tensione.

Tra le variabili esplicative microeconomiche consideriamo:

- a) **Quota dei depositi sull'attivo.** Una delle giustificazioni dell'investimento delle banche in titoli pubblici è la necessità di disporre di una riserva di liquidità, ossia di risorse tramutabili in contanti in tempi relativamente rapidi. Nel primo periodo, quello precedente alla Seconda guerra mondiale, i casi di corse agli sportelli erano molto più frequenti: pertanto, più una banca raccoglieva in forma di depositi, maggiore era il bisogno di titoli di Stato per far fronte ad eventuali ritiri improvvisi. Ad esempio, Pantaleoni (1924) ricorda che negli anni '20 del Novecento per le piccole casse di risparmio l'investimento in rendita pubblica era un modo per avere mezzi liquidi nel momento del bisogno, dato che gli altri impieghi, per quanto ritenuti sicuri (ad esempio i mutui ipotecari), erano difficilmente liquidabili. Ci si attende dunque che nel primo periodo il coefficiente di questa variabile sia positivo e che si riduca negli anni di tensione sul debito sovrano, quando i titoli di Stato diventano meno liquidi. Dal secondo dopoguerra, invece, i depositi risultano una posta relativamente stabile, grazie ai maggiori controlli di vigilanza e a forme di garanzia sui depositi: non ci si aspetta un impatto sull'acquisto di titoli.
- b) **Quota di altre forme liquide di raccolta sull'attivo.** Questa variabile, che è stato possibile ricostruire solo dal secondo dopoguerra, aggrega forme di raccolta, quali l'interbancario, caratterizzate da un grado di instabilità maggiore rispetto ai depositi. Una quota elevata caratterizza generalmente banche che dal lato dell'attivo presentano una struttura di bilancio più articolata, in cui i titoli pubblici hanno un peso minore.
- c) **Quota della cassa sull'attivo.** Il coefficiente permette di indagare il grado di sostituibilità tra cassa e titoli pubblici. Un segno negativo indicherebbe che i titoli pubblici sono un impiego sostitutivo della cassa, mentre un segno positivo suggerirebbe una relazione di complementarità tra le due poste di bilancio. Nell'ipotesi di una relazione di sostituibilità, nei periodi di tensione del debito sovrano, il coefficiente negativo dovrebbe diventare più piccolo o non significativo, in quanto i titoli pubblici diventano meno liquidi e non più buoni sostituti della cassa.
- d) **Quota del capitale sull'attivo**<sup>42</sup>. Nel primo periodo, un elevato grado di patri-

---

<sup>41</sup>Dal 1984 infatti si consolida in Banca d'Italia l'archivio elettronico di tutte le segnalazioni periodiche che le banche sono tenute ad inviare all'autorità di Vigilanza.

<sup>42</sup>Nel lavoro, quando usiamo la parola "capitale" ci riferiamo al patrimonio della banca, costituito da capitale e riserve.

monializzazione segnalava una bassa propensione al rischio<sup>43</sup>. Ci si aspetta dunque che le banche con maggiore capitale investano maggiormente nei titoli pubblici, salvo ridurre gli acquisti nei periodi di crisi quando tali titoli vedono indebolita la propria caratteristica di attività sicura. Negli anni più recenti, la relazione potrebbe esser negativa per via della normativa sui requisiti patrimoniali: dato che i titoli pubblici attualmente ricevono un peso nullo nei calcoli di ponderazione dell'attivo per il rischio, le banche con poco capitale potrebbero esser incentivate ad acquistare maggiormente titoli di Stato al fine di non aumentare l'attivo ponderato per il rischio<sup>44</sup>. È quello che osservano Affinito *et al* (2016) nel periodo della crisi dei debiti sovrani 2011-2013, per cui le banche con più bassi coefficienti di capitale presentavano più elevati tassi di crescita dei titoli pubblici in portafoglio per tutto il periodo della crisi.

- e) **ROA**. L'acquisto di titoli di Stato da parte delle banche può rispondere ad esigenze di redditività. Ci si aspetta un coefficiente negativo nei periodi di tensione sul debito sovrano, caratterizzati da elevato rendimento dei titoli, in quanto ad acquistare maggiormente sono le banche con bassa redditività, nel tentativo di aumentare gli utili anche assumendo maggiori rischi; viceversa, potrebbe emergere un coefficiente positivo nei periodi normali, quando le banche che hanno bisogno di incrementare maggiormente la propria redditività tendono ad investire meno in titoli pubblici, in quanto relativamente poco redditizi. Queste relazioni potrebbero essere valide solo nei decenni più recenti. In precedenza, infatti, esisteva una larga platea di aziende di credito la cui attività non rispondeva pienamente a logiche di mercato e che non avevano obiettivi di profitto. Ne sono un esempio le casse di risparmio, che avevano scarsi incentivi ad ottenere un ROA elevato, ma che avevano l'obiettivo di dare forti garanzie di stabilità ai risparmiatori investendo in attività sicure: ci si può aspettare dunque che acquistassero maggiormente titoli pubblici quando questi risultavano più sicuri.
- f) **Z-score**. Lo z-score – dato dal rapporto tra la somma di ROA e capitale su attivo, scalata per la variazione standard del ROA (cfr. sez. 3) – misura la capacità di una banca di sopravvivere ad uno shock negativo sulla redditività: più lo z-score è elevato, più la banca è solida. Poiché solo le banche più solide sono in grado di sostenere i possibili rischi di immobilizzazione connessi con l'acquisto di titoli pubblici, ci si aspetta che il coefficiente sia positivo nei periodi di crisi. Il

---

<sup>43</sup>La correlazione tra il rapporto capitale su attivo e la deviazione standard del ROA è positiva ma è significativamente più bassa prima della Seconda guerra mondiale.

<sup>44</sup>Anche altri aspetti regolamentari possono indurre le banche con poco capitale ad acquistare più titoli pubblici. Nel maggio 2010 una nuova normativa sui filtri prudenziali relativi al patrimonio di vigilanza (Disposizioni di vigilanza. Patrimonio di vigilanza – Filtri prudenziali”, 18 maggio 2010) riconosce alle banche – limitatamente ai titoli emessi da Amministrazioni centrali di Paesi appartenenti all'Unione Europea – la possibilità, nel determinare le riserve da rivalutazione relative ai titoli di debito detenuti nel portafoglio AFS, di neutralizzare completamente sia le plusvalenze che le minusvalenze, come se i titoli fossero valutati al costo. Tale normativa ha attenuato i disincentivi all'investimento in titoli di Stato da parte delle banche.

coefficiente risulterebbe invece negativo nelle fasi di tensione del debito nell'ipotesi del *gamble-for-resurrection*: secondo tale meccanismo, le banche in difficoltà, nella speranza di recuperare redditività e allontanare il rischio di insolvenza, investono in titoli di Stato, scommettendo sul fatto che l'aumentata rischiosità di tali titoli non si concretizzi.

- g) **Titoli pubblici su attivo (t-2)**. Valore ritardato di titoli pubblici su attivo: un segno negativo indica un processo di convergenza, ossia le banche che già investono un'ampia quota di attivo in titoli di Stato tendono ad acquistarne di meno.

Includiamo infine alcune *dummies*, che identificano specifici gruppi di banche. Queste variabili, avendo una limitata variabilità temporale, non possono essere inserite nel modello di base con effetti fissi per banca, ma richiedono di essere stimate all'interno di un panel con effetti individuali casuali (*random effects*):

- **Grandi banche**. Definiamo banche grandi, come contrapposte a tutto il resto del campione, quelle che compaiono tra le prime 5 all'interno di una finestra temporale di 7 anni<sup>45</sup>.
- **Casse di risparmio**. Queste banche, non mirando alla distribuzione di utili, hanno generalmente perseguito politiche di business differenti rispetto alle altre aziende di credito.
- **Banche del Mezzogiorno**. Distinguiamo le banche con sede legale nel Mezzogiorno. L'ampio arco temporale considerato e l'ampiezza della nostra trattazione ci impedisce di approfondire anche la dimensione territoriale nell'analisi. Questa variabile serve comunque a tenere conto della possibile eterogeneità nel comportamento delle banche, legata alle significative e persistenti differenze nella struttura e nella performance del sistema bancario tra le due aree del Paese (e.g. A'Hearn, 2005; Albareto *et al*, 2022).
- **Banche in capoluoghi di provincia**. Distinguiamo tra banche con sede in un capoluogo di provincia e banche periferiche, non aventi sede legale in un comune capoluogo di provincia.

Nel modello di base inseriamo dummy temporali al fine di controllare per il ciclo macroeconomico e poterci così concentrare sul contributo delle variabili microeconomiche. Stimiamo però il modello anche sostituendo le dummy temporali con un set di variabili macroeconomiche, di cui siamo interessati a osservare l'impatto sugli acquisti di titoli pubblici. Oltre a controllare per il tasso di crescita del PIL, l'inflazione e l'offerta di moneta (M0 su PIL), consideriamo l'impatto delle seguenti variabili macroeconomiche:

---

<sup>45</sup>Le stime sono state effettuate anche utilizzando una definizione alternativa: consideriamo banche grandi quelle aventi una quota di mercato, calcolata sul totale attivo, superiore all'uno per cento (in media 17 per anno).

- a) **Il rapporto tra le emissioni nette di titoli pubblici e il PIL.** Il segno atteso è positivo perché generalmente parte dei nuovi titoli emessi viene collocata presso gli istituti di credito. Il coefficiente varia nel tempo a seconda della capacità e della volontà delle banche di assorbire nuovi titoli.
- b) **Il differenziale di rendimento tra titoli pubblici e prestiti.** Ci si attende un segno positivo perché più è elevato il differenziale più risulta conveniente investire in titoli pubblici. Una misura più appropriata di tale variabile richiederebbe di correggere i rendimenti per il rischio. Non disponendo di dati per effettuare tale correzione, inseriamo nella specificazione alcune *proxy* di rischiosità (per i titoli pubblici lo spread estero e la volatilità, per i prestiti la crescita del PIL).
- c) **La volatilità del rendimento dei titoli pubblici.** Come sottolineato nella sezione 2, la stabilità dei corsi dei titoli pubblici ne ha sempre determinato un limitato rischio di tasso e di liquidità (nel caso di smobilizzo anticipato). All'aumentare della volatilità ci si attende una minore domanda di titoli pubblici, se utilizzati dalle banche come riserva di liquidità.

La stima del modello può risultare distorta per via dell'utilizzo di variabili di bilancio che sono determinate endogenamente. Per ridurre i problemi di endogeneità ritardiamo tutte le variabili di bilancio di un periodo. Rimane però potenzialmente rilevante la distorsione (Nickell's bias) nelle stime a effetti fissi dovuta all'utilizzo di un modello dinamico. Infatti, la variabile dipendente, data dal rapporto tra la variazione di titoli pubblici in portafoglio e il totale attivo, è costruita utilizzando il valore ritardato dello stock di titoli di Stato, presente anche tra i regressori<sup>46</sup>. Il problema non può essere risolto attraverso l'utilizzo di ritardi di ordine superiore<sup>47</sup>. Tuttavia tale distorsione è contenuta per effetto dell'ampio orizzonte temporale che tende ad annullare il Nickell's bias. D'altra parte, quando si lavora su periodi storici lunghi gli effetti fissi di banca non permettono di catturare quelle variabili non osservabili che si modificano molto lentamente nel tempo e che quindi possono essere considerate fisse solo nel medio termine.

## 5.2 Risultati

In questa sezione illustriamo i risultati delle stime che abbiamo condotto per analizzare le scelte di acquisto di titoli pubblici da parte delle banche. In primo luogo nella Sezione 5.1 presentiamo le stime del modello base. Quindi ci concentriamo sul comportamento degli istituti di credito durante i periodi di tensione sul debito sovrano, inserendo interazioni tra le variabili microeconomiche e una dummy che identifica i periodi di crisi sul debito.

---

<sup>46</sup>In realtà ciò avviene solo nel periodo precedente al 1949. In seguito, la variabile dipendente sugli acquisti di titoli è costruita come variazione dei valori nominali, mentre il dato sui titoli utilizzato per costruire il rapporto titoli su attivo è basato su dati a valore di bilancio. D'altro canto, data la forte correlazione tra titoli a valore nominale e a valore di bilancio, è comunque più indicato seguire le stesse accortezze che si impiegano generalmente nelle stime dei modelli dinamici.

<sup>47</sup>Nelle stime a effetti fissi tutte le variabili vengono trasformate sottraendoci le medie individuali, che sono funzione di tutti i periodi.

### 5.2.1 La specificazione di base

Le stime panel a effetti fissi di banca riportate nella Tabella 4 rappresentano il modello di riferimento per tutte le nostre analisi. Presentiamo prima i risultati ottenuti controllando per effetti fissi temporali, che permettono di concentrarsi sulle variabili microeconomiche depurando le stime da effetti a livello aggregato non osservabili (colonne 1-6). Poi sostituiamo tali effetti fissi temporali con un set di variabili macroeconomiche che possono influenzare le scelte di acquisto di titoli pubblici nel tempo (colonne 7-9); quest'ultimo set di stime ci consente anche di valutare la stabilità dei coefficienti delle variabili di bilancio. Nella Tabella 5, inoltre, esprimiamo i coefficienti delle stime in termini di deviazioni standard, al fine di sottolineare la rilevanza di ogni variabile nello spiegare gli acquisti di titoli. Infine, nella Tabella 6 identifichiamo l'impatto di alcune caratteristiche che hanno scarsa variabilità temporale, quali ad esempio la dimensione delle aziende di credito e la loro localizzazione geografica: per tale motivo utilizziamo stime panel a effetti casuali (*random effect*) anziché fissi.

Nelle stime delle colonne (1)-(3) e (7)-(9) della Tabella 4 consideriamo separatamente l'effetto sulla domanda di titoli pubblici della redditività (ROA) e del *capital ratio* (patrimonio su attivo), mentre nelle stime (4)-(6) sostituiamo queste due variabili con lo z-score, una misura di solidità patrimoniale della banca<sup>48</sup>. Con riferimento ai coefficienti delle variabili microeconomiche otteniamo che:

- a) La relazione tra la **quota dei depositi sull'attivo** e l'acquisto di titoli pubblici è positiva e statisticamente significativa nel primo periodo. Secondo Pantaleoni (1924), gli istituti di credito caratterizzati da un *funding* fortemente basato sui depositi, in particolare le casse di risparmio e le banche popolari, avevano sempre acquistato titoli pubblici considerandoli (erroneamente, nella tesi di Pantaleoni) un "impiego liquido e sicuro", utile per far fronte a potenziali ritiri di depositi. Nella Tabella 5 si vede che la quota dei depositi sul totale attivo è la variabile che maggiormente spiega gli acquisti di titoli pubblici fino al secondo dopoguerra. Nel secondo periodo, invece, in un contesto di più strutturata supervisione bancaria sugli intermediari, il rischio di corse agli sportelli si riduce e i depositi diventano una forma stabile di raccolta: il coefficiente della quota di depositi sull'attivo non è più statisticamente significativo indicando che l'acquisto di titoli pubblici non è più guidato dal bisogno di coprirsi dal rischio di ritiri improvvisi di depositi. Nel secondo periodo, quando è disponibile la variabile sulle altre forme di raccolta (che includono in particolare il mercato interbancario), meno stabili dei depositi, si osserva che le banche che si finanziano maggiormente in questo modo tendono ad investire meno in titoli pubblici. Si tratta generalmente di banche che presentano, dal lato dell'attivo, politiche di impiego più articolate, in cui i titoli pubblici rivestono un ruolo minore.
- b) In entrambi i periodi il coefficiente della quota delle disponibilità a vista è positivo e statisticamente significativo. La relazione diviene più intensa negli ultimi 30

---

<sup>48</sup>Lo z-score è calcolato come somma di ROA e *capital ratio*, standardizzata per la volatilità del ROA (cfr. sez. 3): un valore più alto dello z-score indica una minore rischiosità (Boyd *et al.*, 1993).

anni (1984-2016). Secondo le stime, pertanto, le banche più liquide tendono ad acquistare più titoli di Stato. Ciò suggerisce che, in linea con quanto trovato da Buch *et al* (2016), i titoli pubblici non possono essere considerati un sostituto delle disponibilità a vista: rappresentano piuttosto un buffer di liquidità complementare alla cassa.

- c) Il coefficiente del **rapporto tra capitale e attivo** è positivo e statisticamente significativo solo agli anni '40. Il coefficiente indica che nel primo periodo le banche più patrimonializzate tendevano ad investire maggiormente in titoli di Stato, considerati un'attività sicura. Tale risultato è in linea con l'ipotesi che, in assenza di normative sui requisiti patrimoniali per larga parte del periodo, le banche utilizzassero la dotazione di capitale per segnalare un basso grado di propensione al rischio. Con riferimento al periodo più recente, il coefficiente, teoricamente negativo, non risulta statisticamente significativo.
- d) Una maggiore **redditività (ROA)** è associata nel primo periodo ad un più elevato acquisto di titoli pubblici: il coefficiente è significativo, ma molto piccolo. Ad acquistare titoli di Stato erano dunque banche che non avevano particolare bisogno di incrementare ulteriormente la propria redditività.
- e) La solidità della banca (colonne 4-6), misurata attraverso lo **z-score**, appare con un coefficiente positivo ma statisticamente non significativo in tutti i periodi.
- f) Infine, il coefficiente sulla **quota di titoli pubblici (del periodo precedente)** negativo e significativo indica un processo di convergenza, per cui le banche che hanno una quota maggiore di titoli all'inizio del periodo tendono ad acquistarne di meno; tale fenomeno è più intenso negli ultimi tre decenni.

Nelle colonne (7)-(9) della Tabella 4, in cui sostituiamo gli effetti fissi temporali con un set di variabili macroeconomiche, i coefficienti delle determinanti microeconomiche rimangono pressoché stabili; il coefficiente sul rapporto tra patrimonio e attivo diventa però statisticamente non significativo anche nel primo periodo. Tali stime ci permettono di valutare il contributo dei fattori macroeconomici alla domanda di titoli pubblici:

- a) **L'emissione di nuovi titoli di debito pubblico** è associata positivamente a una crescita della domanda di titoli pubblici da parte delle banche e tale relazione si è intensificata nel Secondo Dopoguerra e soprattutto negli ultimi trent'anni<sup>49</sup>.
- b) All'aumentare del **differenziale di rendimento** con i prestiti, la domanda di titoli aumenta come atteso. L'effetto è più intenso nel secondo periodo.

---

<sup>49</sup>Prima della Seconda guerra mondiale la correlazione tra emissione di titoli e domanda è molto piccola. Ricordiamo però che, con l'intento di una maggiore confrontabilità storica con l'epoca moderna, abbiamo escluso gli anni di guerra dal primo periodo. Così facendo non abbiamo considerato anni caratterizzati da forte crescita delle emissioni, a cui è seguita una domanda più o meno autonoma, ma senz'altro molto intensa, da parte delle banche, come descritto nella sezione 4. Includendo gli anni di guerra, il coefficiente risulta significativo e positivo (0.198) nell'intero periodo 1890-1948, come nel periodo successivo.



- c) Una elevata volatilità del rendimento dei titoli pubblici ne riduceva la domanda prima della Seconda guerra mondiale. La relazione risulta invece opposta dagli anni Ottanta del Novecento. Questo potrebbe rispecchiare un cambio di prospettiva nella valutazione della rischiosità dei titoli di Stato (cfr. Sez. 4). Nel primo periodo, in un contesto di mercati finanziari poco sviluppati, la stabilità dei corsi dei titoli di Stato era un requisito cruciale per il loro acquisto. Successivamente, lo sviluppo dei mercati dei titoli di Stato (con l'introduzione ad esempio di titoli indicizzati o la diffusione dei BOT) ha contribuito a ridurre l'impatto della volatilità, che pure è sensibilmente cresciuta (Figure 16 e 18).
- d) La maggiore disponibilità di moneta (M0) ha fortemente contribuito alla domanda di titoli dopo la Seconda guerra mondiale.

### 5.2.2 Differenze per tipologia di banche

Nella Tabella 6, infine, attraverso la stima con effetti casuali (*random effect*) possiamo analizzare il contributo di alcune caratteristiche delle aziende di credito *time-invariant*<sup>50</sup> e che dunque non potrebbe essere identificato nelle stime a effetti fissi.

Le maggiori 5 banche in termini di attivo non presentano un comportamento diverso rispetto agli altri istituti di credito né nel primo né nel secondo periodo; con riferimento agli ultimi trent'anni, tuttavia, emerge un loro minor coinvolgimento nell'acquisto di titoli<sup>51</sup>. Questo risultato potrebbe indicare che le banche piccole investono maggiormente in titoli pubblici date le minori possibilità di trovare impieghi alternativi redditizi per diversificare il proprio attivo<sup>52</sup>.

Per quanto riguarda la categoria giuridica, le casse di risparmio presentano nel primo periodo, *ceteris paribus*, una maggiore propensione all'acquisto dei titoli pubblici rispetto alle altre banche, ma il coefficiente non è statisticamente significativo; emerge invece un coefficiente negativo e significativo nel secondo periodo, guidato soprattutto dalla sostituzione dei titoli pubblici in portafoglio con le obbligazioni emesse dagli istituti di credito speciale (cfr. Sez. 4). Si osserva poi che le banche localizzate nell'Italia meridionale hanno storicamente investito meno in titoli pubblici<sup>53</sup>.

<sup>50</sup>Dato il lungo arco temporale, sono soggette a variazioni anche variabili usualmente considerate *time-invariant* come la localizzazione geografica della sede legale o la categoria giuridica: trattandosi tuttavia di cambiamenti molto rari, è conveniente utilizzare un modello a effetti casuali.

<sup>51</sup>Gli stessi risultati emergono utilizzando una definizione dimensionale alternativa, ossia identificando come banche maggiori quelle aventi una quota di mercato nazionale superiore all'uno per cento.

<sup>52</sup>Gennaioli *et al* (2018), studiando il periodo 1998-2012, trovano una relazione inversa tra prestiti e quota di titoli pubblici nei tempi normali, cioè in assenza di tensioni sui mercati dei titoli pubblici; tuttavia tale relazione non sembra dipendere dalla dimensione delle banche. Orame (2023), usando il campione delle banche italiane della Bank Lending Survey per gli anni 2005-2006, trova una forte correlazione negativa (oltre -0.5) tra dimensione dell'attivo e la quota di titoli pubblici. Negli anni intorno alla crisi del 2008 e del debito sovrano del 2011, la relazione con la dimensione risulta invece positiva (cfr. Sez. 5.2.3; Affinito *et al*, 2016; Buch *et al*, 2016).

<sup>53</sup>La localizzazione si riferisce alla sede legale della banca: questo parametro può essere maggiormente affinato in periodi più recenti usando le informazioni sull'attività degli sportelli, ma la sede legale e quella amministrativa sono gli unici parametri geografici disponibili prima del 1936. Va ricordato che il numero

Infine, le banche aventi sede legale nei capoluoghi di provincia, dove le opportunità di erogazione di prestiti sono maggiori<sup>54</sup>, non mostrano generalmente un interesse per i titoli di Stato statisticamente diverso da quello delle altre aziende di credito.

### 5.2.3 L’impatto nei periodi di tensione sul debito

Durante la crisi dei debiti sovrani del 2011-2013 le condizioni economiche negative e il deterioramento delle finanze pubbliche si sono trasmessi al sistema bancario attraverso il deprezzamento dei portafogli e le tensioni dal lato della raccolta<sup>55</sup>. Diversi lavori (Bank for International Settlements, 2011; Popov e van Horen, 2013; Angelini *et al*, 2013; Albertazzi *et al*, 2014; Gennaioli *et al*, 2018) hanno mostrato come l’aumentata rischiosità del debito sovrano durante l’ultima crisi finanziaria abbia avuto effetti negativi sull’attività delle banche e sulla loro capacità di ottenere fondi. Lo scopo di questa sezione è verificare, su un orizzonte storico più ampio, se i fattori che influenzano l’acquisto di titoli pubblici da parte delle banche cambiano nei momenti in cui le finanze pubbliche sono sottoposte a tensioni. Durante questi periodi il grado di liquidità dei titoli di Stato si riduce e aumenta il rendimento: la scelta di acquisto da parte delle banche non risponde quindi ad esigenze di liquidità quanto piuttosto di redditività.

Una prima questione è come identificare i periodi di tensione del debito sovrano. L’approccio che seguiamo è duplice: in prima battuta consideriamo le fasi di criticità delle finanze italiane evidenziate nella letteratura storico-economica; in secondo luogo analizziamo le principali variabili macroeconomiche connesse ad un deterioramento dei conti pubblici: l’andamento del rapporto tra debito e PIL, il tasso di interesse sui titoli sovrani e il suo differenziale rispetto ai titoli pubblici dei paesi con finanze più solide, il tasso di cambio reale<sup>56</sup>. La Tabella 2 riporta i cinque principali periodi di tensione del debito pubblico italiano (escludendo le guerre mondiali), in base alle fonti storiche e all’andamento delle variabili macroeconomiche correlate alle condizioni della finanza pubblica: 1894-1897, 1920-1924, 1935-1939, 1992-1994 e 2011-2013. Nelle stime che seguono la variabile dummy “Crisi del debito” — che vale 1 per ciascun anno indicato nella tabella, 0 altrimenti —, viene interagita con alcune variabili esplicative.

---

di istituti (capogruppo) con sede legale nell’Italia meridionale si è fortemente ridotto negli ultimi decenni.

<sup>54</sup>Con la legge bancaria del 1936 e fino alla liberalizzazione del 1990, furono posti vincoli stringenti alla competenza territoriale delle aziende di credito, la cui attività fu limitata ai comuni in cui avevano almeno uno sportello, a meno che fossero presenti nel relativo capoluogo di provincia (Albareto, 1999).

<sup>55</sup>Il meccanismo risulta rovesciato nei casi in cui il deterioramento delle finanze pubbliche è dovuto ai massicci interventi in aiuto al sistema bancario: in tal caso si passa dalla crisi delle banche a quella del debito sovrano. Reinhart e Rogoff (2009) mostrano come dal dopoguerra ad oggi, le principali crisi bancarie nell’insieme dei paesi avanzati ed emergenti siano state seguite da una fortissima crescita del debito pubblico (+86 per cento a 3 anni dalla crisi). Analogamente, durante la crisi finanziaria i conti pubblici di Spagna e Irlanda sono peggiorati drammaticamente, proprio per via del massiccio impiego di risorse impiegate per salvare il sistema bancario (Angelini *et al*, 2013).

<sup>56</sup>L’identificazione delle fasi di tensione del debito sulla base delle sole serie macroeconomiche potrebbe risultare imprecisa per il fatto che sul lungo periodo sono disponibili solo dati annuali, mentre sarebbero necessari quelli a più elevata frequenza, come negli studi relativi all’ultima crisi (Angelini *et al*, 2013; Bank for International Settlements, 2011).

I risultati delle stime con le interazioni sono riportate nella Tabella 7, utilizzando le due specificazioni del modello base (Tabella 4): quella con capitale su attivo e redditività (ROA) e quella con lo z-score. La Tabella 8 mostra il coefficiente complessivo nei periodi di crisi (pari alla somma algebrica dei coefficienti nei periodi senza crisi e di quelli delle interazioni)<sup>57</sup>. Infine la Tabella 9 riporta le stime dello stesso modello con coefficienti casuali (*random effects*) per valutare l'effetto delle variabili *time-invariant* a livello di banca (dimensione, categoria, localizzazione geografica).

Gli effetti delle crisi sul comportamento delle banche sono complessivamente modesti e i coefficienti nei periodi di crisi sono spesso non significativi. Ci sono tuttavia alcuni risultati che vale la pena sottolineare.

- a) Avevamo osservato che la relazione tra quota di depositi e acquisti di titoli era positiva e significativa nel primo periodo, un'epoca in cui i titoli pubblici venivano utilizzati come riserva di liquidità per far fronte al rischio di ritiri improvvisi. Ci si attendeva un coefficiente più basso nelle fasi di tensione, quando i titoli diventavano meno liquidi: le Tabelle 7 e 8 mostrano che in realtà l'impatto della variabile depositi su attivo rimane pressoché invariato. Il risultato potrebbe dipendere dall'attività di *moral suasion* da parte dello Stato che spingeva le banche all'acquisto di titoli pubblici proprio nei momenti di maggior tensione. Nel secondo periodo, invece, i depositi risultavano una forma di raccolta stabile e si riduceva la necessità di coprirsi dal rischio di corsa agli sportelli attraverso l'acquisto di titoli pubblici (Tabella 4). Quando però si analizza l'interazione con la dummy "Crisi del debito" si ottiene un coefficiente positivo e statisticamente significativo (Tabella 7), ossia le banche con un'elevata quota di depositi tendono ad acquistare titoli pubblici maggiormente nei periodi di tensione sul debito, attratte anche dagli accresciuti rendimenti. Dalla Tabella 8 emerge che, nelle crisi del periodo 1984-2016, sono proprio le banche la cui raccolta è fondata sui depositi ad acquistare maggiormente titoli pubblici. Avendo infatti una raccolta più stabile, sono in grado di sostenere i possibili rischi di immobilizzazione dovuti alla ridotta liquidità dei titoli pubblici nei periodi di tensione e ottenere i benefici derivanti dai più elevati rendimenti.
- b) Nei tempi normali si conferma il carattere di complementarità tra cassa e titoli pubblici: tale proprietà è verificata anche negli anni di crisi del debito sovrano con riferimento al primo periodo, mentre non si osserva una relazione significativa nel secondo periodo.
- c) Nel primo periodo le banche più patrimonializzate riducono gli acquisti di titoli pubblici negli anni di crisi, in linea con la loro bassa propensione al rischio. Come nel caso dei risultati del modello base, nei due periodi più recenti i coefficienti non sono statisticamente diversi da zero.

---

<sup>57</sup>E' importante qui sottolineare che l'interazione delle nostre variabili con la dummy "Crisi del debito" permette di osservare contemporaneamente due stime: quella negli anni di tensione del debito sovrano e quella media degli altri anni. Nelle tabelle precedenti, invece, l'attenzione era al periodo storico nel suo complesso, indipendentemente dalla presenza al suo interno di periodi di crisi del debito.

- d) L’impatto della redditività, già modesto nelle stime del modello base, non cambia nelle fasi di tensione sul mercato dei titoli pubblici. In riferimento alla recente crisi del debito sovrano, Affinito *et al* (2016) trovavano invece una relazione significativa e negativa (a suggerire che le banche caratterizzate da una bassa redditività avrebbero investito maggiormente in titoli di Stato con l’obiettivo di migliorare il proprio conto economico).
- e) Dal modello base non emergeva una relazione significativa tra solidità in termini di z-score e acquisti di titoli pubblici in alcun periodo, anche se il coefficiente era sempre positivo. La Tabella 7 ci permette di indagare meglio tale relazione nei periodi di tensione sul debito. Dopo la Seconda guerra mondiale, le banche più solide investono meno in titoli di Stato nelle fasi “normali”, ma durante le crisi la loro domanda aumenta fortemente (l’effetto netto è 0.479 e 0.388 nei due periodi più recenti, Tabella 8). Pertanto emerge come nel secondo periodo ad acquistare maggiormente titoli di Stato nei momenti di tensione del debito siano state proprio le banche più solide, in grado di sostenere l’aumentata rischiosità dei titoli. Quest’ultimo risultato, in particolare, sembra escludere per l’Italia un meccanismo di acquisto basato sul *gambling for resurrection* (descritto nella Sezione 2), ossia che nei periodi di crisi delle finanze pubbliche le banche in difficoltà, nella speranza di recuperare redditività e allontanare il rischio di insolvenza, investono in titoli di Stato, scommettendo sul fatto che l’aumentata rischiosità di tali titoli non si concretizzi. Invece, nel primo periodo, anche se con un’evidenza più debole, sembra prevalere l’ipotesi emersa per il capitale che le banche più solide avessero una minore propensione al rischio: ciò è confermato dal fatto che nei periodi di tensione del debito sovrano le banche più solide investono meno in titoli di Stato (l’effetto netto è -0.112, Tabella 8).

Con riferimento alle caratteristiche *time-invariant* delle singole banche (Tabella 9):

- a) Fino alla Seconda guerra mondiale la dimensione non ha influenzato in maniera significativa gli acquisti di titoli, né in tempi di crisi né in tempi normali. Nel periodo successivo, invece, mentre non si evince una differenza di comportamento tra banche di dimensioni diverse in tempi normali, emerge che nelle fasi di tensione del debito le banche maggiori acquistano meno titoli delle altre.
- b) Le casse di risparmio, soprattutto fino alla Seconda guerra mondiale, hanno acquistato ampi quantitativi di titoli pubblici nei vari momenti di crisi, come documentato nella Sezione 4.
- c) La domanda dei titoli delle banche localizzate nel Mezzogiorno, che già mostrano mediamente una domanda più bassa delle altre in tempi normali, crolla durante le crisi del secondo dopoguerra.

## 6 Conclusioni

Durante la recente crisi del debito sovrano 2011-2013 le banche italiane hanno acquistato ingenti quantità di titoli pubblici. Il presente lavoro studia l'investimento delle banche in titoli di Stato in prospettiva storica a partire dal 1890. Quanto è stato rilevante l'investimento in titoli di Stato da parte degli istituti di credito nel corso della storia finanziaria italiana? Quali aspetti del contesto economico e istituzionale hanno influenzato gli acquisti? Quali sono le determinanti microeconomiche che spiegano le sottoscrizioni di titoli di Stato e come sono cambiate nel tempo e tra le diverse categorie di intermediari? Quale è stato il comportamento delle banche in corrispondenza dei periodi di difficoltà delle finanze pubbliche? A queste domande cerchiamo di rispondere in primo luogo con la ricostruzione e l'analisi dei dati e dei fatti storici e in secondo luogo con una verifica econometrica, utilizzando un dataset di bilanci bancari e variabili macroeconomiche per un periodo storico molto ampio.

Il peso dei titoli pubblici detenuti dalle banche sul totale di quelli emessi è variato notevolmente nel tempo: era pari al 5 per cento nel 1890 ed è rimasto sotto il 15 per cento fino agli anni trenta, per poi salire notevolmente fino a raggiungere il 60 per cento negli anni Settanta del Novecento. Da allora tale peso è sceso, toccando un minimo nei primi anni Duemila e risalendo attorno al 20 per cento durante la crisi dei debiti sovrani. La quota mediana dei titoli di Stato sul totale attivo delle banche ha avuto invece un andamento diverso: i valori più alti si osservano tra la Prima e la Seconda guerra mondiale, quando larga parte del settore bancario (in particolare delle casse di risparmio e delle banche popolari) arrivò ad investire in titoli pubblici anche il 50 per cento del proprio attivo. I livelli relativamente elevati registrati durante la recente crisi dei debiti sovrani sono invece in linea con quelli osservati negli anni Ottanta e Novanta del XX secolo.

Il contesto economico ed istituzionale ha influenzato gli acquisti di titoli pubblici da parte delle banche. Attraverso la ricostruzione storica sono stati approfonditi in particolare tre aspetti:

- La struttura e le condizioni del mercato dei titoli pubblici, in termini di tipi di strumenti emessi, forme di collocamento, rendimenti, rischiosità. Nel 1973 fu accorciata la durata dei BOT così da renderli, in un periodo di forte inflazione, più appetibili per le banche; negli Sessanta e Settanta del Novecento furono varate diverse riforme dei sistemi di asta per l'assegnazione dei BOT per facilitarne il collocamento presso una più ampia platea di investitori; durante la crisi dei debiti sovrani l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato rispetto ad altre opportunità di investimento contribuisce a spiegare il forte incremento degli acquisti.
- I cambiamenti nel quadro normativo e fiscale. La corresponsione di un tasso maggiorato sui BOT acquistati dalle casse di risparmio e dai monti di pietà alla fine dell'Ottocento costituì un efficace incentivo alla sottoscrizione di titoli di Stato da parte di questi intermediari; le riforme della riserva obbligatoria nel 1926 e nel 1947 aumentarono la domanda di titoli pubblici da parte degli istituti di credito; l'intro-

duzione del vincolo di portafoglio e del massimale sui prestiti negli anni Settanta del secolo scorso costrinsero le banche ad acquistare ampi quantitativi di titoli pubblici; infine, i provvedimenti fiscali messi in atto nella seconda metà degli anni Ottanta, come la detraibilità degli interessi passivi e la cedolare secca, ridussero l'interesse delle aziende di credito per i titoli di Stato.

- La “moral suasion”. Durante le due guerre mondiali il forte peso dei titoli pubblici nei bilanci bancari fu dovuto anche alle pressioni all'acquisto esercitate dal governo, in modo diretto o tramite la banca centrale, per sostenere lo sforzo bellico.

Al di là dell'influenza del contesto economico ed istituzionale, le scelte di acquisto da parte delle banche dipendono dalle loro caratteristiche specifiche e, in particolare, dalle loro condizioni di bilancio. Grazie a una base dati contenente oltre 40 mila bilanci bancari dal 1890 ad oggi, abbiamo esplorato le determinanti microeconomiche dell'acquisto di titoli pubblici, quali la struttura della raccolta, la patrimonializzazione, la liquidità, la redditività e la solidità delle singole banche (z-score). Dall'analisi empirica, effettuata su due periodi distinti della storia finanziaria italiana, fino alla Seconda guerra mondiale (1890-1948) e dal Secondo Dopoguerra ad oggi (1949-2016), emergono i seguenti risultati:

- nel primo periodo, caratterizzato in larga parte da scarsa regolamentazione, limitata supervisione del sistema bancario e elevato rischio di corse agli sportelli, le aziende di credito acquistavano titoli pubblici al fine principale di far fronte a potenziali ritiri di depositi; erano infatti considerati un impiego relativamente liquido, apprezzato dalle banche con bassa propensione per il rischio;
- nel secondo periodo, gli acquisti di titoli pubblici sono effettuati principalmente da banche di minore dimensione e con politiche di impiego meno articolate.

Durante le fasi di tensione del debito pubblico, quando i titoli di Stato sono stati caratterizzati da più elevata rischiosità, maggiori rendimenti e minore liquidità, le determinanti microeconomiche degli acquisti sono risultate differenti. Abbiamo identificato cinque periodi di particolare tensione sul mercato dei titoli di Stato dal 1890 a oggi (escludendo le guerre mondiali): 1894-1897, 1920-1924, 1935-1939, 1992-1994 e 2011-2013. I risultati delle stime effettuate interagendo le determinanti microeconomiche con le dummy che identificano i periodi di tensione indicano che:

- a differenza di quanto trovato da Affinito *et al* (2016) in relazione alla recente crisi del debito sovrano, estendendo l'analisi al lungo periodo non è confermata l'ipotesi secondo cui nei periodi di tensione le banche caratterizzate da una bassa redditività investirebbero maggiormente in titoli di Stato, con l'obiettivo di migliorare il proprio conto economico;
- nelle fasi di tensione sul debito successive alla Seconda guerra mondiale sono le banche più solide, e dunque maggiormente capaci di far fronte a nuovi rischi, ad aumentare maggiormente gli acquisti di titoli pubblici. Non è quindi verificata l'ipotesi secondo la quale in caso di crisi delle finanze pubbliche le banche meno solide

investono in titoli rischiosi per risollevarne la propria redditività, scommettendo sul fatto che l'aumentata rischiosità non porti comunque a un default del debito sovrano (*gamble-for-resurrection*).

Il lavoro ha analizzato gli investimenti delle banche in titoli di Stato sotto diversi profili, ma le possibilità di approfondimento sono ancora ampie. Sempre in prospettiva storica, si potrebbe indagare l'impatto delle conversioni forzose del debito pubblico, avvenute nei primi decenni del '900, sul portafoglio delle banche. Inoltre, attraverso i dati di bilancio si potrebbe studiare in modo più analitico il legame tra la domanda di titoli pubblici e la più ampia strategia di diversificazione dell'attività bancaria.

## Riferimenti bibliografici

- A'Hearn, B. (2005), "Finance-Led Divergence in the Regions of Italy", *Financial History Review*, vol. 12, pp. 7-41.
- Acharya, V., Drechsler, I. e Schnabl, P. (2014), "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk", *Journal of Finance*, vol. 69, n° 6, pp. 2689-2739.
- Acharya, V. e Steffen, S. (2015), "«The Greatest» Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks", *Journal of Financial Economics*, vol. 115, n° 2, pp. 215-236.
- Affinito, M., Albareto, G. e Santioni, R. (2016), *Purchases of Sovereign Debt Securities by Italian Banks During the Crisis: the Role of Balance-Sheet Conditions*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n° 330.
- Albareto, G. (1999), "Concorrenza e politica bancaria", in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Laterza, Roma-Bari.
- Albareto, G., Cascarano, M., De Mitri, S., Demma, C., Felici, R. e Rossi, C. (2022), *Il sistema bancario e il finanziamento delle imprese del Mezzogiorno*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n° 684.
- Albareto, G. e Trapanese, M. (1999), "La politica bancaria negli anni cinquanta", in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Laterza, Roma-Bari.
- Albertazzi, U., Ropele, T., Sene, G. e Signoretti, F. M. (2014), "The Impact of the Sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks", *Journal of Banking & Finance*, vol. 46, n° C, pp. 387-402.
- Altavilla, C., Pagano, M. e Simonelli, S. (2017), "Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission", *Review of Finance*, vol. 1, n° 37, pp. 1-37.
- Angelini, P., Grande, G. e Panetta, F. (2014), *The Negative Feedback Loop between Banks and Sovereigns*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n° 213.
- Angelini, P., Nicoletti Altimari, S. e Visco, I. (2013), "Macroprudential, Microprudential and Monetary Policies: Policies, Complementarities and Trade-Offs", in A. Dombret e O. Lucius (eds.), *Stability of the Financial System*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Artoni, R. (2005), "Note sul debito pubblico italiano dal 1885 al 2001", *Rivista di Storia Finanziaria*, vol. 15, pp. 77-110.
- Baffigi, A. (2015), *Il PIL per la storia d'Italia. Istruzioni per l'uso*, Marsilio Editore, Roma.
- Baldursson, F. M. e Portes, R. (2013), *Gambling for Resurrection in Iceland: the Rise and Fall of the Banks*, CEPR Discussion Papers, n° 9664.
- Banca d'Italia (1938-1988), *Bollettino del Servizio Studi*, Roma.
- (1938), *L'economia italiana nel sessennio 1931-1936*, Istituto poligrafico dello Stato, Roma.
- (1958), *Relazione annuale sul 1957*, Roma.
- (1959), *Relazione annuale sul 1958*, Roma.
- (1968), *Relazione annuale sul 1967*, Roma.



- (1977), *Relazione annuale sul 1976*, Roma.
- (1992), *Relazione annuale sul 1991*, Roma.
- (2015), *Relazione annuale sul 2014*, Roma.
- (2016), *Relazione annuale sul 2015*, Roma.
- Bank for International Settlements (2011), *The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions. Report chaired by Panetta F.*, CGFS Papers, Bank for International Settlements, n° 43.
- Barbagallo, C. (2013), *Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia*, Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti, Roma.
- Barbiellini Amidei, F., De Bonis, R., Rocchelli, M., Salvio, A. e Stacchini, M. (2016), *La moneta in Italia dal 1861: evidenza da un nuovo dataset*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n° 328.
- Barbiellini Amidei, F., Genito, E. e Piselli, P. (2019), *Emissioni e consistenze di titoli pubblici dal 1928 a oggi*, mimeo, Banca d'Italia.
- Barbiellini Amidei, F., Gigliobianco, A. e Giordano, C. (2012), “Credit Policy and Economic Development in Post-WWII Italy”, in H. Bonin, N. V. Haueter, A. Gigliobianco and J. Harold (eds.), *Public Policies and the Direction of Financial Flows. Studies in Banking and Financial History*, EABH, Bucharest.
- Barbiellini Amidei, F. e Giordano C. (2014), “The Redesign of the Bank-Industry-Financial Market Ties in the US Glass-Steagall and the 1936 Italian Banking Acts”, in P. Clement, H. James e H. Van der Wee (eds.), *Financial Innovation, Regulation and Crises in History*, Pickering & Chatto, Londra.
- Baubeau, P., Monnet, E., Riva, A. e Ungaro, S. (2021), “Flight to Safety and the Credit Crunch: a New History of the Banking Crises in France During the Great Depression”, *Economic History Review*, vol. 74, n° 1, pp. 223-250.
- Becker, B. e Ivashina, V. (2017), *Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis*, CEPR Discussion Papers, n° 12185.
- Bernanke, B. e Gertler, M. (1987), “Banking in General Equilibrium”, in W. Barnett e K. Singleton (eds.), *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Bianchi, B. (1979), “Appendice statistica: il rendimento del consolidato dal 1862 al 1946”, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, il Mulino, Bologna, pp. 143-53.
- Biscaini Cotula, A. e Ciocca, P. (1979), “Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)”, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, il Mulino, Bologna, pp. 61-136.
- Bolton, P. e Jeanne, O. (2011), *Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies*, NBER Working Paper, n°16899.
- Bonelli, F. (a cura di) (1991), *La Banca d'Italia dal 1894 al 1913. Momenti della formazione di una banca centrale*, Collana storica della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari.
- Borgatta, G. (1946), *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Gazzotti, Alessandria.
- Boyd, J. H., Graham, S. L. e Hewitt, R. S. (1993), “Bank Holding Company Mergers with Nonbank Financial Firms: Effects on the Risk of Failure”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 17, n° 1,

pp. 43-63.

- Buch, C., Koetter, M. e Ohls, J. (2016), "Banks and Sovereign Risk: A Granular View", *Journal of Financial Stability*, vol. 25, n° C, pp. 1-15.
- Buttiglione, L. e Prati, A. (1991), *La scelta del meccanismo di collocamento dei titoli di Stato: analisi teorica e valutazione dell'esperienza italiana*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n° 146.
- Clarich, M. (1984), *Le casse di risparmio*, il Mulino, Bologna.
- Confalonieri, A. (1975), *Banca e industria in Italia 1894-1906. Il sistema bancario tra due crisi*, Banca Commerciale Italiana, Milano.
- (1982), *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 al 1914*, Banca Commerciale Italiana, Milano.
- Confalonieri, A. e Gatti, E. (1986), *La Politica del Debito Pubblico 1919-1943*, vol. 1, Cariplo-Laterza, Milano.
- Cotula, F. (1999), "Introduzione", in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, Collana storica della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari.
- Cotula, F., Raganelli, T., Sannucci, V., Alieri, S. e Cerrito, E. (1996), *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, Collana storica della Banca d'Italia-Statistiche, Laterza, Roma-Bari.
- Crosignani, M. (2017), *Why Are Banks Not Recapitalized During Crises?*, European Systemic Risk Board Working Paper Series, n° 57.
- De Bonis, R., Farabullini, F., Rocchelli, M. e Salvio, A. (2012), *A Quantitative Look at the Italian Banking System: Evidence From a New Dataset Since 1861*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica (Economic History Working Papers), n° 26.
- De Bonis, R., Marinelli, G. e Vercelli, F. (2018), "Playing Yo-Yo with Bank Competition: New evidence from 1890 to 2014", *Explorations in Economic History*, vol. 67, pp. 134-151.
- De Johannis, J. (1904), *La conversione della rendita*, Barbera editore, Firenze.
- De Marco, F. e Macchiavelli, M. (2016), *The Political Origin of Home Bias: The Case of Europe*, FEDS Working Papers, n° 2016-60.
- Di Majo, A. e Franco, D. (1987), "Gli effetti delle imposte sulla convenienza a detenere titoli pubblici in Italia (1974-1986)", *Moneta e Credito*, vol. 40, n° 157, pp. 75-104.
- Diamond, D. e Rajan, R. (2011), "Fear of Fire Sales, Illiquidity Seeking, and Credit Freezes", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 2, pp. 557-591.
- Fausto, D. (2005), "Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)", *Rivista di Storia finanziaria*, vol. 15, pp. 101-108.
- Fisher, P. R. (2013), "Reflections on the Meaning of «Risk Free»", Bank for International Settlements Papers, n° 72.
- Flandreau, M. (2013), "Do Good Sovereigns Default? Lessons of History", Bank for International Settlements Papers, n° 72.
- Francese, M. e Pace, A. (2008), *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n° 31.
- Freixas, X. e Rochet, J. C. (2008), *Microeconomics of Banking*, MIT Press, Cambridge.
- Garofalo, P. e Colonna, D. (1999), "Statistiche creditizie", in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, Collana storica della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari.

- Gennaioli, N., Martin, A. e Rossi, S. (2014), “Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions”, *The Journal of Finance*, vol. 69, n° 2, pp. 819-866.
- Gennaioli, N., Martin, A. e Rossi, S. (2018), “Banks, Government Bonds, and Default: What do the Data Say?”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 98, pp. 98-113.
- Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale: Banca d'Italia e classe dirigente: cento anni di storia*, Donzelli, Roma.
- Giordano, R. e Tommasino, P. (2011), “What Determines Debt Intolerance? The Role of Political and Monetary Institutions”, *European Journal of Political Economy*, vol. 27, n° 3, pp. 471-484.
- Hart, O. D. e Jaffee, D. M. (1974), “On the Application of Portfolio Theory to Depository Financial Intermediaries”, *Review of Economic Studies*, vol. 41, n° 1, pp. 129-147.
- Hildebrand, T., Rocholl, J. e Schulz, A. (2012), “Flight to Where? Evidence from Bank Investments During the Financial Crisis”, *SSRN Electronic Journal*, [https://www.researchgate.net/publication/256015758\\_Flight\\_to\\_Where\\_Evidence\\_from\\_Bank\\_Investments\\_During\\_the\\_Financial\\_Crisis](https://www.researchgate.net/publication/256015758_Flight_to_Where_Evidence_from_Bank_Investments_During_the_Financial_Crisis).
- Holmstrom, B. e Tirole, J. (1993), “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, vol. 101, n° 4, pp. 678-709.
- Homer, S. e Sylla, R. (1996), *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, New Brunswick.
- Horváth, B., Huizinga, H. e Ioannidou, V. (2015), *Determinants and Valuation Effects of the Home Bias in European Banks' Sovereign Debt Portfolios*, CEPR Discussion Papers, n° 10661.
- Istat (2016), *Il valore della moneta in Italia dal 1861 al 2015*, <https://www.istat.it/it/archivio/184142>, Istat.
- Kashyap, A. e Stein, J. C. (1993), *Monetary Policy and Bank Lending*, National Bureau of Economic Research, NBER Working paper, n° 4317, Cambridge, MA.
- La Francesca, S. (2004), *Storia del sistema bancario italiano*, il Mulino, Bologna.
- Lanotte, M., Manzelli, G., Rinaldi, A. M., Taboga, M. e Tommasino P. (2016), *Easier Said Than Done? Reforming the Prudential Treatment of Banks' Sovereign Exposures*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n° 326.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C.
- Ministero del Tesoro, Direzione Generale del Debito Pubblico (1988), *Il debito pubblico in Italia: 1861-1987*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma.
- Ministero delle Finanze (1942), “Cenni storici sulle operazioni finanziarie effettuate dall'Italia dal 1919 in poi. Appendice n.1”, in Ministero delle Finanze (a cura di), *Relazione sui servizi affidati alla Direzione Generale del Tesoro, 1 luglio 1935 - 30 giugno 1940*, pp. 687-722, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma.
- Natoli, S., Piselli, P., Triglia, I. e Vercelli, F. (2016), *L'Archivio Storico del Credito in Italia*, Banca d'Italia, Quaderni di storia economica (Economic History Working Papers), n° 36.
- OECD (2017), *Economic Outlook*, n° 102.
- Ogawa, K. e Imai, K. (2014), “Why Do Commercial Banks Hold Government Bonds? The Case of Japan”, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 34, n° C, pp. 201-216.
- Onado M. (1988), “La specializzazione per categorie giuridiche”, in F. Cesarini, M. Grillo, M. Monti e M. Onado (a cura di), *Banca e mercato: riflessioni su evoluzione e prospettive dell'industria*

*bancaria in Italia*, il Mulino, Bologna.

- Ongena, S., Popov, A. e Van Horen, N. (2016), “The Invisible Hand of the Government: Moral Suasion During the European Sovereign Debt Crisis”, Netherlands Central Bank, Research Department, DNB Working Papers, n° 505.
- Orame, A. (2023), “Bank Lending and the European Debt Crisis: Evidence from a New Survey”, *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n° 1, pp. 243-299.
- Pantaleoni, M. (1996[1924]), “Le casse di risparmio e gli istituti bancari”, *Il risparmio*, vol. 44, n° 6, pp. 1301-1324.
- Parrillo, F. (1984), “Lineamenti e tendenze dell’economia italiana”, *Rivista bancaria, Minerva bancaria*, vol. 11-12, pp. 491-501.
- Popov, A. e van Horen, N. (2013), “The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from the European Debt Crisis”, Netherlands Central Bank, Research Department, DNB Working Papers, n° 382.
- Purcell, J. F. H. e Kaufman, J. A. (1993), *The Risks of Sovereign Lending: Lessons from History*, Salomon Brothers, New York.
- Pyle, D. (1971), “On the Theory of Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, vol. 26, n° 3, pp. 737-747.
- Rajan, R. G. e Zingales, L. (2003), “The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century”, *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, pp. 5-50.
- Reinhart, C. M. e Rogoff K. S. (2009), “The Aftermath of Financial Crises”, *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, pp. 466-72.
- Rochet, J. C. (2008), “Introduction to Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation”, in J. C. Rochet, *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Salvemini, G. e Zamagni, V. (1993), “Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale”, in F. Cotula (a cura di), *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre 1919-1939*, Collana storica della Banca d’Italia, Laterza, Roma-Bari.
- Schularick, M. e Taylor, A. M. (2012), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, vol. 102, n° 2, pp. 1029-1061.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Stein, J. C. e Kashyap A. K. (2000), “What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?”, *American Economic Review*, vol. 90, n° 3, pp. 407-428.
- Toniolo, G. (1989), *La Banca d’Italia e l’economia di guerra. 1914-1919*, Collana storica della Banca d’Italia, Laterza, Roma- Bari.
- Toniolo, G. (1993), “Il profilo economico”, in G. Guarino e G. Toniolo (a cura di), *La Banca d’Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Collana storica della Banca d’Italia, Laterza, Roma-Bari.
- Visco, I. (2014), *L’uscita dalla crisi del debito sovrano: politiche nazionali, riforme europee, politica monetaria. Lectio magistralis del governatore della Banca d’Italia*, Almo Collegio Borromeo, Pavia.

## **Tabelle e Figure**

Tabella 1: Funzioni e meccanismi dei titoli pubblici nei bilanci bancari

<b>Funzione</b>	<b>Meccanismo</b>
Riserva di liquidità	Far fronte agli shock di liquidità, conseguenti ad esempio ad una politica monetaria restrittiva
Attività <i>risk-free</i>	Diversificazione nella gestione di portafoglio
Garanzia ( <i>collateral</i> )	Garanzia per i prestiti tra banche nel mercato interbancario o per quelli ottenibili dalla banca centrale
Vincolo istituzionale ( <i>moral suasion</i> )	Quando il rischio sovrano di un paese cresce, il governo può ricorrere a varie forme di pressione per assicurarsi che il sistema finanziario assorba le nuove emissioni di titoli pubblici
Rendimenti elevati ( <i>search for yield</i> )	Sfruttare il forte differenziale tra i tassi di interesse sui titoli pubblici nei periodi di crisi e il costo del finanziamento a breve-termine attraverso la banca centrale
Rendimenti elevati ( <i>risk shifting</i> )	La banca ottiene un maggior rendimento, mentre trasferisce il rischio sui creditori della banca stessa

Tabella 2: Periodi di tensione del debito pubblico

Anni di crisi del debito	Causa scatenante	Effetti	Fonte	Recessione
<b>1894-1897</b>	Aumento del fabbisogno finanziario; caduta del PIL nominale e deflazione; progressivo aumento del debito per spese coloniali e costruzioni ferroviarie	Debito al 120% (1897)	Fausto (2005, p.84); Artoni (2005, p.66); Francesse e Pace (2008)	
<b>1920-1924</b>	Caduta del PIL; tensioni valutarie; necessità di collocare all'estero; sistema fiscale ancora arretrato	Il debito estero (UK, USA) quasi uguale a quello interno (88 vs. 93 miliardi); aumento dei BOT da 401 milioni a 22 miliardi (1914-1922); debito cresciuto del 429% dal 1914 al 1922	Fausto (2005, p.95); Artoni (2005, p.67); Francesse e Pace (2008)	1921
<b>1935-1939</b>	Guerra d'Etiopia; autarchia; economia di guerra	Forti disavanzi; alto spread; aumento del debito; prestito forzoso (1935)	Fausto (2005, p.98); Salvemini-Zamagni (1993); Confalonieri-Gatti (1983, p. 50-52)	1936
<b>1992-1994</b>	Rallentamento internazionale; crisi valutaria; interessi reali su debito molto elevati	Forti disavanzi; alto spread estero; aumento del debito, massimo relativo nel 1994	Artoni (2005, p.80); Francesse e Pace (2008)	1993
<b>2011-2013</b>	Crisi della Grecia e del debito sovrano dei paesi più fragili	Aumento fortissimo dello spread; forte aumento del rapporto Debito/PIL; difficoltà del sistema bancario a finanziarsi e concedere credito	(Visco, 2014), (Barbaggio, 2013)	2012-2013

Tabella 3: Statistiche descrittive

Variable	Periodo	Oss.	Media	Dev. Stand.	I quart.	Mediana	III quart.
Acquisti netti di Titoli pubblici / Attivo	1890-1913	11585	.537	5.216	0	0	.905
Acquisti netti di Titoli pubblici / Attivo	1914-1948	10109	3.915	10.213	-.203	1.123	7.013
Acquisti netti di Titoli pubblici / Attivo	1949-1973	9118	1.092	3.596	-.065	.428	1.927
Acquisti netti di Titoli pubblici / Attivo	1977-1998	6767	1.88	5.374	-.678	1.251	4.274
Acquisti netti di Titoli pubblici / Attivo	1999-2016	2346	.918	6.745	-.885	0	2.097
Titoli pubblici / Attivo	1890-1913	12737	9.753	12.986	0	5.208	13.994
Titoli pubblici / Attivo	1914-1948	11218	23.141	18.009	9.137	19.519	33.607
Titoli pubblici / Attivo	1949-1973	9414	9.888	8.257	3.881	7.985	13.234
Titoli pubblici / Attivo	1977-1998	7259	13.157	8.635	7.001	12.177	17.833
Titoli pubblici / Attivo	1999-2016	2346	11.46	12.694	2.729	7.404	15.676
Titoli pubblici / Titoli	1890-1913	12737	54.907	41.502	0	65.88	99.206
Titoli pubblici / Titoli	1914-1948	11218	82.674	26.314	78.851	93.955	99.76
Titoli pubblici / Titoli	1949-1973	9414	55.602	31.201	28.287	55.505	86.486
Titoli pubblici / Titoli	1977-1998	7259	54.638	23.426	39.729	57.125	71.123
Titoli pubblici / Titoli	1999-2016	2346	52.441	32.651	24.346	54.745	81.061
Disponibilità a vista / Attivo (wins.)	1890-1913	12737	4.468	5.172	1.662	3.028	5.428
Disponibilità a vista / Attivo (wins.)	1914-1948	11218	7.147	9.284	1.902	3.849	8.152
Disponibilità a vista / Attivo (wins.)	1949-1973	9414	12.687	7.646	7.765	11.475	16.19
Disponibilità a vista / Attivo (wins.)	1977-1998	7259	19.531	8.873	14.514	18.404	23.335
Disponibilità a vista / Attivo (wins.)	1999-2016	2346	13.301	16.336	3.205	7.193	15.808
Depositi / Attivo	1890-1913	12737	66.421	23.894	53.333	74.853	84.568
Depositi / Attivo	1914-1948	11218	70.986	21.275	62.764	78.492	85.926
Depositi / Attivo	1949-1973	9414	81.115	11.851	77.814	84.084	88.025
Depositi / Attivo	1977-1998	7259	66.939	18.384	57.415	71.729	80.501
Depositi / Attivo	1999-2016	2346	44.081	18.314	33.058	44.129	56.673
Altre forme liquide di raccolta / Attivo	1949-1973	9414	10.542	11.555	4.222	7.434	12.382
Altre forme liquide di raccolta / Attivo	1977-1998	7259	13.644	15.239	4.644	9.285	16.532
Altre forme liquide di raccolta / Attivo	1999-2016	2346	17.474	17.942	5.789	12.338	22.298
Patrimonio / Attivo	1890-1913	12737	20.969	17.718	9.503	14.761	25.779
Patrimonio / Attivo	1914-1948	11218	10.653	11.809	4.225	6.906	12.134
Patrimonio / Attivo	1949-1973	9414	4.367	4.398	2.052	3.422	5.451
Patrimonio / Attivo	1977-1998	7259	6.103	5.834	2.851	4.942	7.577
Patrimonio / Attivo	1999-2016	2346	13.395	11.482	7.351	10.261	14.703
ROA (wins.)	1890-1913	12189	122.371	94.782	61.103	104.503	168.268
ROA (wins.)	1914-1948	11089	75.317	58.024	32.521	65.146	106.107
ROA (wins.)	1949-1973	9380	54.582	45.822	23.639	38.796	70.429
ROA (wins.)	1977-1998	7140	55.173	49.821	24.502	49.274	79.066
ROA (wins.)	1999-2016	2346	12.669	95.058	0	29.917	58.931
Log Z-score (wins.)	1890-1913	12176	4.171	1.191	3.34	4.085	4.925
Log Z-score (wins.)	1914-1948	10970	3.723	1.211	2.864	3.63	4.494
Log Z-score (wins.)	1949-1973	9346	3.676	1.19	2.826	3.592	4.452
Log Z-score (wins.)	1977-1998	7098	3.536	1.156	2.709	3.445	4.247
Log Z-score (wins.)	1999-2016	2274	3.719	1.096	2.99	3.665	4.387

Fonti: Archivio Storico del Credito in Italia (ASCI) e statistiche prudenziali della Banca d'Italia.



Tabella 4: Stime panel a effetti fissi (FE) - Modello base

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016
	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)
Titoli pubblici / Attivo (Lag2)	-0.093*** (0.0097)	-0.073*** (0.0101)	-0.186*** (0.0198)	-0.092*** (0.0098)	-0.071*** (0.0100)	-0.184*** (0.0199)	-0.067*** (0.0093)	-0.067*** (0.0102)	-0.177*** (0.0200)
Depositi / Attivo (Lag1)	0.038*** (0.0075)	0.006 (0.0105)	0.003 (0.0256)	0.026*** (0.0063)	0.006 (0.0094)	0.006 (0.0244)	0.025*** (0.0070)	-0.001 (0.0090)	-0.002 (0.0238)
Altre forme di rac. / Attivo (Lag1)		-0.031*** (0.0117)	-0.077*** (0.0295)		-0.033*** (0.0117)	-0.072*** (0.0303)		-0.020* (0.0111)	-0.061** (0.0296)
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.081*** (0.0166)	0.048*** (0.0087)	0.100*** (0.0214)	0.083*** (0.0167)	0.049*** (0.0086)	0.098*** (0.0214)	0.119*** (0.0171)	0.043*** (0.0086)	0.084*** (0.0200)
Patrimonio / Attivo (Lag1)	0.033*** (0.0107)	0.005 (0.0269)	-0.025 (0.0463)	0.006 (0.0108)	0.006 (0.0453)	0.006 (0.0253)	0.006 (0.0108)	0.019 (0.0253)	0.018 (0.0453)
ROA (Lag1)	0.003*** (0.0010)	-0.000 (0.0011)	0.003* (0.0018)	0.002** (0.0010)	-0.000 (0.0010)	-0.000 (0.0010)	0.002** (0.0010)	-0.000 (0.0011)	-0.000 (0.0018)
Z-score (Buch) (Lag1)		0.071 (0.0473)			0.029 (0.0350)	0.034 (0.0777)			
Emissioni nette di titoli pubblici su PIL							0.022* (0.0126)	0.278*** (0.0241)	0.422*** (0.0482)
Spread tra titoli pubblici e prestiti							0.048 (0.1883)	0.305*** (0.0410)	0.258*** (0.0545)
Spread tra titoli pubblici italiani ed esteri							0.583*** (0.1088)	0.253*** (0.0274)	-0.979*** (0.1610)
Deviazione Stand. del rendimento dei titoli pubblici							-2.176** (0.9000)	0.133 (0.1237)	1.434*** (0.2200)
Inflazione							0.015 (0.0107)	-0.014 (0.0136)	0.499*** (0.1006)
Moneta (M0) / PIL							0.008 (0.0405)	0.437*** (0.0405)	0.541*** (0.1143)
Tasso di crescita del PIL							-0.050** (0.0196)	0.100*** (0.0244)	-0.043 (0.0597)
Effetti fissi di tempo	Si	Si	Si	Si	Si	Si	NO	NO	NO
Effetti fissi di banca	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Numero di banche	1421	877	635	1420	875	635	1421	876	634
R2 agg.	0.0584	0.130	0.159	0.0563	0.132	0.159	0.0314	0.0742	0.127
Osservazioni	14820	16797	6243	14809	16782	6237	14820	16689	6135

Tabella 5: Stime panel a effetti fissi (FE) - Modello base - Coefficienti espressi in termini di deviazione standard

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016
Titoli pubblici / Attivo (Lag2)	-0,26	-0,15	-0,32	-0,26	-0,14	-0,32	-0,19	-0,13	-0,31
Depositi / Attivo (Lag1)	0,14	0,02	0,01	0,10	0,02	0,02	0,09	-	-0,01
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0,08	0,10	0,20	0,08	0,10	0,20	0,11	0,09	0,17
Patrimonio / Attivo (Lag1)	0,09	0,01	-0,03				0,02	0,02	0,02
ROA (Lag1)	0,04	-	0,03				0,03	-	-
Altre forme di rac. / Attivo (Lag1)		-0,09	-0,21		-0,10	-0,20		-0,06	-0,17
Z-score (Lag1)				0,01	0,01	0,01			
Emissioni nette di titoli pubblici su PIL							0,02	0,25	0,31
Spread tra titoli pubblici e prestiti							-	0,11	0,10
Spread tra titoli pubblici italiani ed esteri							0,07	0,19	-0,44
Deviazione Stand. del rendimento dei titoli pubblici							-0,04	0,01	0,11
Inflazione							0,02	-0,01	0,23
Moneta (M0) / PIL							-	0,22	0,13
Tasso di crescita del PIL							-0,03	0,06	-0,01

Tabella 6: Stime panel a effetti casuali (RE) - Modello base

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016
	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)
Maggiori banche	0.648 (0.4281)	0.189 (0.3332)	-0.556** (0.2277)	0.512 (0.4228)	0.215 (0.3278)	-0.630*** (0.2308)	0.316 (0.3700)	0.097 (0.3802)	-0.539** (0.2127)
Casse di risparmio	0.299 (0.1913)	-0.237* (0.1263)	0.186 (0.1832)	0.259 (0.1851)	-0.211* (0.1250)	0.093 (0.1878)	0.104 (0.1845)	-0.418*** (0.1287)	-0.150 (0.1841)
Banche del Mezzogiorno (sede legale)	-0.445** (0.2116)	-0.367*** (0.1254)	-0.374* (0.2031)	-0.270 (0.1926)	-0.354*** (0.1228)	-0.395* (0.2074)	-0.421** (0.2118)	-0.427*** (0.1248)	-0.393* (0.2049)
Banche in capoluogo di provincia (sede legale)	0.140 (0.1692)	-0.028 (0.1086)	-0.023 (0.1665)	0.098 (0.1689)	-0.025 (0.1083)	-0.059 (0.1653)	0.308* (0.1645)	-0.001 (0.1089)	-0.007 (0.1703)
Titoli pubblici / Attivo (Lag2)	-0.064*** (0.0087)	-0.049*** (0.0103)	-0.082*** (0.0157)	-0.065*** (0.0087)	-0.047*** (0.0102)	-0.080*** (0.0161)	-0.042*** (0.0083)	-0.048*** (0.0101)	-0.085*** (0.0147)
Depositi / Attivo (Lag1)	0.030*** (0.0053)	0.011 (0.0077)	0.007 (0.0117)	0.024*** (0.0038)	0.012* (0.0068)	0.003 (0.0115)	0.022*** (0.0051)	-0.001 (0.0063)	0.004 (0.0120)
Altre forme di rac. / Attivo (Lag1)		-0.019** (0.0090)	-0.031** (0.0148)		-0.018** (0.0084)	-0.035** (0.0143)		-0.021*** (0.0081)	-0.033** (0.0155)
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.058*** (0.0124)	0.036*** (0.0068)	0.048*** (0.0127)	0.060*** (0.0123)	0.036*** (0.0067)	0.049*** (0.0122)	0.096*** (0.0131)	0.032*** (0.0067)	0.045*** (0.0125)
Patrimonio / Attivo (Lag1)	0.015** (0.0067)	-0.003 (0.0142)	0.012 (0.0197)				-0.004 (0.0068)	0.004 (0.0139)	0.022 (0.0199)
ROA (Lag1)	0.002*** (0.0007)	-0.000 (0.0010)	0.003** (0.0015)				0.002** (0.0007)	-0.001 (0.0009)	0.001 (0.0014)
Z-score (Buch) (Lag1)				0.092** (0.0441)	0.025 (0.0334)	0.024 (0.0701)			
Emissioni nette di titoli pubblici su PIL							0.030** (0.0128)	0.281*** (0.0230)	0.475*** (0.0462)
Spread tra titoli pubblici e prestiti							-0.366** (0.1620)	0.338*** (0.0413)	0.295*** (0.0513)
Spread tra titoli pubblici italiani ed esteri							0.799*** (0.0974)	0.226*** (0.0255)	-0.831*** (0.1254)
Deviazione Stand. del rendimento dei titoli pubblici							-1.980** (0.8549)	0.060 (0.1210)	1.392*** (0.2219)
Inflazione							0.016 (0.0107)	-0.007 (0.0127)	0.445*** (0.0839)
Moneta (M0) / PIL							-0.036 (0.0375)	0.399*** (0.0369)	0.411*** (0.0889)
Tasso di crescita del PIL							-0.058*** (0.0194)	0.068*** (0.0243)	-0.063 (0.0586)
Effetti fissi di tempo	Si	Si	Si	Si	Si	Si	NO	NO	NO
Effetti fissi di banca	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Numero di banche	1421	877	635	1420	875	635	1421	876	634
Osservazioni	14820	16797	6243	14809	16782	6237	14820	16689	6135

Tabella 7: Stime panel a effetti fissi (FE) con interazioni sulle crisi del debito sovrano

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016
	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)
Titoli pubblici / Attivo (Lag2)	-0.066*** (0.0094)	-0.064*** (0.0100)	-0.168*** (0.0199)	-0.067*** (0.0096)	-0.063*** (0.0100)	-0.165*** (0.0198)
Depositi / Attivo (Lag1)	0.025*** (0.0070)	-0.001 (0.0090)	0.020 (0.0241)	0.021*** (0.0060)	0.002 (0.0077)	0.019 (0.0229)
Altre forme di fin. / Attivo (Lag1)		-0.017 (0.0108)	-0.048* (0.0271)		-0.018* (0.0104)	-0.048* (0.0278)
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.108*** (0.0175)	0.044*** (0.0076)	0.093*** (0.0173)	0.110*** (0.0176)	0.044*** (0.0076)	0.092*** (0.0173)
Patrimonio / Attivo (Lag1)	0.012 (0.0110)	-0.000 (0.0246)	0.004 (0.0445)			
ROA (Lag1)	0.002* (0.0012)	-0.000 (0.0011)	-0.000 (0.0019)			
Z-score (Buch) (Lag1)				0.021 (0.0533)	-0.088** (0.0348)	-0.136* (0.0791)
Debt Crisis=1 × Depositi / Attivo (Lag1)	-0.001 (0.0027)	0.022** (0.0112)	0.034*** (0.0115)	0.003 (0.0039)	-0.004 (0.0148)	0.013 (0.0154)
Debt Crisis=1 × Altre forme di fin. / Attivo (Lag1)		-0.006 (0.0283)	0.024 (0.0292)		-0.032 (0.0316)	0.002 (0.0326)
Debt Crisis=1 × Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.042 (0.0368)	0.015 (0.0439)	-0.028 (0.0431)	0.032 (0.0371)	0.025 (0.0443)	-0.016 (0.0433)
Debt Crisis=1 × Patrimonio / Attivo (Lag1)	-0.023*** (0.0087)	0.048 (0.0480)	0.069 (0.0477)			
Debt Crisis=1 × ROA (Lag1)	0.001 (0.0017)	0.000 (0.0041)	-0.000 (0.0043)			
Debt Crisis=1 × Z-score (Buch) (Lag1)				-0.133* (0.0720)	0.567*** (0.1620)	0.525*** (0.1794)
Controlli macro	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti fissi di tempo	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Effetti fissi di banca	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Numero di banche	1421	876	634	1420	874	634
R2 agg.	0.0320	0.0807	0.138	0.0311	0.0829	0.139
Observations	14820	16689	6135	14809	16674	6129

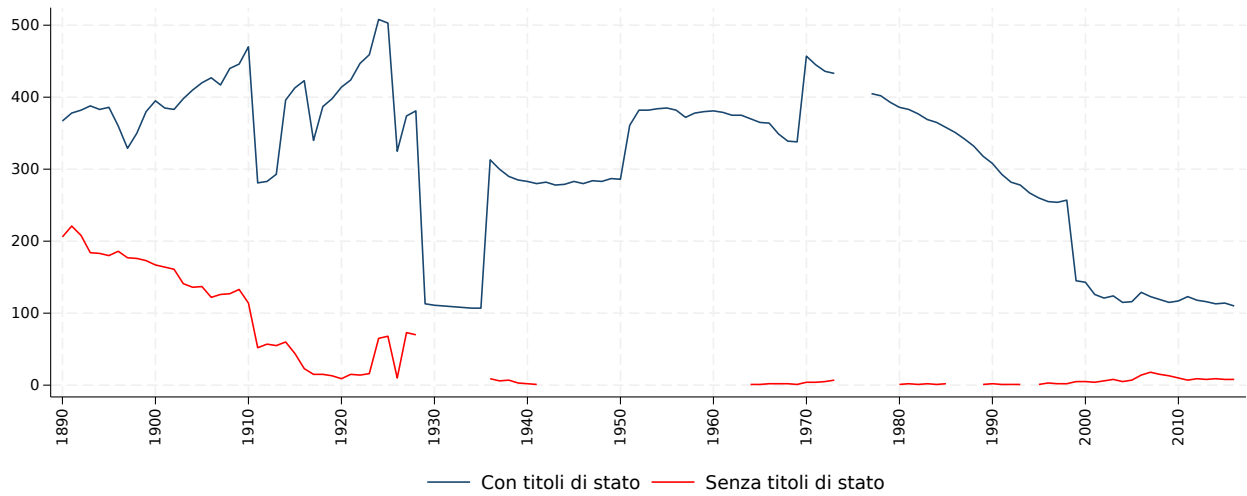
Tabella 8: Stime panel a effetti fissi (FE) con interazioni sulle crisi del debito sovrano – Dummy Crisi del debito=1

	(1) 1890-1948 coef(se)	(2) 1949-2016 coef(se)	(3) 1984-2016 coef(se)	(4) 1890-1948 coef(se)	(5) 1949-2016 coef(se)	(6) 1984-2016 coef(se)
Depositi / Attivo (Lag1)	0.024*** (0.007)	0.020 (0.014)	0.054** (0.026)	0.024*** (0.006)	-0.002 (0.016)	0.032 (0.027)
Altre forme di rac. / Attivo (Lag1)		-0.023 (0.032)	-0.024 (0.045)		-0.048 (0.035)	-0.046 (0.047)
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.150*** (0.035)	0.059 (0.046)	0.064 (0.049)	0.142*** (0.036)	0.070 (0.046)	0.075 (0.049)
Patrimonio / Attivo (Lag1)	-0.010 (0.012)	0.048 (0.053)	0.071 (0.062)			
ROA (Lag1)	0.003** (0.001)	0.000 (0.003)	0.000 (0.004)			
Z-score (Buch) (Lag1)				-0.112* (0.067)	0.479*** (0.160)	0.388** (0.168)

Tabella 9: Stime panel a effetti casuali (RE) con interazioni sulle crisi del debito sovrano

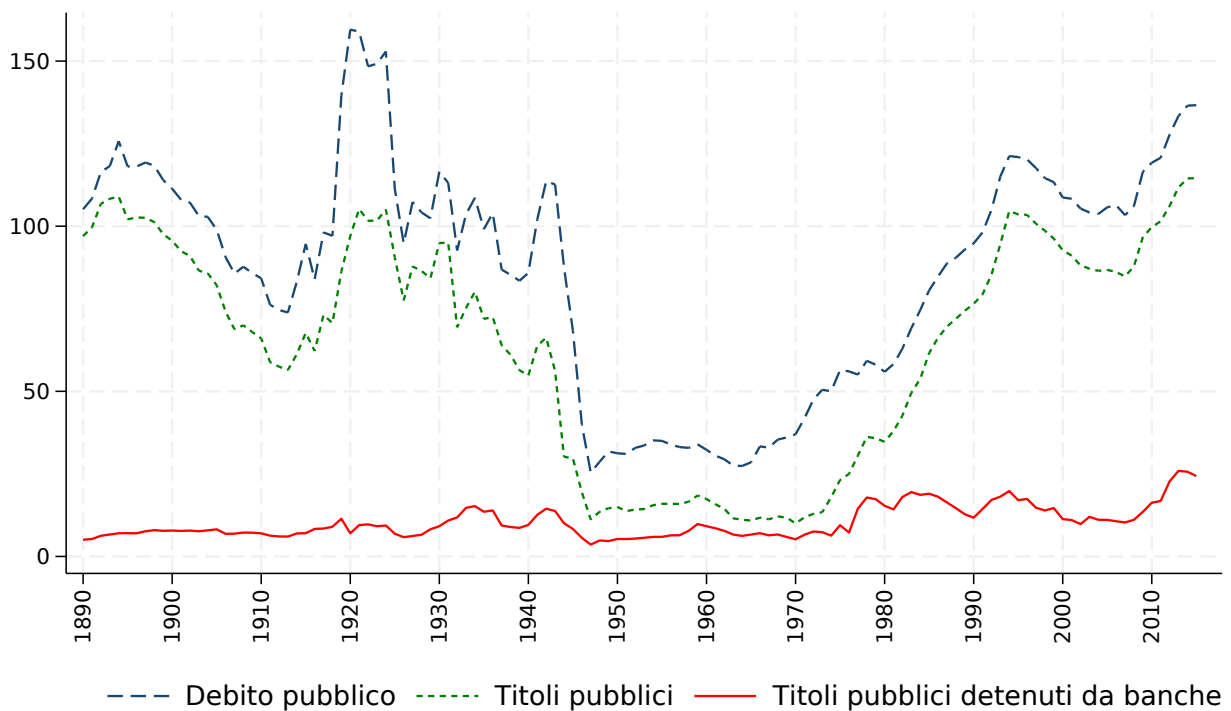
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	1890-1948	1949-2016	1984-2016	1890-1948	1949-2016	1984-2016
	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)	coef(se)
Titoli pubblici / Attivo (Lag2)	-0.042*** (0.0083)	-0.046*** (0.0100)	-0.076*** (0.0144)	-0.041*** (0.0084)	-0.044*** (0.0098)	-0.074*** (0.0146)
Depositi / Attivo (Lag1)	0.026*** (0.0051)	-0.000 (0.0063)	0.008 (0.0121)	0.024*** (0.0037)	0.004 (0.0052)	0.007 (0.0112)
Altre forme di rac. / Attivo (Lag1)		-0.018** (0.0077)	-0.029** (0.0148)		-0.015** (0.0070)	-0.031** (0.0142)
Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.084*** (0.0132)	0.033*** (0.0059)	0.055*** (0.0108)	0.088*** (0.0133)	0.033*** (0.0058)	0.056*** (0.0104)
Patrimonio / Attivo (Lag1)	0.008 (0.0072)	-0.013 (0.0136)	0.004 (0.0197)			
ROA (Lag1)	0.001 (0.0008)	-0.001 (0.0010)	0.001 (0.0016)			
Z-score (Buch) (Lag1)				0.061 (0.0492)	-0.094*** (0.0325)	-0.137** (0.0694)
Crisi deb.=1 × Depositi / Attivo (Lag1)	-0.010*** (0.0036)	0.033*** (0.0112)	0.046*** (0.0117)	-0.003 (0.0055)	0.008 (0.0157)	0.021 (0.0163)
Crisi deb.=1 × Altre forme di fin. / Attivo (Lag1)		0.003 (0.0264)	0.028 (0.0276)		-0.018 (0.0295)	0.006 (0.0307)
Crisi deb.=1 × Disp. a vista / Attivo (Lag1)	0.048 (0.0299)	-0.004 (0.0369)	-0.048 (0.0364)	0.032 (0.0295)	0.005 (0.0370)	-0.037 (0.0366)
Crisi deb.=1 × Patrimonio / Attivo (Lag1)	-0.037*** (0.0096)	0.057 (0.0407)	0.065 (0.0416)			
Crisi deb.=1 × ROA (Lag1)	0.002 (0.0014)	-0.000 (0.0040)	-0.001 (0.0042)			
Crisi deb.=1 × Z-score (Buch) (Lag1)				-0.153* (0.0806)	0.512*** (0.1661)	0.544*** (0.1772)
Maggiori banche	0.131 (0.4071)	0.289 (0.3440)	-0.205 (0.2312)	0.054 (0.3930)	0.314 (0.3303)	-0.227 (0.2223)
Casse di risparmio	-0.187 (0.1900)	-0.625*** (0.1268)	-0.284 (0.1780)	-0.186 (0.1896)	-0.640*** (0.1251)	-0.381** (0.1822)
Banche del Mezzogiorno (sede legale)	-0.715*** (0.2391)	-0.338*** (0.1224)	-0.167 (0.2004)	-0.565*** (0.2159)	-0.383*** (0.1201)	-0.218 (0.2008)
Banche in capoluogo di provincia (sede legale)	0.297* (0.1803)	0.004 (0.1071)	-0.034 (0.1722)	0.304* (0.1794)	0.015 (0.1063)	-0.059 (0.1672)
Crisi deb.=1 × Maggiori banche=1	0.684 (0.5765)	-2.080*** (0.5166)	-1.417*** (0.5209)	0.903 (0.5739)	-2.319*** (0.4913)	-1.726*** (0.5181)
Crisi deb.=1 × Casse di risparmio=1	0.820*** (0.2843)	0.714* (0.3745)	0.028 (0.3815)	0.666** (0.3057)	0.669* (0.3732)	0.063 (0.3807)
Crisi deb.=1 × Sud (sede legale)=1	0.892** (0.3576)	-1.465*** (0.4915)	-1.753*** (0.4965)	0.469 (0.3169)	-1.137** (0.5109)	-1.410*** (0.5210)
Crisi deb.=1 × Capoluoghi di provincia (sede legale)=1	0.018 (0.2642)	-0.138 (0.3991)	-0.020 (0.4294)	-0.015 (0.2697)	-0.052 (0.4071)	0.089 (0.4379)
Controlli macro	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti fissi di tempo	NO	NO	NO	NO	NO	NO
Effetti fissi di banca	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Numero di banche	1421	876	634	1420	874	634
Observations	14820	16689	6135	14809	16674	6129

Figura 1: Numero di banche presenti nel dataset – ripartizione in base alla presenza di titoli di Stato in portafoglio



Note: Sono esclusi gli ICS e le CRA (attuali BCC). Gruppi bancari dal 1999.

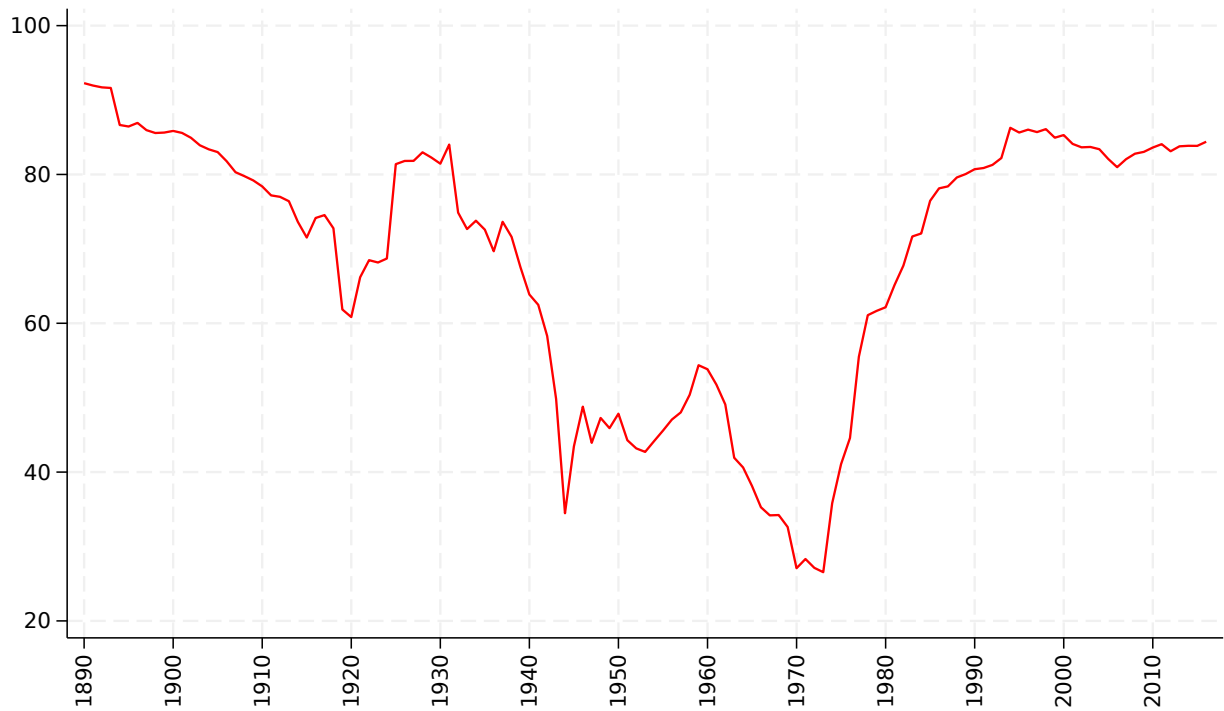
Figura 2: Debito pubblico, titoli pubblici emessi e titoli detenuti da istituzioni finanziarie monetarie – Valori percentuali rispetto al Pil



Fonti: Baffigi (2015), Cotula et al (1996), BDS.

Note: dal 1929 al 1936 i dati includono i valori mobiliari detenuti dalle SOC.

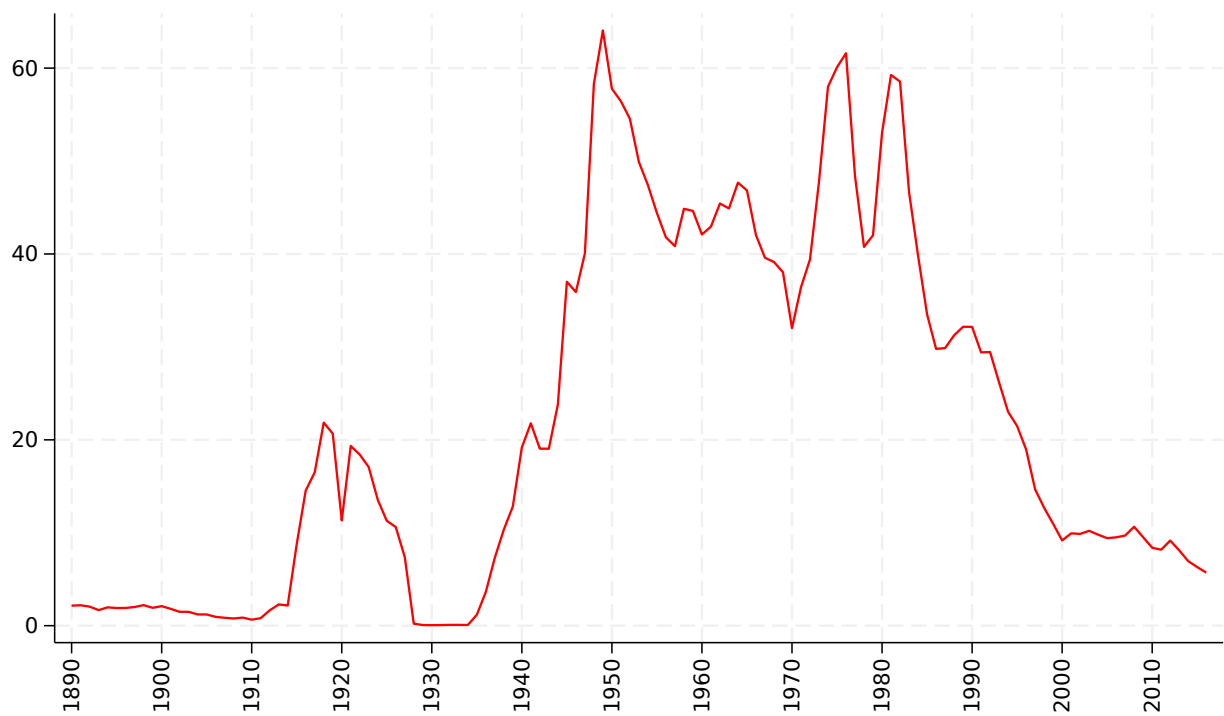
Figura 3: Titoli emessi dallo Stato sul totale del debito pubblico – Valori percentuali rispetto al Pil



Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

Note: dal 1929 al 1936 i dati includono tutti i valori mobiliari detenuti dalle SOC.

Figura 4: Titoli pubblici a breve sul totale dei titoli emessi – Valori percentuali rispetto al totale dei titoli emessi

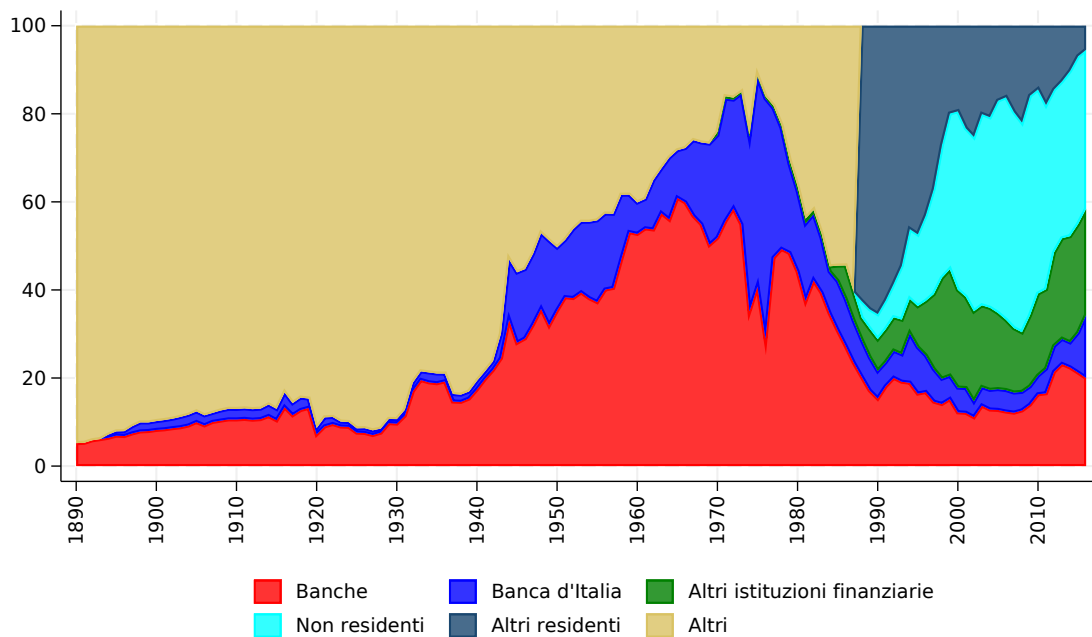


Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

Note: dal 1929 al 1936 i dati includono tutti i valori mobiliari detenuti dalle SOC.



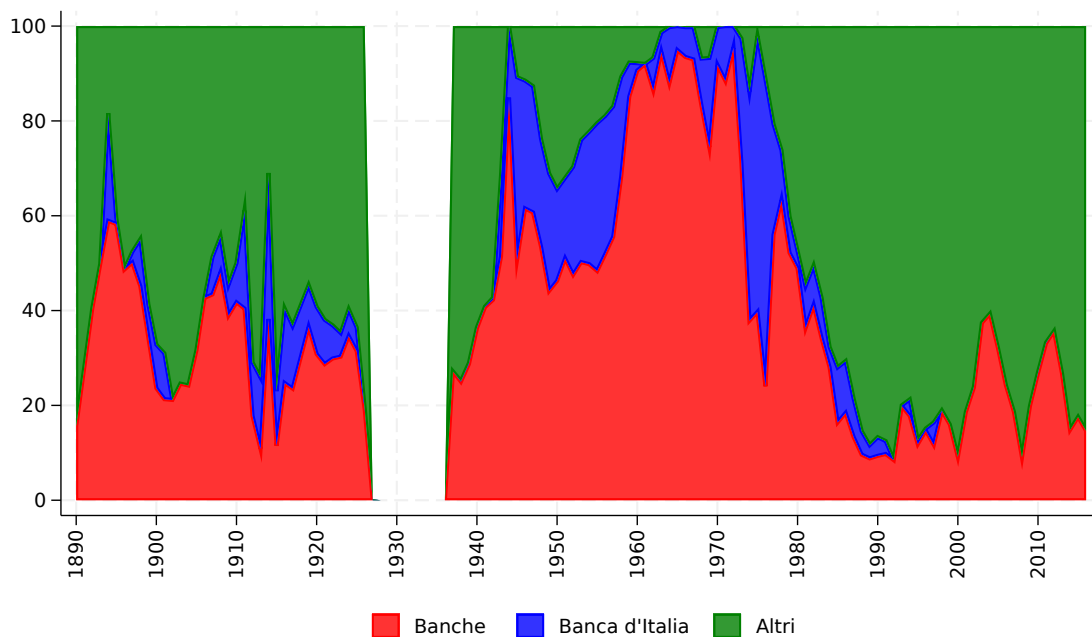
Figura 5: Titoli di Stato – ripartizione per settore istituzionale detentore



Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

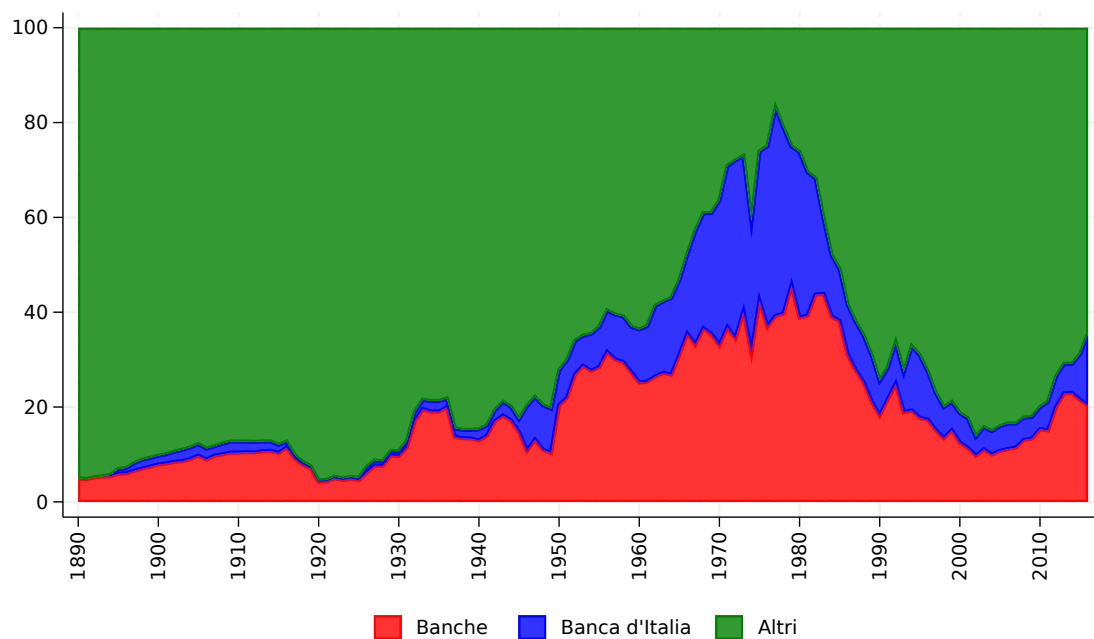
Note: dal 1929 al 1936 i dati includono tutti i valori mobiliari delle SOC.

Figura 6: Titoli di Stato a breve termine – ripartizione per settore istituzionale detentore



Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

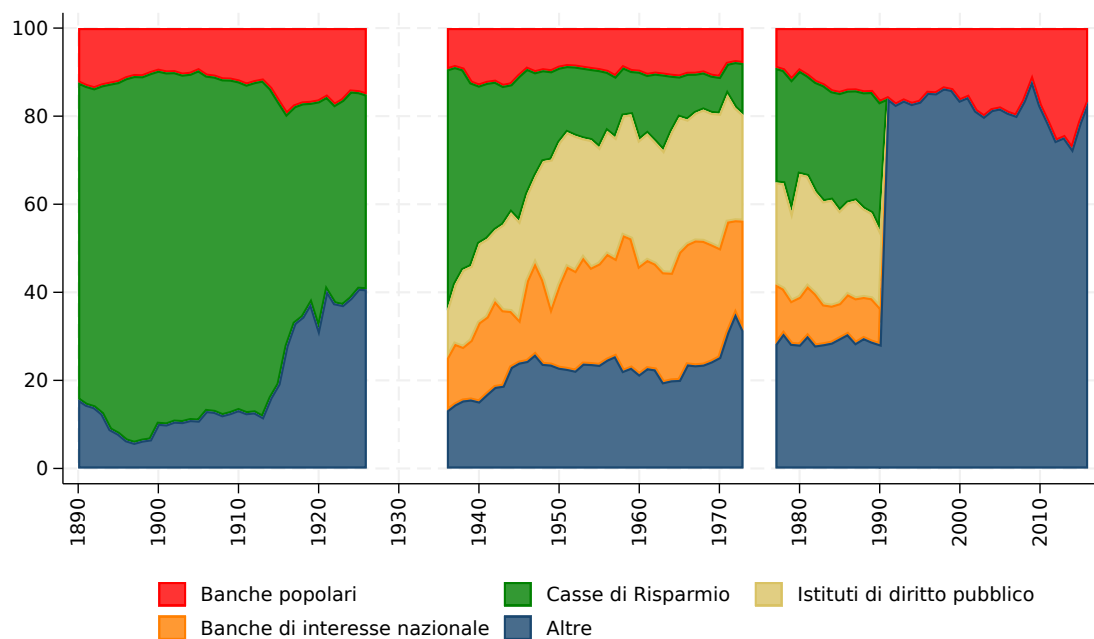
Figura 7: Titoli di Stato a lungo termine – ripartizione per settore istituzionale detentore



Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

Note: dal 1929 al 1936 i dati includono tutti i valori mobiliari delle SOC.

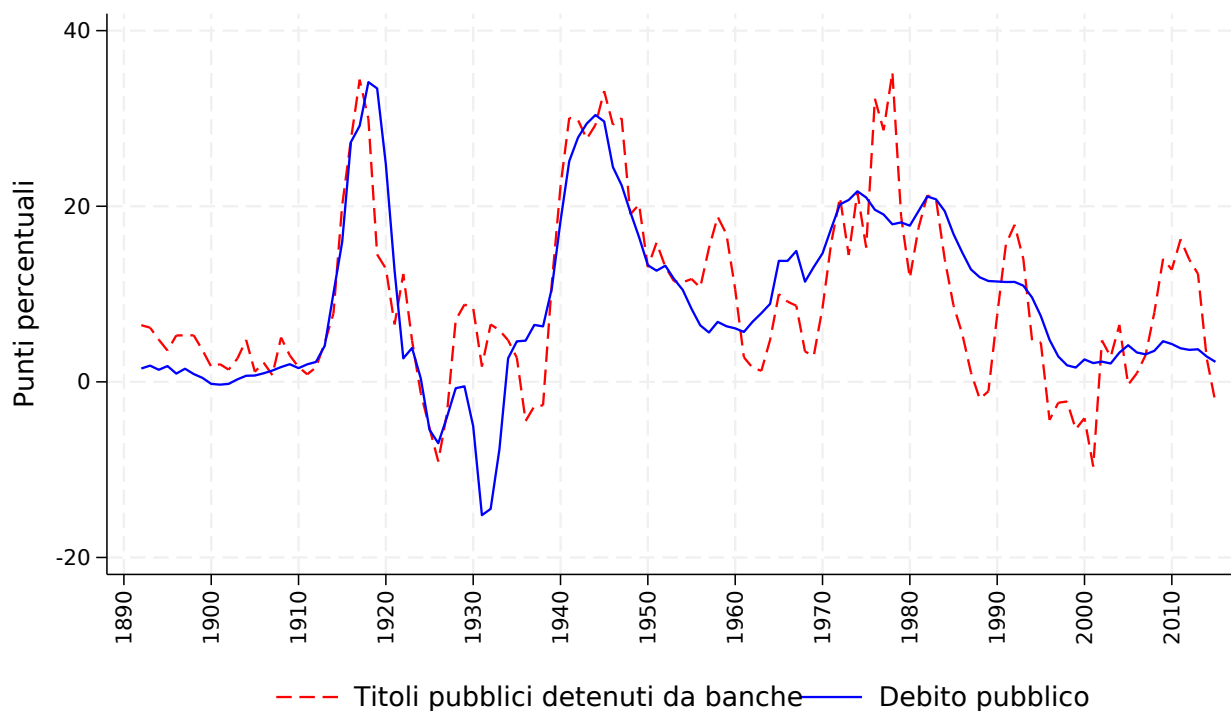
Figura 8: Titoli di Stato detenuti da aziende di credito – ripartizione per categoria giuridica



Fonti: Cotula et al (1996), Cotula et al (2000), ASCI, Matrice dei conti dal 1977.

Note: titoli a valore di bilancio fino al 1966; a valore nominale in seguito. Escluse CRA e ICS.

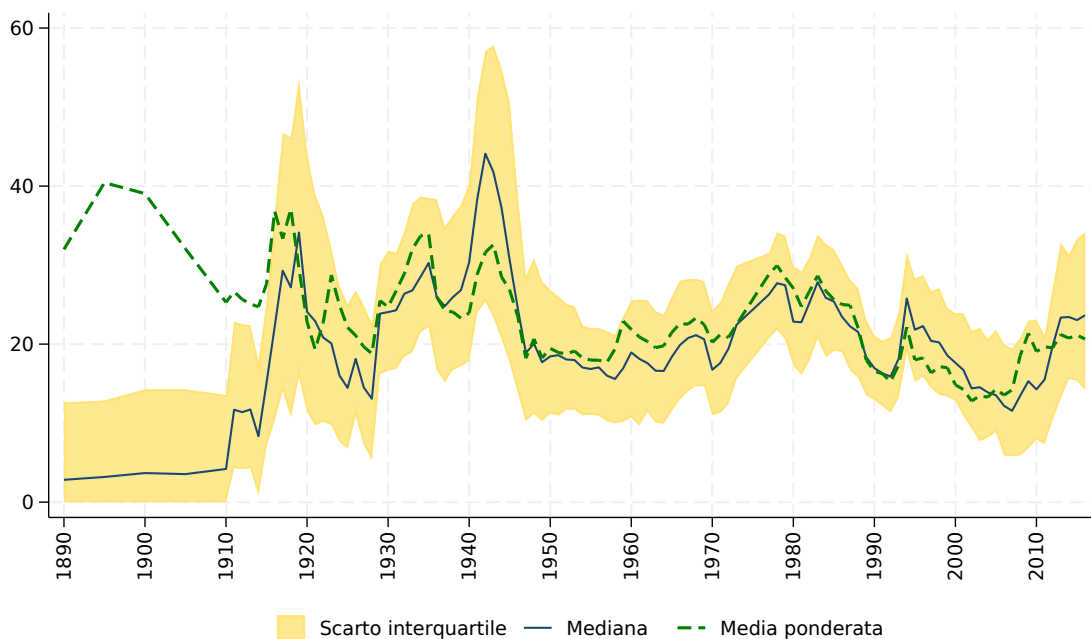
Figura 9: Tassi di variazione del debito pubblico e dei titoli pubblici detenuti da istituzioni finanziarie monetarie



Fonti: Cotula et al (1996), BDS.

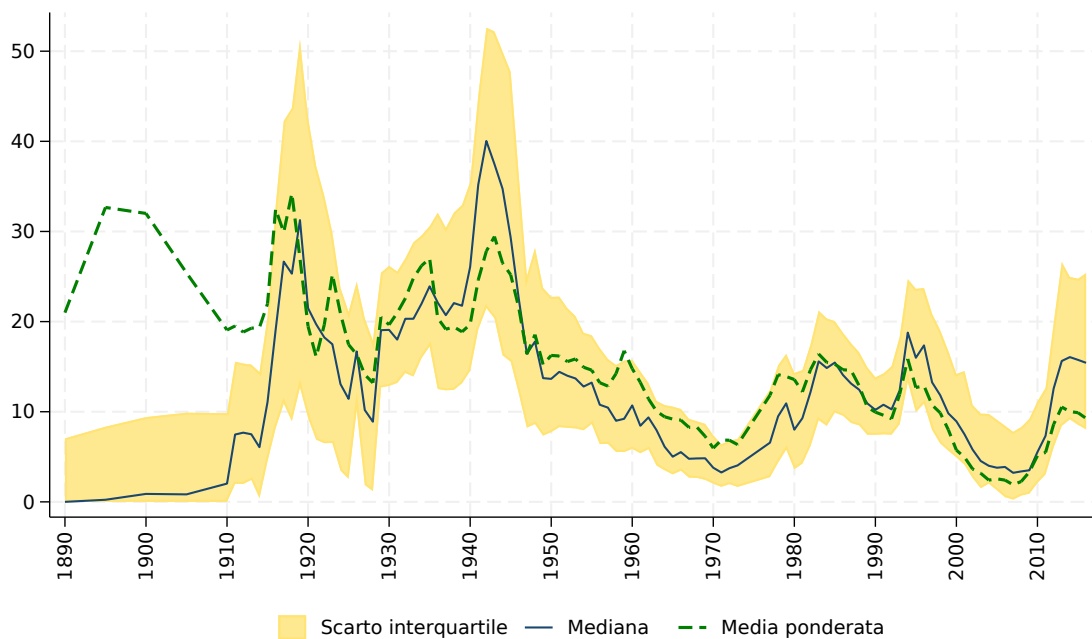
Note: medie mobili centrate su tre anni. Dal 1929 al 1936 i dati includono tutti i valori mobiliari delle SOC.

Figura 10: Quota dei titoli in portafoglio sull'attivo – Scarto interquartile, mediana e media ponderata



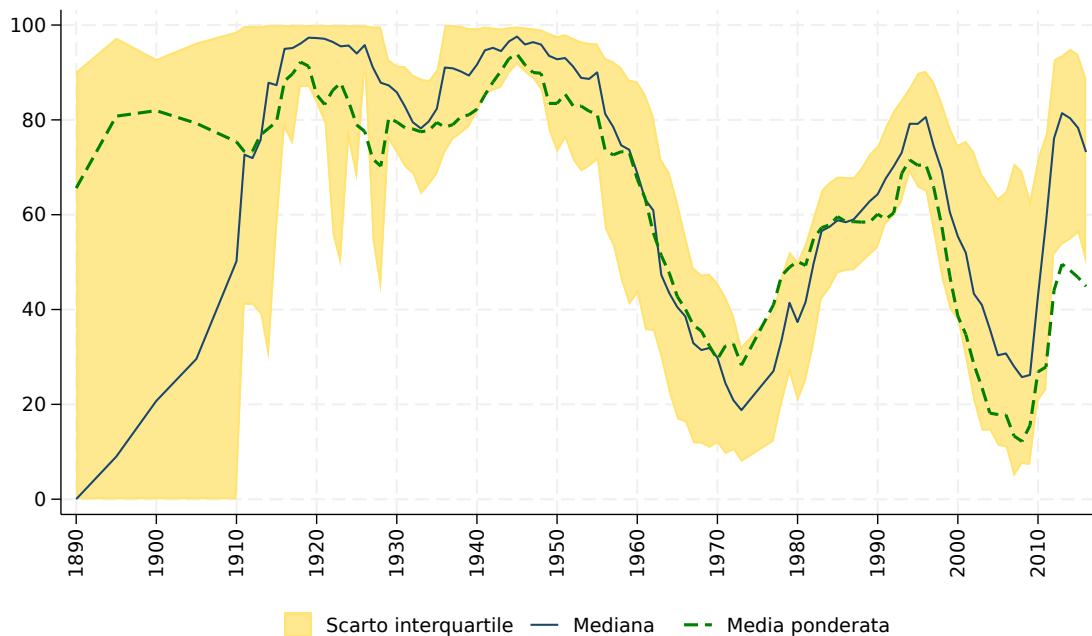
Note: i dati sono interpolati tra quinquenni nel periodo 1890-1910 e tra il 1974 e il 1976. CRA e ICS sono esclusi. Gruppi bancari dal 1999.

Figura 11: Quota dei titoli di Stato sull'attivo – Scarto interquartile, mediana e media ponderata



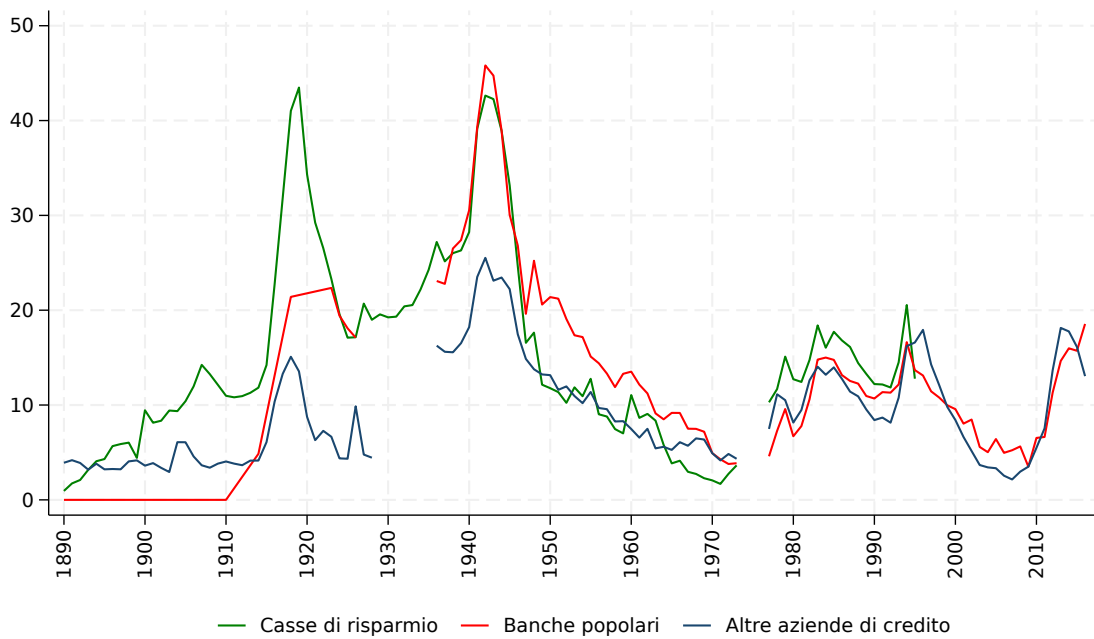
Note: i dati sono interpolati tra quinquenni nel periodo 1890-1910 e tra il 1974 e il 1976. CRA e ICS sono esclusi. Gruppi bancari dal 1999.

Figura 12: Quota dei titoli di Stato sui titoli in portafoglio – Scarto interquartile, mediana e media ponderata



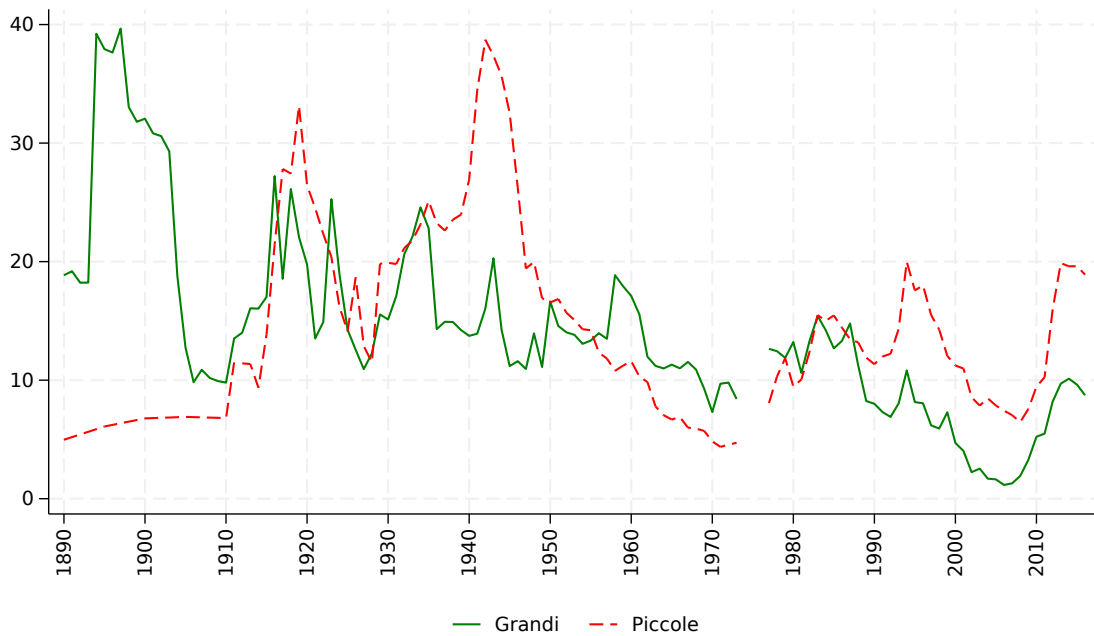
Note: i dati sono interpolati tra quinquenni nel periodo 1890-1910 e tra il 1974 e il 1976. CRA e ICS sono esclusi. Gruppi bancari dal 1999.

Figura 13: Quota mediana dei titoli di Stato su attivo – ripartizione per categoria giuridica



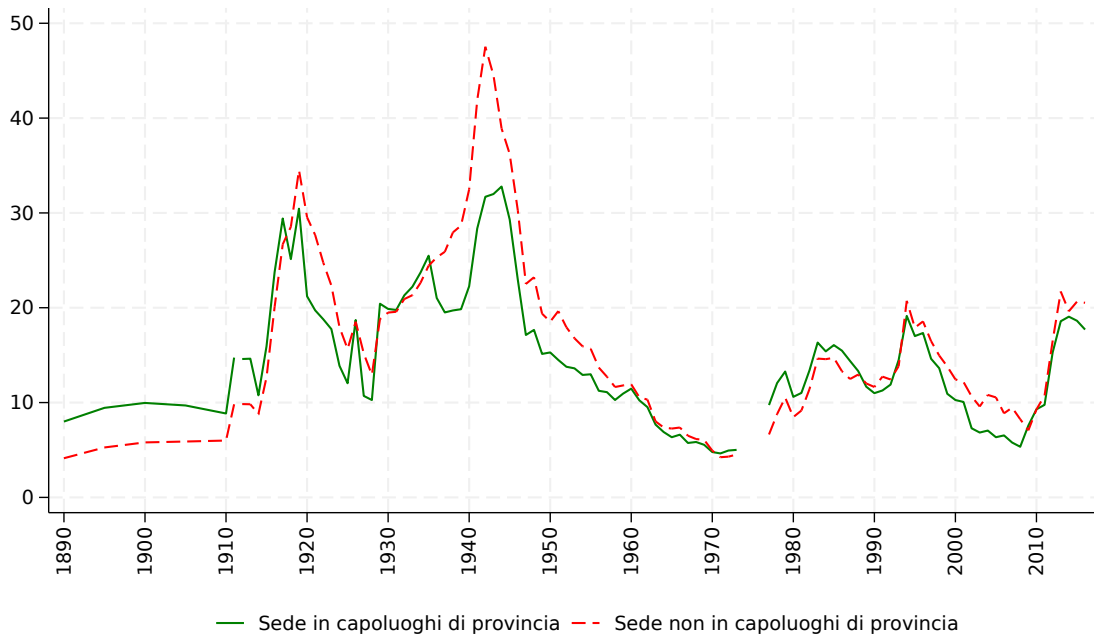
Note: il dato delle banche popolari è interpolato negli anni in cui vi sono poche osservazioni tra il 1890 e il 1923.

Figura 14: Media della quota dei titoli di Stato su attivo – ripartizione per banche grandi e piccole



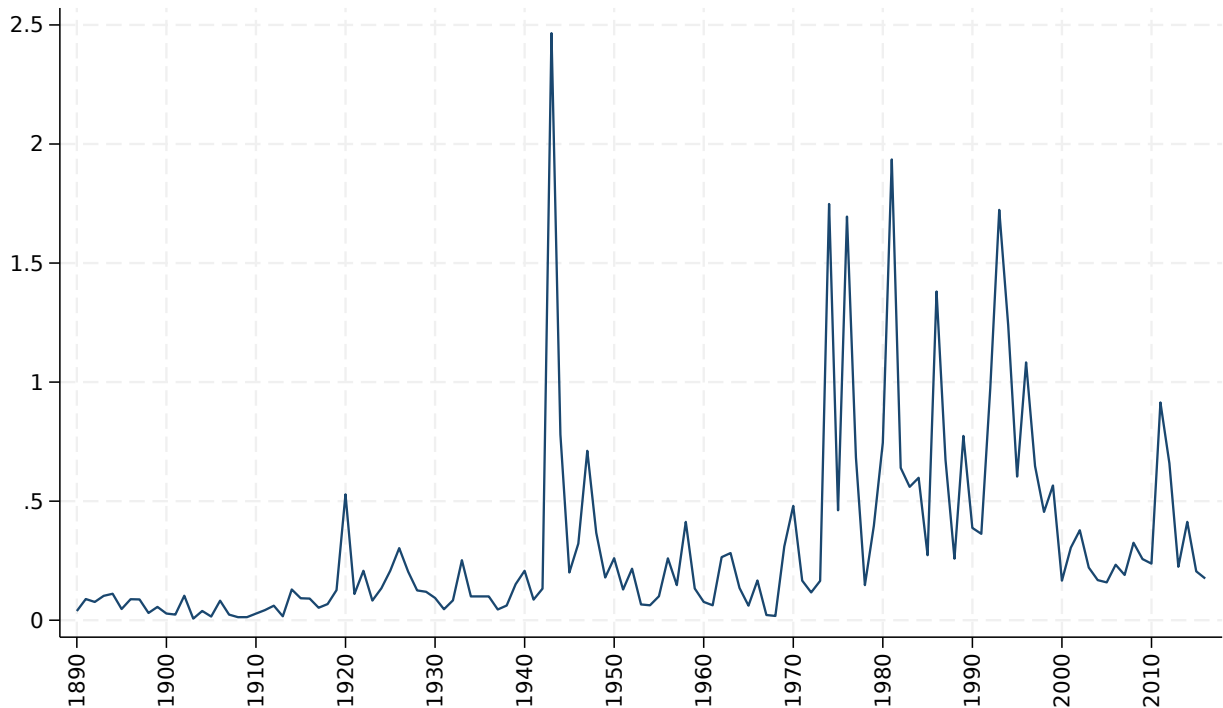
Note: il dato è interpolato tra quinquenni nel periodo 1890-1910.

Figura 15: Media della quota dei titoli di Stato su attivo – ripartizione per banche con sede legale in un capoluogo di provincia



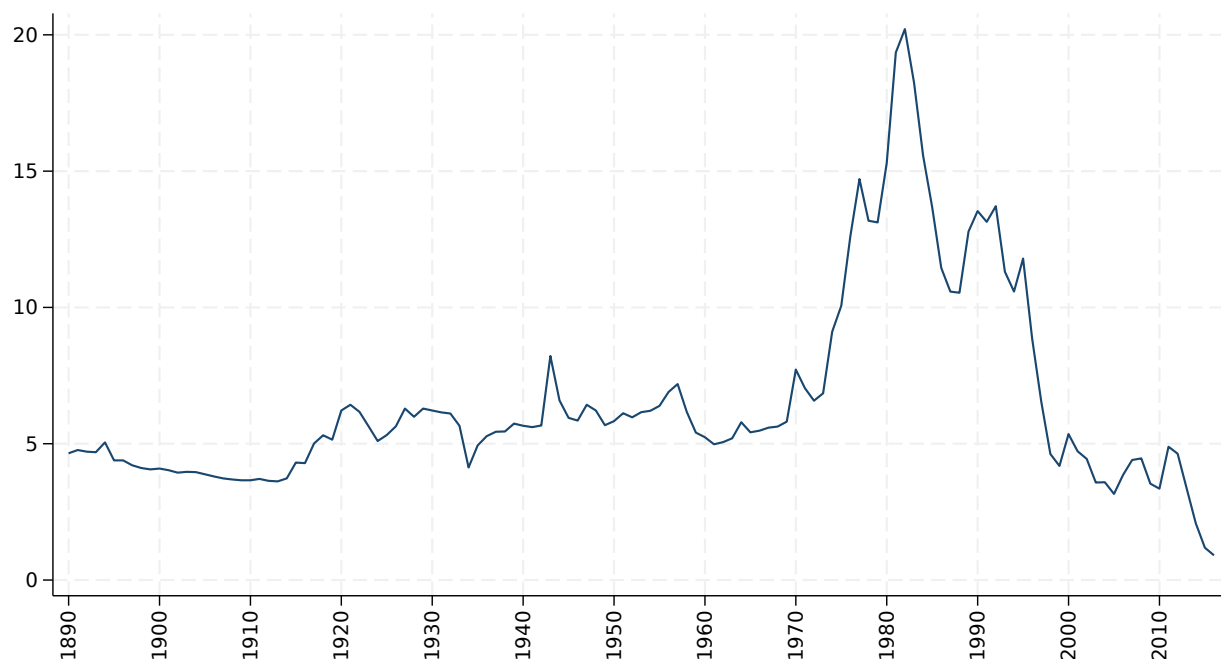
Note: il dato è interpolato tra quinquenni nel periodo 1890-1910.

Figura 16: Volatilità dei titoli pubblici a medio e lungo termine (deviazione standard)



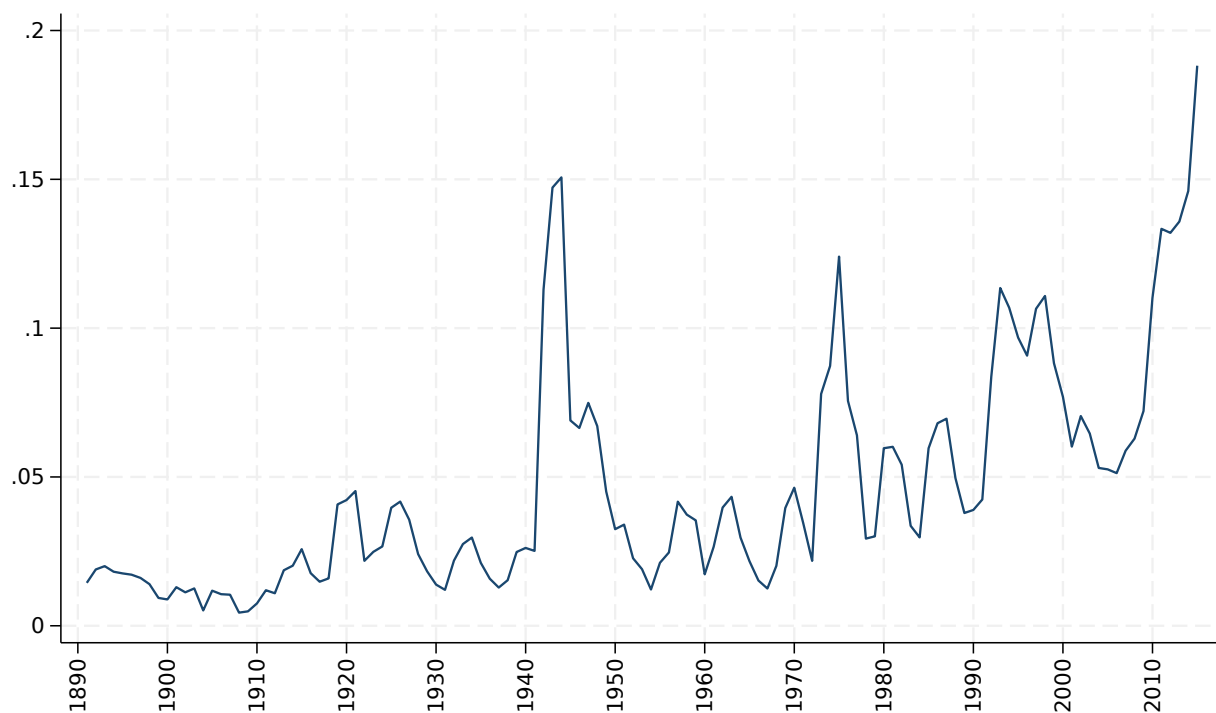
Fonti: Bianchi (1979) per il periodo 1890-1937; Banca d'Italia (1938-1988) per il periodo 1938-1988; BDS (Rendistato) per il periodo 1989-2016.

Figura 17: Tassi di interesse sui titoli di Stato a medio e lungo termine



Fonti: Bianchi (1979) per il periodo 1890-1937; Banca d'Italia (1938-1988) per il periodo 1938-1988; BDS (Rendistato) per il periodo 1989-2016.

Figura 18: Rapporto rischio/rendimento dei titoli pubblici a medio e lungo termine (media mobile su 3 anni del coefficiente di variazione del rendimento)



Fonti: Bianchi (1979) per il periodo 1890-1937; Banca d'Italia (1938-1988) per il periodo 1938-1988; BDS (Rendistato) per il periodo 1989-2016.





## “QUADERNI” PUBBLICATI (\*)

- N. 1 – *Luigi Einaudi: Teoria economica e legislazione sociale nel testo delle Lezioni*, di Alberto Baffigi (Settembre 2009).
- N. 2 – *European Acquisitions in the United States: Re-examining Olivetti-Underwood Fifty Years Later*, di Federico Barbiellini Amidei, Andrea Goldstein e Marcella Spadoni (Marzo 2010).
- N. 3 – *La politica dei poli di sviluppo nel Mezzogiorno. Elementi per una prospettiva storica*, di Elio Cerrito (Giugno 2010).
- N. 4 – *Through the Magnifying Glass: Provincial Aspects of Industrial Growth in Post-Unification Italy*, di Carlo Ciccarelli e Stefano Fenoaltea (Luglio 2010).
- N. 5 – *Economic Theory and Banking Regulation: The Italian Case (1861-1930s)*, di Alfredo Gigliobianco e Claire Giordano (Novembre 2010).
- N. 6 – *A Comparative Perspective on Italy's Human Capital Accumulation*, di Giuseppe Bertola e Paolo Sestito (Ottobre 2011).
- N. 7 – *Innovation and Foreign Technology in Italy, 1861-2011*, di Federico Barbiellini Amidei, John Cantwell e Anna Spadavecchia (Ottobre 2011).
- N. 8 – *Outward and Inward Migrations in Italy: A Historical Perspective*, di Matteo Gomellini e Cormac Ó Gráda (Ottobre 2011).
- N. 9 – *Comparative Advantages in Italy: A Long-run Perspective*, di Giovanni Federico e Nikolaus Wolf (Ottobre 2011).
- N. 10 – *Real Exchange Rates, Trade, and Growth: Italy 1861-2011*, di Virginia Di Nino, Barry Eichengreen e Massimo Sbracia (Ottobre 2011).
- N. 11 – *Public Debt and Economic Growth in Italy*, di Fabrizio Balassone, Maura Francese e Angelo Pace (Ottobre 2011).
- N. 12 – *Internal Geography and External Trade: Regional Disparities in Italy, 1861-2011*, di Brian A'Hearn e Anthony J. Venables (Ottobre 2011).
- N. 13 – *Italian Firms in History: Size, Technology and Entrepreneurship*, di Franco Amatori, Matteo Bugamelli e Andrea Colli (Ottobre 2011).
- N. 14 – *Italy, Germany, Japan: From Economic Miracles to Virtual Stagnation*, di Andrea Boltho (Ottobre 2011).
- N. 15 – *Old and New Italian Multinational Firms*, di Giuseppe Berta e Fabrizio Onida (Ottobre 2011).
- N. 16 – *Italy and the First Age of Globalization, 1861-1940*, di Harold James e Kevin O'Rourke (Ottobre 2011).
- N. 17 – *The Golden Age and the Second Globalization in Italy*, di Nicholas Crafts e Marco Magnani (Ottobre 2011).
- N. 18 – *Italian National Accounts, 1861-2011*, di Alberto Baffigi (Ottobre 2011).
- N. 19 – *The Well-Being of Italians: A Comparative Historical Approach*, di Andrea Brandolini e Giovanni Vecchi (Ottobre 2011).
- N. 20 – *A Sectoral Analysis of Italy's Development, 1861-2011*, di Stephen Broadberry, Claire Giordano e Francesco Zollino (Ottobre 2011).
- N. 21 – *The Italian Economy Seen from Abroad over 150 Years*, di Marcello de Cecco (Ottobre 2011).
- N. 22 – *Convergence among Italian Regions, 1861-2011*, di Giovanni Iuzzolino, Guido Pellegrini e Gianfranco Viesti (Ottobre 2011).
- N. 23 – *Democratization and Civic Capital in Italy*, di Luigi Guiso e Paolo Pinotti (Ottobre 2011).
- N. 24 – *The Italian Administrative System since 1861*, di Magda Bianco e Giulio Napolitano (Ottobre 2011).
- N. 25 – *The Allocative Efficiency of the Italian Banking System, 1936-2011*, di Stefano Battilossi, Alfredo Gigliobianco e Giuseppe Marinelli (Ottobre 2011).
- N. 26 – *Nuove serie storiche sull'attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, di Riccardo De Bonis, Fabio Farabullini, Miria Rocchelli e Alessandra Salvio (Giugno 2012).
- N. 27 – *Una revisione dei conti nazionali dell'Italia (1951-1970)*, di Guido M. Rey, Luisa Picozzi, Paolo

- Piselli e Sandro Clementi (Luglio 2012).
- N. 28 – *A Tale of Two Fascisms: Labour Productivity Growth and Competition Policy in Italy, 1911-1951*, di Claire Giordano e Ferdinando Giugliano (Dicembre 2012).
- N. 29 – *Output potenziale, gap e inflazione in Italia nel lungo periodo (1861-2010): un'analisi econometrica*, di Alberto Baffigi, Maria Elena Bontempi e Roberto Golinelli (Febbraio 2013).
- N. 30 – *Is There a Long-Term Effect of Africa's Slave Trades?*, di Margherita Bottero e Björn Wallace (Aprile 2013).
- N. 31 – *The Demand for Tobacco in Post-Unification Italy*, di Carlo Ciccarelli e Gianni De Fraja (Gennaio 2014).
- N. 32 – *Civic Capital and Development: Italy 1951-2001*, di Giuseppe Albanese e Guido de Blasio (Marzo 2014).
- N. 33 – *Il valore aggiunto dei servizi 1861-1951: la nuova serie a prezzi correnti e prime interpretazioni*, di Patrizia Battilani, Emanuele Felice e Vera Zamagni (Dicembre 2014).
- N. 34 – *Brain Gain in the Age of Mass Migration*, di Francesco Giffoni e Matteo Gomellini (Aprile 2015).
- N. 35 – *Regional Growth with Spatial Dependence: a Case Study on Early Italian Industrialization*, di Carlo Ciccarelli e Stefano Fachin (Gennaio 2016).
- N. 36 – *Historical Archive of Credit in Italy*, di Sandra Natoli, Paolo Piselli, Ivan Triglia e Francesco Vercelli (Gennaio 2016).
- N. 37 – *A Historical Reconstruction of Capital and Labour in Italy, 1861-2013*, di Claire Giordano e Francesco Zollino (Novembre 2016).
- N. 38 – *Technical Change, Non-Tariff Barriers, and the Development of the Italian Locomotive Industry, 1850-1913*, di Carlo Ciccarelli e Alessandro Nuvolari (Novembre 2016).
- N. 39 – *Macroeconomic Estimates of Italy's Mark-ups in the Long-run, 1861-2012*, di Claire Giordano e Francesco Zollino (Febbraio 2017).
- N. 40 – *The Roots of a Dual Equilibrium: GDP, Productivity and Structural Change in the Italian Regions in the Long-run (1871-2011)*, di Emanuele Felice (Agosto 2017).
- N. 41 – *The Fruits of Disaggregation: the Engineering Industry, Tariff Protection, and the Industrial Investment Cycle in Italy, 1861-1913*, di Stefano Fenoaltea (Agosto 2017).
- N. 42 – *The Age Distribution of the Labour Force as Evidence of Prior Events: The Italian Data for 1911 and the Long Swing in Investment from Unification to the Great War*, di Roberto Pezzuto (Novembre 2017).
- N. 43 – *Business Cycles, Credit Cycles, and Bank Holdings of Sovereign Bonds: Historical Evidence for Italy 1861-2013*, di Silvana Bartoletto, Bruno Chiarini, Elisabetta Marzano e Paolo Piselli (Novembre 2017).
- N. 44 – *Spleen: The Failures of the Cliometric School*, di Stefano Fenoaltea (Marzo 2019).
- N. 45 – *Migrazioni, demografia e lavoro in un paese diviso*, di Asher Colombo e Gianpiero Dalla Zuanna (Settembre 2019).
- N. 46 – *Breve storia delle barriere agli scambi in Italia*, di Matteo Gomellini (Dicembre 2020).
- N. 47 – *Southern and Northern Italy in the Great Divergence: New Perspectives from the Occupational Structure*, di David Chilosì e Carlo Ciccarelli (Marzo 2021).
- N. 48 – *Lessons from the Early Establishment of Banking Supervision in Italy (1926-1936)*, di Marco Molteni e Dario Pellegrino (Ottobre 2021).
- N. 49 – *The Italian Banking System During the 1907 Financial Crisis and the Role of the Bank of Italy*, di Francesco Vercelli (Giugno 2022).

(\*) Queste pubblicazioni sono disponibili su internet all'indirizzo:

[www.bancaditalia.it/pubblicazioni](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni)

Copie a stampa possono essere richieste alla casella della Biblioteca Paolo Baffi:

[richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it](mailto:richieste.pubblicazioni@bancaditalia.it)