



FONDAZIONE  
**CESIFIN**  
ALBERTO PREDIERI

---

centro per lo studio delle istituzioni finanziarie  
promosso dall'ente cassa di risparmio di firenze

# IL MODELLO ITALIANO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA: SPECIFICITÀ, EREDITÀ E FUTURO

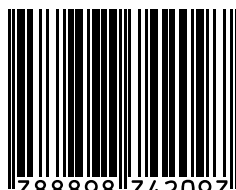
a cura di  
**GIUSEPPE MORBIDELLI**

scritti di

LUIGI ABETE, BETTINA CAMPEDELLI, FABIO CINTIOLI, PIERLUIGI CIOCCA  
SERGIO CORBELLO, PAOLO GARONNA, GIAN MARIA GROS-PIETRO  
SEBASTIANO LAVIOLA, GIUSEPPE LOIACONO, GIUSEPPE MORBIDELLI  
PAOLO SANTELLA, GIAN GIACOMO NARDOZZI, GIANDOMENICO PILUSO  
FABRIZIO SACCOMANNI, ROBERTO TANGA, GIUSEPPE ZADRA

**cesifin** on line

*[www.cesifin.it](http://www.cesifin.it)*



9 788898 742097

La pubblicazione raccoglie le relazioni presentate al Convegno organizzato dalla Fondazione CESIFIN Alberto Predieri e da FEBAF (Federazione Banche Assicurazioni e Finanza), *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, tenutosi a Firenze lunedì 28 novembre 2014.

---

© 2016 Fondazione CESIFIN Alberto Predieri

ISBN 978-88-98742-09-7

Cesifin on line  
marzo 2016

[www.cesifin.it](http://www.cesifin.it)



# IL MODELLO ITALIANO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA: SPECIFICITÀ, EREDITÀ E FUTURO

## *Indice*

---

<b>UN RICORDO DI GIUSEPPE ZADRA .....</b>	<b>I</b>
<b>I SESSIONE</b>	
<b>INTRODUZIONE AL CONVEGNO .....</b>	<b>1</b>
Luigi Abete	
<b>NOTE E RIFLESSIONI SUI TEMI DEL CONVEGNO .....</b>	<b>5</b>
Giuseppe Morbidelli	
<b>LA CRISI DELL'ECONOMIA ITALIANA: COSA PUÒ FARE LA FINANZA? .....</b>	<b>11</b>
Pierluigi Ciocca	
<b>II SESSIONE</b>	
<b>L'ECONOMIA ITALIANA E IL RUOLO DELLA FINANZA: PUNTI DI FORZA E PUNTI DI DEBOLEZZA.....</b>	<b>19</b>
Gian Maria Gros-Pietro	
<b>REGOLAZIONE E REGOLATORI NAZIONALI NEI SETTORI DEL CREDITO E DEI MERCATI FINANZIARI.....</b>	<b>41</b>
Fabio Cintioli	
<b>FINANZA E TERRITORIO .....</b>	<b>57</b>
Bettina Campedelli	

### **III SESSIONE**

<b>LA MODERNIZZAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO .....</b>	<b>75</b>
Gian Giacomo Nardozi	
<b>SITUAZIONE E PROSPETTIVE DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA E IN EUROPA.....</b>	<b>79</b>
Sergio Corbello	
<b>L'INNOVAZIONE FINANZIARIA TRA CRISI E RIPRESA.....</b>	<b>95</b>
Giuseppe Zadra	
<b>L'INTEGRAZIONE DELLA FINANZA ITALIANA IN EUROPA E NEL MONDO .....</b>	<b>107</b>
Fabrizio Saccomanni	

### **IV SESSIONE**

<b>L'UNIONE BANCARIA E GLI EFFETTI DEI NUOVI STRUMENTI EUROPEI DI RISOLUZIONE DELLE CRISI: UN'ANALISI COMPARATA.....</b>	<b>117</b>
Sebastiano Laviola Giuseppe Loiacono Paolo Santella	
<b>LE DINAMICHE EVOLUTIVE DELLA FINANZA ITALIANA IN PROSPETTIVA STORICA .....</b>	<b>133</b>
Giandomenico Piluso	
<b>CONTRIBUTO .....</b>	<b>161</b>
Roberto Tanga	

### **V SESSIONE**

<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	<b>169</b>
Paolo Garonna	



## **UN RICORDO DI GIUSEPPE ZADRA**

*Il Convegno i cui atti pubblichiamo è stato onorato dalla brillante partecipazione del dottor Giuseppe Zadra – “Puccio” per gli amici che l’hanno amato – stimatissimo esponente del mondo bancario e finanziario.*

*Allievo di Cesare Cosciani all’Università di Roma, studi post-laurea alla Harvard Business School, esperienze in diversi istituti di credito, docente alla LUISS, autore dell’apprezzato Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare, Egli fu il vero artefice della modalità organizzativa e operativa della neonata CONSOB, molto contribuendo alla efficienza e trasparenza della finanza del Paese.*

*Successivamente, fra il 1992 e il 2009, quale Direttore Generale ha interpretato una stagione altamente propositiva e fattiva della Associazione Bancaria Italiana. Per il prestigio anche internazionale di cui godeva venne in quella veste chiamato a presiedere il Comitato esecutivo della Federazione bancaria europea.*

*Vasta cultura, moderna competenza tecnica, dedizione al progresso dell’industria finanziaria, irresistibile simpatia gli hanno meritato – prima e dopo la Sua scomparsa, nel settembre del 2015 – il riconoscimento unanime di “banchiere gentiluomo”.*

# LE DINAMICHE EVOLUTIVE DELLA FINANZA ITALIANA IN PROSPETTIVA STORICA

Giandomenico Piluso \*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Che cosa sappiamo delle dinamiche di lungo periodo? - 3. La formazione di una banca centrale e i rapporti tra banche e imprese. - 4. Le banche e le imprese: un modello di relazione efficiente? - 5. Conclusioni: finanza e crescita, un *puzzle* insoluto?

## 1. Introduzione

Il sistema finanziario italiano possiede alcune caratteristiche che si possono correttamente comprendere soprattutto, se non solamente, in chiave storica, per come esse si sono delineate e consolidate nella traiettoria evolutiva che ne ha definito i tratti specifici, anche in un'opportuna comparazione internazionale che miri a porre in luce eventuali e più recenti tendenze alla convergenza nei modelli istituzionali e regolamentari. In questo senso il sistema finanziario appare sì come il prodotto di atti e scelte del regolatore, ma anche come una complessa costruzione storica caratterizzata da processi tipicamente di *path dependency*. Le scelte del regolatore e la stratificazione di modelli operativi definiscono i processi evolutivi di lungo periodo del sistema finanziario, anche in relazione a opzioni di politica economica che ne possono condizionare esiti e orientamenti con effetti la cui estensione temporale tende a essere superiore a quella che li spiega e giustifica. Nei processi evolutivi di lungo periodo, in particolare, acquisiscono rilevanza tre fattori di co-determinazione delle traiettorie e della performance allocativa dei sistemi finanziari: a) i cicli legislativi con i quali il quadro normativo distribuisce i poteri regolamentari tra le autorità, pone vincoli e definisce opportunità per le istituzioni finanziarie, mercati e intermediari; b) le scelte delle autorità centrali assunte in relazione a obiettivi di politica economica volte a stabilizzare o promuovere la crescita mediante aggiustamenti al contesto internazionale; c) i processi innovativi endogeni al sistema finanziario mediante i quali si adattano selettivamente i modelli definiti su scala internazionale per ibridazione con i singoli modelli operativi nazionali.

L'efficienza di una struttura finanziaria dipende quindi dai fattori che, in specifiche condizioni di contesto, ne determinano funzionalità e capacità innovative. Il livello di efficienza di una struttura finanziaria ne commisura

---

\* Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica e Statistica.



la capacità di imprimere impulsi in favore della crescita economica favorendo la formazione di capitale fisico e umano, offrendo risorse aggiuntive a settori e imprese, selezionando in modo adeguato i progetti di investimento, accrescendo la propensione al risparmio e allentando i vincoli di liquidità. In accordo con una storiografia che sottolinea il carattere spurio dell'evidenza che si ricava dall'analisi dei principali casi nazionali<sup>1</sup>, l'evidenza empirica raccolta per gli ultimi decenni e per un consistente gruppo di paesi non consente di stabilire quali siano i modelli istituzionali e operativi in grado di assicurare con livelli superiori di efficienza la formazione di capitale, selezionare in modo più efficace le imprese dinamiche e innovative, dare un miglior vaglio dei meriti di credito mediante una più efficiente raccolta e gestione di informazioni, contenere le asimmetrie tra prestatori e debitori<sup>2</sup>. Se da un lato è difficile individuare un modello ottimo di struttura finanziaria – orientata agli intermediari piuttosto che ai mercati –, dall'altro sono state individuate le tendenze evolutive correlate positivamente alla crescita economica: la riduzione del peso relativo degli istituti di emissione, l'aumento delle passività delle istituzioni finanziarie in rapporto al reddito aggregato, la crescita della quota di credito offerta al settore privato e la riduzione dei finanziamenti al settore pubblico<sup>3</sup>. La crescita di produttività e reddito appare peraltro positivamente correlata a sistemi finanziari evoluti e dotati di maggiore liquidità, mentre sarebbe meno rilevante il peso relativo dei mercati e degli intermediari nei sistemi di intermediazione<sup>4</sup>. Nonostante sia stata posta una notevole enfasi sulla funzione dei mercati nell'allocare efficientemente risorse e promuovere imprese innovative<sup>5</sup>, i dati empirici a questo riguardo non sono univoci e l'idea che i sistemi giuridici di *common law* si prestino meglio di quelli *civil law* a favorire lo sviluppo di mercati finanziari efficienti<sup>6</sup> non viene confermata dai casi in cui tra intermediari e mercati si è

<sup>1</sup> R. CAMERON (a cura di), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, New York, Oxford University Press, 1967.

<sup>2</sup> A. DEMIRGÜÇ KUNT-R. LEVINE (a cura di), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 2001; R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in P. AGHION-S. DURLAUF (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, Elsevier, 2005.

<sup>3</sup> R.G. KING-R. LEVINE, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, 3, 717-737.

<sup>4</sup> R. LEVINE, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11, 398-428; R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, cit.

<sup>5</sup> R. RAJAN-L. ZINGALES, *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 69, n. 1, 5-50.

<sup>6</sup> R. LA PORTA-A. LOPEZ DE SILANES SCHLEIFER-R.W.VISHNY, *Law and Finance*, in

conseguita un'integrazione, come quello della Germania guglielmina<sup>7</sup>.

Le dinamiche di lungo periodo della struttura finanziaria italiana presentano un'interessante evidenza sia dei processi di formazione e selezione dei modelli regolamentari e operativi degli intermediari, sia dei comportamenti sistemici di mercato e intermediari. I meccanismi di *path dependence* consente di spiegare scelte e inefficienze nei processi di genesi e selezione dei modelli operativi non confermano l'idea che esista un modello di intermediari in grado di promuovere più efficacemente investimenti e crescita. Se la banca universale fu capace di attivare gli investimenti connessi alla trasformazione strutturale conseguita tra la fine dell'Ottocento e la prima guerra mondiale dall'economia italiana, si è invece dimostrata incapace di attivare processi positivi di crescita negli ultimi vent'anni: il ritorno a forme di *universal banking* è stato infatti associato a fenomeni di stagnazione sostanziale della produttività e a un declino relativo del reddito pro capite che delinea un processo di lenta divergenza dell'economia italiana dalle economie a più alto reddito<sup>8</sup>.

La letteratura storico-economica sulla struttura finanziaria permette di precisare dinamiche e tratti originali del sistema italiano in rapporto alle scelte regolamentari e ai comportamenti di intermediari e mercati. Le dinamiche di lungo periodo consentono di individuare, in particolare, i meccanismi che producono fenomeni di instabilità così da consentire di inquadrare opportunamente i processi di formazione e evoluzione e del *central banking* in relazione a obiettivi di stabilità finanziaria e di politica economica e monetaria. Tali obiettivi spiegano in larga misura per quali ragioni i mercati finanziari non si siano sviluppati in Italia, né si sia compiutamente realizzata l'integrazione con le banche universali dando piuttosto origine, dagli anni venti del novecento, a un modello di intermediazione e allocazione specifico, imperniato sugli istituti di credito speciale. Le scelte regolamentari e istituzionali delineatesi tra gli anni venti e trenta sono alla base della ridefinizione dei rapporti tra banca e impresa e dovrebbero, quanto meno in parte, motivare le *performance* degli intermediari nell'allocazione delle risorse in termini di selezione di imprese e settori.

*Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-55.

<sup>7</sup> C. FOHLIN, *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge and New York, Cambridge University Press, 2007.

<sup>8</sup> G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, in *Journal of Modern Italian Studies*, 2010, vol. 15, 1, 84-103, special issue edited by P. Malanima and V. Zamagni.

## 2. Che cosa sappiamo delle dinamiche di lungo periodo?

Dalla ricostruzione statistico-quantitativa realizzata alla metà degli anni settanta da Biscaini Cotula e Ciocca appare evidente che il sistema finanziario italiano si configura come un sistema ampiamente banco-centrico – *bank oriented* secondo la discussa tassonomia introdotta da Rybczynski – sin dagli inizi del '900, e in particolare assume tale orientamento dopo e per effetto della crisi del 1907<sup>9</sup>. Le serie storiche recentemente ricostruite dalla Banca d'Italia permettono di precisare l'evidenza che si poteva ottenere dall'analisi delle serie degli indicatori à la Goldsmith (tipicamente, tra tutti, il FIR) disponibili sin dagli anni '70. Le serie storiche delle principali voci di bilancio aggregate per l'intero sistema bancario e per le sue principali componenti indicano che il sistema bancario italiano converge lentamente verso le dimensioni e le caratteristiche dei sistemi appartenenti alle economie più sviluppate<sup>10</sup>, una conferma dell'ipotesi proposta da Marco Onado in una sintesi di alcuni anni fa<sup>11</sup>.

L'analisi delle serie del sistema bancario condotte da De Bonis e Silvestrini (2012 e 2014) mostra alcune regolarità che consentono di confermare le ipotesi di genesi dei fenomeni di instabilità e crisi formulate negli ultimi anni da Reinhart e Rogoff (2009) e sottoposte a verifica da una letteratura in crescita<sup>12</sup>. In generale, il sistema bancario italiano conferma una dinamica positiva in termini di co-movimenti (*comovements*) dei due principali indicatori utilizzati in letteratura: il rapporto tra credito e prodotto interno lordo e il rapporto tra raccolta (depositi) e prodotto interno lordo. Nella dinamica del sistema bancario italiano dall'unificazione a oggi si possono in particolare osservare comovimenti specifici per due sottoserie: la prima, poco più che secolare, si estende dal 1861 al 1973; la seconda, originata in concomitanza del primo *shock* petrolifero, si

<sup>9</sup> A.M. BISCAINI COTULA-P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. VICARELLI (cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, Il Mulino, 1978.

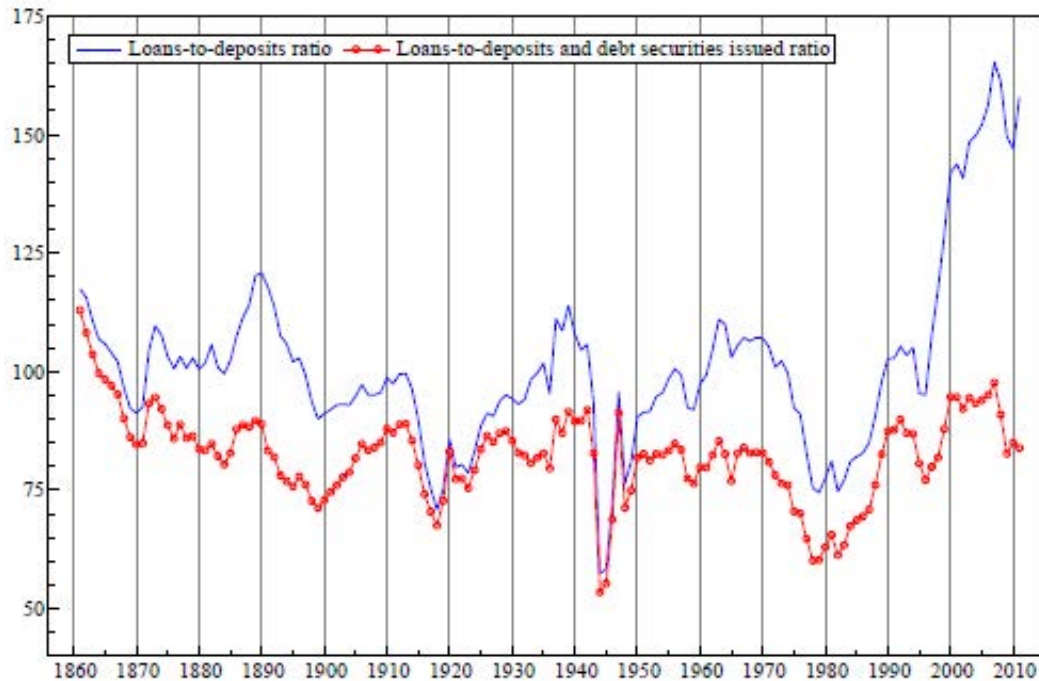
<sup>10</sup> R. DE BONIS R.-FARABULLINI F.-ROCCELLI M.-SALVIO A., *Nuove serie storiche sull'attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, in Banca d'Italia. *Quaderni di Storia Economica*, 2012, n. 26 ; R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, in *Cliometrica*, 2014, n. 1, 301-334.

<sup>11</sup> M. ONADO, *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. CIOCCA-G. TONIOLO (a cura di), *Storia economica d'Italia*, in vol. 3, *Industrie, mercati, istituzioni*, t. 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari, Laterza, 2004.

<sup>12</sup> Si veda, tra gli altri, C. BORIO, *The Financial Cycle and Macroeconomics: What We Have Learnt*, BIS working papers, n. 395, 2012.

estende dai primi anni '70 sino agli ultimi anni<sup>13</sup>.

**Figura 1. - Il “funding gap”, 1861-2011**

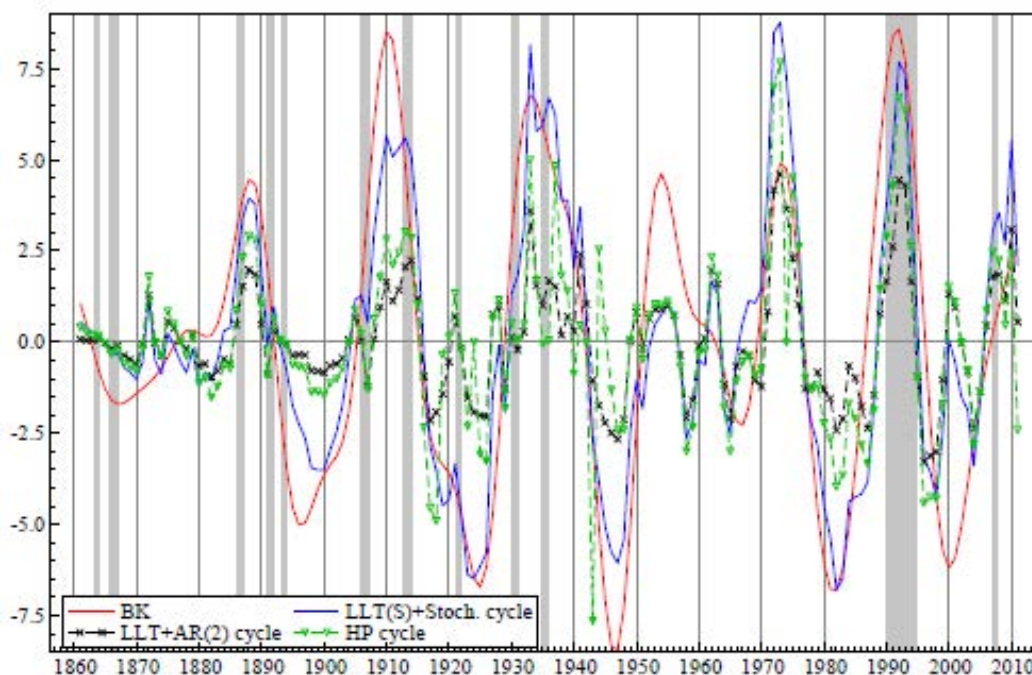


Fonte: De Bonis e Silvestrini, 2013, 34, Figura 2.

In particolare, i cicli finanziari confermano la tendenza alla formazione di fenomeni di instabilità attraverso il *funding gap* che precederebbe, per il caso italiano, le crisi sistemiche in otto casi sui dodici riscontrati dal 1860 a oggi<sup>14</sup>. La correlazione tra episodi di *funding gap* e fenomeni di instabilità e crisi finanziaria si può apprezzare con riferimento ai cicli finanziari misurati mediante l'uso di alcuni coefficienti: il ratio tra prestiti e depositi raccolti dal sistema bancario e il ratio tra i prestiti erogati e l'insieme della raccolta diretta (depositi) e realizzata mediante l'emissione di obbligazioni, come si osserva nelle Figure 1 e 2 riprese da De Bonis e Silvestrini (2014).

<sup>13</sup> R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

<sup>14</sup> R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

**Figura 2.** - *Il ciclo finanziario in Italia, 1861-2011*

Fonte: De Bonis-Silvestrini, 2013, 38, Figura 6.

Come si può rilevare dalla Figura 1 i coefficienti tra prestiti concessi dal sistema bancario e la raccolta complessiva, nelle due differenti componenti, tendono ad anticipare i fenomeni di instabilità maggiori durante l'Ottocento e nella prima metà dell'Ottocento tendendo invece a contenerne gli effetti negativi dopo la seconda guerra mondiale, probabilmente, oltre che come conseguenza della regolamentazione, anche per effetto della crescita dell'economia e delle politiche economiche connesse. Gli effetti negativi del *funding gap* riappaiono invece evidenti nei primi anni '90, come si vede nella Figura 2. Da quelle serie emerge anche l'importanza relativa dei mercati interbancari esteri a cui le maggiori banche italiane si affidavano per ottenere risorse aggiuntive in alcune fasi, secondo una dinamica rilevata da Antonio Confalonieri nei suoi studi fondamentali sui rapporti tra banche e imprese dalla fine dell'Ottocento sino alla crisi dei primi anni '30<sup>15</sup>. In particolare, questa canale di raccolta spiegherebbe la marcata crescita del ratio tra crediti e depositi, un indicatore relativamente stabile sino alla fine del secolo scorso, che si sarebbe sommato

<sup>15</sup> A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

all'aumento delle risorse raccolte mediante l'emissione di obbligazioni da parte degli intermediari. L'accelerazione marcata del coefficiente dopo il 2000 (tra 1,4 e 1,65) si distingue nettamente dalla quasi fisiologica ripresa seguita alla lunga fase di disintermediazione degli anni ottanta. La dinamica di questo indicatore è determinata, nel lungo periodo, dal grado di apertura ai mercati internazionali<sup>16</sup>.

Le serie storiche stimate recentemente consentono un'analisi delle dinamiche di lungo periodo del sistema bancario italiano, anche nelle sue singole componenti funzionali. Una delle possibili linee di sviluppo di questo genere di analisi potrebbe risiedere nell'analisi micro-fondata delle dinamiche degli intermediari e delle imprese, e in particolare delle imprese di grandi dimensioni, per le quali si dispone dei dati di bilancio dei repertori dell'Assonime e di Mediobanca-R&S<sup>17</sup>.

### 3. La formazione di una banca centrale e i rapporti tra banche e imprese

Le ricerche condotte sul sistema bancario nel lungo periodo consentono ora di riconsiderare, sulla scorta di nuova evidenza, i processi di formazione e evoluzione delle forme di *central banking* delineatesi in Italia ponendole in relazione agli obiettivi di stabilità dell'economia italiana. La "lunga convergenza" del sistema bancario italiano è in effetti legata ai processi di monetizzazione dell'economia e alla correlata formazione di una banca centrale. Ciò si può, in particolare, rilevare sin dall'adozione del corso forzoso del maggio 1866, un atto che si configurò come la prima affermazione di sovranità monetaria da parte del nuovo Regno<sup>18</sup>. Non potendo ricorrere, in una fase particolarmente delicata per la stessa continuità politica del nuovo stato, alla leva dell'imposizione fiscale o all'ulteriore crescita dello *stock* di debito conseguibile sui mercati finanziari solo a tassi punitivi<sup>19</sup>, la dichiarazione di inconvertibilità della lira, da un lato, permise di ottenere la copertura del bilancio pubblico mediante il ricorso alla leva monetaria, ma, dall'altro, i suoi effetti interessarono l'intero sistema bancario poiché, attraverso l'aumento della massa monetaria, di fatto

<sup>16</sup> R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

<sup>17</sup> R. GIANNETTI-M. VASTA (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, Heidelberg, Physica Verlag, 2006.

<sup>18</sup> M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *A Monetary History of Italy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

<sup>19</sup> V. ZAMAGNI, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1998, vol. 14, n. 3, 207-242.

l'inconvertibilità si tradusse nella prima modernizzazione del sistema dei pagamenti mediante un rapido aumento della quota dei depositi bancari sul reddito aggregato<sup>20</sup>. La crescita della circolazione monetaria, più specificamente, rafforzò la posizione dei sei istituti di emissione – ma in primo luogo della Banca Nazionale nel Regno d'Italia e dei banchi meridionali (Banco di Napoli e Banco di Sicilia) – e favorì la crescita degli attivi degli altri intermediari nella fase di prima diffusione degli istituti di credito mobiliare di tipo francese (il Credito Mobiliare e la Banca Generale) connessa ai cicli degli investimenti nelle costruzioni e nelle infrastrutture (in particolare in quelle ferroviarie) legati agli investimenti esteri<sup>21</sup>.

Tra Otto e Novecento gli istituti di emissione, in primo luogo la Banca Nazionale e poi la Banca d'Italia, si definirono così per gestire l'offerta di mezzi di pagamento anche in relazione alle necessità della finanza pubblica, assumendo per gradi le funzioni proprie di una banca centrale, quelle macro (moneta e cambio) e quelle micro (stabilità degli intermediari e dei mercati)<sup>22</sup>. Il ricorso alla monetizzazione dei disavanzi di bilancio richiese la creazione di circuiti di distribuzione di quote crescenti del debito pubblico tra le componenti del sistema bancario che più fossero in grado di assorbire consolidato e rendita, come le casse di risparmio, in alternativa ai mercati esteri che condizionavano rendimenti e collocamento dei titoli pubblici italiani. Le forme di *fiscal dominance* collocarono i processi evolutivi della banca centrale tra finanza pubblica e sistema finanziario, con l'effetto indesiderato di drenare quote significative di risparmio interno con le quali si sarebbero potuti alimentare gli investimenti del settore privato<sup>23</sup>. I tentativi di attenuare il vincolo esterno costituito dalla dipendenza dell'alto *stock* di debito pubblico collocato all'estero, soprattutto sul mercato di Parigi, da un lato, separò così i circuiti controllati dagli intermediari che massimizzavano la funzione della raccolta, sotto l'egida degli istituti di emissione (soprattutto della Banca Nazionale), e, dall'altro, accentuò la difficoltà di provvista di liquidità da parte delle grandi banche di credito mobiliare che sostenevano gli investimenti a lungo termine mediante la provvista di fondi a breve sui mercati internazionali, secondo uno schema messo in luce da Daniel Verdier<sup>24</sup>. La gestione del debito pubblico e la correlata

<sup>20</sup> S. LA FRANCESCA, *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004.

<sup>21</sup> S. FENOALTEA, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006.

<sup>22</sup> C.A.E. GOODHART, *The Evolution of Central Banks*, Harvard, MIT Press, 1989.

<sup>23</sup> G. PILUSO-R. RICCIUTI, *Fiscal Policy and the Banking System in Italy. Have Taxes, Public Spending and Banks Been Procyclical in the Long-Run?*, in *CESifo working paper*, 2008, n. 2442.

<sup>24</sup> D. VERDIER, *Moving Money. Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge,

crescita degli aggregati monetari innescarono un processo di modernizzazione degli intermediari in cui la *fiscal dominance* ne definivano la condizione sostanziale di politica economica e la stessa stabilità, in termini di sistema, in relazione ai cicli finanziari internazionali<sup>25</sup>.

La ricorrente relazione di lungo periodo tra la politica monetaria e le necessità della finanza pubblica<sup>26</sup> costituisce un elemento delle scelte postunitarie di politica economica, influenzando l'operatività e la morfologia degli intermediari la cui articolazione in un compiuto sistema risenti di un dualismo tra le componenti locali di dimensioni minori, che drenavano risparmio (casse di risparmio e banche popolari), e le componenti di maggiori dimensioni delle banche di credito mobiliare legate all'offerta di fondi sui mercati internazionali da cui dipendeva, in parte, la dinamica degli investimenti in capitale fisso. La fase di caduta dei tassi di crescita del reddito aggregato dei primi anni novanta produsse una discontinuità nello schema di relazione tra debito pubblico, politica monetaria e intermediari, pur mantenendosi la dipendenza degli investimenti dai cicli internazionali e dai capitali esteri. La crisi di fine secolo venne superata realizzando un riassetto istituzionale che ridusse a tre gli istituti di emissione, con la costituzione della Banca d'Italia (1894), e ancorando la politica monetaria al *gold standard* internazionale così da contenere il costo del debito pubblico, il cui *stock* superò il 120% in rapporto al reddito aggregato<sup>27</sup>, per effetto delle politiche "imitative di scelte e comportamenti dei Paesi egemoni", come le guerre coloniali, storicamente alla base delle fasi di dilatazione del debito pubblico<sup>28</sup>.

La fase di alta crescita del reddito dell'età giolittiana, positivamente correlata al ciclo internazionale, permise di ridurre il rapporto tra debito e prodotto aggregato, rapporto che si ridusse di circa 40 punti percentuali in un quindicennio. La crescita sostenuta e la contestuale riduzione dei disavanzi di bilancio consentirono di effettuare la conversione della rendita anche

---

Cambridge University Press, 2002.

<sup>25</sup> S. FENOALTEA, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006; G. PILUSO, *Gli intermediari finanziari: evoluzione e rapporti con le imprese*, in *Economia Italiana*, 2011a, vol. 32, 2, 343-389.

<sup>26</sup> M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, in *Explorations in Economic History*, 2001, vol. 38, 2, 252-272; R. RICCIUTI, *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, in *Cliometrica*, 2008, n. 2, 259-278.

<sup>27</sup> M. FRANCESE.-A. PACE, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 2008, occasional paper, n. 31.

<sup>28</sup> R. ARTONI-S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca - G. Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 2004, vol. 3, 269-380. Il rapporto tra massa del debito e prodotto interno lordo risulta superiore al 120% se si utilizzano le stime di Rossi, Sorgato e Toniolo (1991), di poco superiore al 100% se invece si impiegano le stime di Fenoaltea, come appare dall'esercizio contenuto in Francese e Pace (2008).



ridimensionando la quota di debito pubblico collocata all'estero. Il ciclo positivo di crescita dell'età giolittiana coincise, in effetti, con la diminuzione dello stock di debito, con la riduzione dei tassi di interesse e la fine dei mercati esteri come *price makers* dei titoli pubblici italiani<sup>29</sup>. In tal modo si attenuò la *fiscal dominance* che aveva legato la creazione di base monetaria alla politica fiscale<sup>30</sup> senza che si contraesse l'attività degli intermediari registrando anzi una ripresa dei depositi e degli impieghi. La differenza venne fatta dalla politica della Banca d'Italia, prima la direzione di Giuseppe Marchiori e poi, dal 1900, di Bonaldo Stringher, di costante ricostituzione delle riserve e ripatrimonializzazione dell'istituto principale di emissione<sup>31</sup>. Le autorità centrali, in quella congiuntura positiva, non persero l'occasione di sostituire il modello adottato nei primi decenni unitari con l'obiettivo di ridurre la dipendenza degli investimenti interni dalle condizioni di liquidità e dalle preferenze degli investitori internazionali che esponeva il sistema bancario italiano a fenomeni di instabilità e crisi, come era accaduto nei primi anni '70 e nei primi anni '90<sup>32</sup>. Il conseguimento di un grado sostanziale di autonomia della politica monetaria dalla finanza pubblica con cui ottenere un maggior controllo sugli aggregati monetari interni, in un regime internazionale di *gold standard*, richiedeva per l'Italia la sostituzione dei mercati esteri con circuiti interni che assicurassero maggiore stabilità e minori costi del debito pubblico per virtù dell'oro quale "good seal of approval" dei mercati finanziari internazionali<sup>33</sup>. In tal modo l'Italia risolse il "trilemma" proprio di un'economia aperta in regime di *gold standard*: in un sistema di cambi fissi, qual era il *gold standard* internazionale, la libera mobilità dei capitali non consentiva di modulare senza vincoli le politiche monetarie in relazione ad altri obiettivi di politica economica<sup>34</sup>. Nel 1906 l'obiettivo fu infine ottenuto mediante il consolidamento della rendita e agganciando la lira, di fatto in regime di *gold standard*, al sistema monetario internazionale, ma anche per effetto dell'assorbimento di quote crescenti della rendita a tassi di interesse

<sup>29</sup> R. ARTONI-S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit.

<sup>30</sup> M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, cit.; R. RICCIUTI, *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, cit.

<sup>31</sup> P. CIOCCA, *L'instabilità dell'economia*, Torino, Einaudi, 1987.

<sup>32</sup> M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, in M. DRAGHI-R. DORNBUSCH (a cura di), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge-New York, Cambridge University Press, 1990, 263-284; S. FENOALTEA, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, cit.

<sup>33</sup> M. BORDO-K. ROGOFF, *The Gold Standard as a Good Seal of Approval*, in *Journal of Economic History*, 1996, vol. 56, 2, 389-428.

<sup>34</sup> M. OBSTFELD-A.M. TAYLOR, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

decrementi da parte delle casse di risparmio, ordinarie e postali. Si posero così le condizioni per un ridimensionamento duraturo del debito che liberasse risorse per la crescita di lungo periodo in condizioni di stabilità: la discesa dei rendimenti del consolidato avrebbe consentito di evitare che l'offerta dei titoli del debito pubblico ad alti tassi di interesse spiazzasse i finanziamenti del settore privato riducendo al tempo stesso i rischi di instabilità esogena connessi alla dipendenza del debito pubblico dai mercati esteri, sensibili alle aspettative sulla politica italiana, e alla ciclica contrazione della liquidità internazionale<sup>35</sup>. Con la ridefinizione delle condizioni macroeconomiche conseguita dalla politica monetaria così definita dalla Banca d'Italia di Stringher gli investimenti non avrebbero risentito degli impulsi inflativi che potevano derivare dall'espansione dei finanziamenti concessi dalle banche oltre i vincoli di riserva dati dall'ancoraggio al *gold standard*, ottenendo in tale modo un meccanismo di equilibrio che riducesse la frequenza e l'incidenza dei fenomeni di instabilità macroeconomica e instabilità finanziaria<sup>36</sup>.

Secondo questa logica sarebbe stato l'aumento delle riserve a regolare la crescita dei finanziamenti alle imprese (e allo Stato) da parte degli intermediari (e degli istituti di emissione). Da ciò derivava la preferenza della Banca d'Italia di Stringher, più che per il mercato di borsa, per il sistema bancario, e soprattutto per le banche locali e le casse di risparmio, una preferenza coerente con l'obiettivo di ottenere un controllo più efficace sugli aggregati monetari e quei circuiti rispondevano positivamente alle sollecitazioni dell'istituto assorbendo quote consistenti di debito pubblico con cui dare continuità alla politica monetaria perseguita per stabilizzare i processi di formazione e allocazione del risparmio e dei capitali<sup>37</sup>. Le due banche miste di tipo tedesco costituite tra il 1894 e il 1895, la Banca Commerciale Italiana e il Credito Italiano, tesero invece a operare in sostanziale autonomia rispetto alle scelte della Banca d'Italia, ricavando per sé significativi margini di libertà attraverso la provvista di fondi a corta scadenza sui mercati internazionali, così come avevano fatto i crediti mobiliari e secondo un modello di articolazione degli intermediari e dei mercati finanziari che, se non era in contrasto, era certo differente da quello delineato da Stringher<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> P. CIOCCA, *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2007; G. PILUSO, *L'Italia e il gold standard: genesi e razionalità del modello Beneduce*, in *Imprese e storia*, 2012, 41/42, 13-33.

<sup>36</sup> M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, cit.

<sup>37</sup> G. CONTI, *Le banche e il finanziamento industriale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia, Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

<sup>38</sup> A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

Le nuove banche miste costituirono un'estesa rete di filiali che permettesse di rimuovere le rigidità nella provvista di fondi che avevano condizionato negativamente i crediti mobiliari di tipo francese. Nei tentativi di adattamento del modello tedesco cui si ispiravano, anche per la matrice internazionale della loro costituzione con capitali esteri (tedeschi, francesi e svizzeri), le due maggiori banche miste finanziarono le imprese di grandi dimensioni dei settori ad alta intensità di capitale della seconda rivoluzione industriale (siderurgia, meccanica, elettricità), mediante crediti a breve ma anche concedendo l'estensione delle scadenze a medio e lungo termine attraverso forme di *roll over* dei crediti, promuovendone operazioni di finanza straordinaria, favorendone la quotazione in borsa, concorrendo alla selezione del management, in linea di massima instaurando con le imprese affidate relazioni preferenziali di lungo termine, se non esclusive, secondo una logica di *haus banking*<sup>39</sup>. La capacità delle banche miste di alimentare il processo di formazione di capitale nei settori dinamici emergenti, favorendo un trasferimento di tecnologia che alzassero la produttività, secondo uno schema di integrazione istituzionale dei processi di crescita proprio dei Paesi *second comers*<sup>40</sup>, si fondava sull'integrazione cruciale degli intermediari con il mercato azionario: l'integrazione tra la banca mista e il mercato di borsa avrebbe consentito di sviluppare un mercato secondario liquido e quindi un mercato primario elastico che permettessero di avere una struttura finanziaria delle imprese di sostanziale equilibrio tra le componenti di capitale di rischio (*equity*), dei debiti consolidati (obbligazioni) e dei debiti a breve verso le banche<sup>41</sup>.

Le banche miste esprimevano quindi un modello che presentava elementi di attrito con quello delineato dalle autorità centrali, in particolare dalla Banca d'Italia di Stringher, che mirava a ridurre il costo del debito pubblico e allineare i tassi di interesse ai tassi di crescita del reddito e ai rendimenti dei capitali investiti nel settore privato. La competizione tra il circuito sostenuto dalle autorità centrali, incentrato sulle banche minori e sulle casse di risparmio ordinarie e postali, e le banche miste si acuiva nei momenti in cui la liquidità

<sup>39</sup> A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, cit.; A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1982; P. HERTNER, *Il capitale tedesco in Italia dall'Unità alla prima guerra mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1984.

<sup>40</sup> A. GERSCHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (Mass.), Belknap Press, 1962; G. FEDERICO-G. TONIOLO, *Italy*, in R. SYLLA-G. TONIOLO (a cura di), *Patterns of European Industrialization*, London and New York, Routledge, 1991; C. FOHLIN, *Capital Mobilisation and Utilisation in Latecomer Economies: Germany and Italy Compared*, in *European Review of Economic History*, 1999, vol. 3, n. 2, 139-174.

<sup>41</sup> D. FORSYTH, *The crisis of Liberal Italy. Monetary and Financial Policy, 1914-1922*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993.

complessiva, quella offerta dagli istituti di emissione e dal risparmio interno e quella offerta dai mercati internazionali, si contraeva o entrava in una fase di alta volatilità. Nei primi anni del Novecento, mentre l'economia italiana sperimentava una fase di intensa industrializzazione e crescita sostenuta del reddito, i due modelli produssero attriti significativi, in particolare durante la crisi del 1907, senza tuttavia entrare in contrasto diretto, apparire radicalmente alternativi l'uno all'altro. Il modello perseguito da Stringher poteva assumere contorni concreti, anche in forza della formazione delle ingenti riserve che venivano alimentate dalle partite invisibili della bilancia dei pagamenti (come le rimesse degli emigranti), mentre Otto Joel della Banca Commerciale premeva, spiegando il senso della strategia di emulazione adattativa della Deutsche Bank, affinché i finanziamenti industriali della banca mista venissero integrati da un mercato azionario secondario liquido ampiamente sostenuto dai riporti concessi dalle stesse banche miste, “senza incidere [in tale modo] sulla propria liquidità e sulla sicurezza dei depositanti”, i cui rifinanziamenti premevano tuttavia sulle riserve degli istituti di emissione con il rischio di vanificare l'ancoraggio della lira all'oro<sup>42</sup>.

La crescita dell'età giolittiana determinò in effetti un congiuntura positiva anche per le borse italiane rendendo realizzabile un'integrazione tra intermediari e mercati: sino alla crisi del 1907 aumentò il numero delle società quotate e la loro rappresentatività settoriale, la rappresentatività del listino rispetto al capitale azionario complessivo, salirono le quotazioni e la capitalizzazione del mercato<sup>43</sup>. La positiva performance dei mercati primario e secondario dipese largamente dai riporti, una “operazione fondamentale al retto funzionamento delle borse”, un meccanismo di sostegno, osservò Marco Fanno, mutuato dalle *Kreditbanken* tedesche<sup>44</sup>: l'integrazione delle banche e dei mercati azionari secondo il modello che in Germania conseguiva risultati soddisfacenti in termini di tassi di investimento e crescita pareva conseguibile<sup>45</sup>. L'esperienza italiana differiva però per l'alto potenziale di instabilità che aveva in sé. Le banche miste italiane finanziavano sì le imprese *capital intensive* della seconda rivoluzione industriale, ma quelle imprese non raggiungevano in genere gli stessi livelli di produttività e intensità tecnologica delle imprese tedesche che competevano con successo sui mercati internazionali dei beni capitali e dei semilavorati, assestandosi su livelli di efficienza inferiori. Per

<sup>42</sup> G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari, Laterza, 2010.

<sup>43</sup> G. SICILIANO, *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2001.

<sup>44</sup> M. FANNO, *Le banche e il mercato monetario*, Roma, Atheneum, 1912.

<sup>45</sup> C. FOHLIN, *Does Civil Law Tradition (or Universal Banking) Crowd out Securities Markets? Pre-World War I Germany as a Counter-Example*, in *Enterprise & Society*, 2008, vol. 8, 6002-641.

questa ragione il finanziamento delle imprese manifatturiere italiane non concorreva ad allentare il vincolo dei conti con l'estero, non si traduceva in un equilibrio della bilancia commerciale, i cui passivi erano piuttosto compensati dalle partite invisibili delle rimesse e del turismo. La politica dei generosi riporti con cui le banche miste davano fiato alla liquidità del mercato entrò perciò in contrasto con gli obiettivi di politica monetaria perseguiti dalla Banca d'Italia sin dal 1905, poiché, come osservò Stringher, i riporti ponevano in tensione le riserve e forzavano la circolazione attraverso i rifinanziamenti imposti dalle banche miste per la rigidità delle loro passività che in parte coincidevano con i depositi delle stesse imprese affidate<sup>46</sup>. La politica di ampia espansione dei riporti praticata dalle banche miste per sostenere il mercato secondario entrò quindi in contrasto con la politica monetaria e, quando la flessione dei depositi bancari mise in seria tensione la circolazione monetaria, come previsto da Stringher, la diminuzione dei riporti ridusse i volumi e i valori delle transazioni di borsa prima ancora che la stretta della liquidità internazionale desse il colpo di grazia<sup>47</sup>.

La crisi del 1907 costituì un fondamentale spartiacque nell'evoluzione della struttura finanziaria italiana, "al di là del quale i mercati dei capitali italiani cessano di svilupparsi in termini relativi e restano sottili, incompleti" e il sistema assume carattere inequivocabilmente banco-centrico<sup>48</sup>. Dopo la crisi del 1907 prese avvio di un complesso ciclo legislativo ispirato dalla Banca d'Italia: i vincoli macroeconomici connessi ai conti con l'estero vennero assunti come imprescindibili, anzitutto per le autorità di politica monetaria, e sulla natura e sulla portata di quei vincoli venne delineato un modello di intermediazione che permettesse di avere una crescita duratura dell'economia in condizioni di stabilità, un modello che avrebbe ispirato, in circostanze e secondo modalità differenti, i governatori Stringher, Menichella, Baffi e Ciampi. La competizione diretta tra i due modelli, durante gli anni '20 e i primi anni '30, diede modo di precisare orientamenti regolamentari. Il modello di intermediazione si delineò e precisò gradualmente tenendo fermo il principio che la politica monetaria dovesse essere autonoma dalle esigenze di finanziamento della liquidità delle banche miste e del mercato azionario, stabilizzasse la circolazione, i rapporti di cambio e le aspettative degli investitori. Ciò avrebbe permesso di contenere, in prospettiva, i costi e lo *stock* del debito pubblico e liberare di conseguenza risorse per il settore privato nel medio termine. Le proposte emerse dopo il

<sup>46</sup> G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

<sup>47</sup> F. BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Fondazione Luigi Einaudi, 1971.

<sup>48</sup> A.M. BISCAINI COTULA-P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, cit.

1907 indicarono uno schema regolamentare che non prevedeva, in definitiva, lo sviluppo del mercato azionario e, in alternativa, introduceva gli istituti di credito speciale, ai quali si demandava il compito di gestire il credito industriale a copertura degli investimenti a lungo termine delle imprese<sup>49</sup>. Le forme di *maturity mismatch* tra attivo e passivo degli intermediari furono il perno della riflessione dei tecnocrati nittiani, e in particolare di Alberto Beneduce, che disegnarono l'architettura regolamentare del sistema finanziario tra la Prima Guerra Mondiale e la Grande Depressione. Le tensioni ricorrenti tra le banche miste e le grandi imprese finanziate, sottocapitalizzate e frenate nella raccolta di capitale di rischio da un mercato azionario inadeguato, indussero la Banca d'Italia ad allargare progressivamente l'area della propria azione, divenendo la "mano tecnica" con la quale l'intervento pubblico intese dare, in condizioni di stabilità interna dei prezzi ed esterna dei rapporti di cambio, continuità agli investimenti e alla crescita. La creazione di un circuito obbligazionario con il quale sostenere l'attività degli istituti di credito speciale fu il perno del modello alternativo alla banca universale che divenne ordinamento del credito con la legge bancaria del 1936-37<sup>50</sup>.

#### 4. Le banche e le imprese: un modello di relazione efficiente?

Come si è visto, l'ordinamento regolamentare definito negli anni '30 ebbe una lunga incubazione e si imperniò sulla convinzione che l'intervento dello Stato fosse fondamentale in un paese ritardatario, come l'Italia, per poter ottenere in modo stabile la crescita del reddito attraverso l'industrializzazione<sup>51</sup>. L'idea era che gli investimenti non potessero che essere realizzati sotto la regia delle autorità pubbliche e che la politica monetaria dovesse avere autonomia per poter conciliare gli obiettivi della crescita con i vincoli esterni della bilancia dei pagamenti e dei rapporti di cambio con l'estero. Le condizioni di stabilità macroeconomica che ne sarebbero derivate avrebbero consentito di ridurre, da un lato, l'esposizione al ciclo internazionale e, dall'altro, rafforzare la propensione al risparmio e agli investimenti, conseguendo per questa via una

<sup>49</sup> A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, cit.; G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

<sup>50</sup> F. BONELLI, *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma, Edindustria, 1984; M. DE CECCO, *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, in F. BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

<sup>51</sup> F. BONELLI, *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, cit.

crescita della produttività di lungo periodo. La Banca d'Italia di Stringher aveva contrastato proprio in questa prospettiva quegli investimenti che non tenessero in adeguata considerazione la capacità di reddito, per efficienza degli impianti e delle tecnologie incorporate, disincentivando investimenti ritenuti non efficienti. Beneduce e i suoi principali collaboratori, anzitutto Donato Menichella, avevano rilevato criticamente la tendenza delle maggiori imprese industriali a investire in impianti e tecnologie non sempre efficienti, senza misurarsi con i parametri di competitività internazionali. Le rare eccezioni delle imprese capaci di competere sui mercati internazionali (come la Fiat e la Pirelli tra le due guerre mondiali) rafforzarono l'idea che si dovesse adottare un modello regolamentare che impedisse che le inefficienze si scaricassero sulla banca centrale, cui si era chiesto talvolta di assecondare le spinte inflative implicite nei rifinanziamenti di intermediari non capaci di selezionare efficacemente i meriti di credito delle imprese, o sui conti pubblici, quando i salvataggi si erano necessari<sup>52</sup>.

Negli anni di marcata crescita della *golden age* il modello definito durante la Grande Depressione, un modello concepito per attutire gli *shock* esogeni e stabilizzare la formazione di capitale, perse però progressivamente coerenza. L'efficienza allocativa dell'intera struttura finanziaria, anche sotto la spinta di politiche monetarie espansive che favorirono una forte crescita dei livelli di indebitamento delle imprese, si ridusse in modo significativo. Negli anni della stagflazione il grave deterioramento finanziario delle grandi imprese italiane, sottoposte a un livello modesto di selezione degli attori e dei progetti di investimento, avrebbero richiesto un riassetto sostanziale<sup>53</sup>. Gli *shock* macroeconomici e i mutamenti dei regimi tecnologici posero le classi dimensionali maggiori delle imprese manifatturiere, fino a quel momento in crescita, in difficoltà crescente, difficoltà a cui il sistema manifatturiero si adattò attraverso strategie di aggiustamento relativamente originali, imperniate sullo sviluppo della componente distrettuale generalmente (ma non esclusivamente) sostenuta dalle banche locali, le cui capacità innovative tendono tuttavia a essere contenute<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> M. DE CECCO, *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, cit.

<sup>53</sup> L. CONTE-G. PILUSO, *Financing the Largest Italian Manufacturing Firms. Ownership, Equity, and Debt (1936-2001)*, in A. COLLI-M. VASTA (a cura di), *Forms of Enterprise in 20th Century Italy: Boundaries, Strategies and Structures*, Cheltenham, Edward Elgar, 2010, 132-158.

<sup>54</sup> G. BERTA, *L'Italia delle fabbriche*, Bologna, Il Mulino, 2001; F. CARNEVALI, *Europe's Advantage. Banks and Small Firms in Britain, France, Germany, and Italy since 1918*, Oxford, Oxford University Press, 2005; A. SPADAVECCHIA, *Financing Industrial Districts in Italy, 1971-1991*, in *Business History*, 2005, vol. 47, n. 4, 569-593; R. GIANNETTI-M.

Durante la fase di crescita degli anni '50 e '60 la perdita di efficienza allocativa del sistema finanziario venne oscurata dalla crescita stessa connessa al ciclo internazionale e alla domanda interna, ossia dalla capacità delle imprese di finanziare i propri investimenti mediante margini consistenti di autofinanziamento<sup>55</sup>. Negli anni '50, in un quadro macroeconomico “stabile e ben definito”, come disse Menichella, le banche furono in grado di allocare i crescenti flussi di risparmio generati dalla crescita del reddito pro capite alle imprese con una sostanziale efficacia, anche se non sempre in condizioni di efficienza operativa, in parte per effetto dell'accentuata segmentazione funzionale introdotta dalla legge del 1936 tra le banche commerciali e gli istituti di credito speciale<sup>56</sup>. La politica di Menichella accentuò, inoltre, la segmentazione territoriale del sistema premiando soprattutto le componenti specializzate nella raccolta del risparmio – le casse di risparmio e gli istituti di diritto pubblico – e comprimendo la quota di mercato delle tre banche di interesse nazionale (la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e il Banco di Roma), comprimendone l'espansione delle reti attraverso scelte restrittive di natura amministrativa<sup>57</sup>. Le banche locali vennero sostenute in una logica di riequilibrio del sistema coerente con la storica preferenza della Banca d'Italia per le classi dimensionali minori, alle quali si associavano vantaggi informativi nella selezione dei debitori nei distretti locali di piccola impresa<sup>58</sup>. Le grandi banche, come la Banca Commerciale, continuarono tuttavia ad allocare risorse in misura maggiore rispetto alla propria raccolta sino agli anni '70, quando si fecero sentire, da un lato, i vincoli amministrativi alla gestione dell'attivo e, dall'altro, le sofferenze e gli incagli nelle attività di *corporate banking* particolarmente esposte alla contrazione della redditività delle grandi imprese affidate<sup>59</sup>.

VASTA (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, cit.

<sup>55</sup> A. GERBI, *La Banque en Italie. Institutions et mécanismes bancaires en Italie*, in *Institutions et mécanismes dans les pays de la Communauté Economique Européenne*, Dunod, Paris, 1969.

<sup>56</sup> S. LA FRANCESCA, *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004

<sup>57</sup> G. ALBARETO-M. TRAPANESE, *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, in F. COTULA (a cura di), *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

<sup>58</sup> G. CONTI-G. FERRI, *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in F. Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997; CONTI G.-FERRI G., *Banques locales et soutien au développement décentralisé des Pme en Italie*, in M. LESCURE-A. PLESSIS (a cura di), *Banques locales et banques régionales en Europe au XX<sup>e</sup> siècle*, Paris, Albin Michel, 2004.

<sup>59</sup> F. GIORDANO, *Storia del sistema bancario italiano*, Roma, Donzelli, 2007.



La riorganizzazione del sistema bancario innescata dalla legge di riforma del 1936 richiese anche un mutamento nei rapporti tra intermediari e imprese che avrebbe inciso sull'efficienza allocativa della struttura finanziaria al termine della lunga fase di crescita, quando le capacità di autofinanziamento delle imprese si ridussero in misura consistente. Le relazioni tra banca e imprese si ridefinirono in parte per effetto della crescita dimensionale e operativa delle casse di risparmio e degli istituti di credito di diritto pubblico (Banco di Napoli e Banco di Sicilia, Banca Nazionale del Lavoro, Monte dei Paschi di Siena e Istituto Bancario San Paolo di Torino). Dai primi anni '50 le imprese maggiori, allentatosi il vincolo di liquidità, aumentarono il numero delle banche da cui ricevere fidi e crediti, mentre le tre ex banche miste ricercarono sempre più attivamente relazioni anche con le imprese di minori dimensioni. Da questi due fenomeni derivò la diffusione della prassi dei pluri-affidamenti, senza che venissero però incrinata le forme di *relationship banking* che tendevano a privilegiare le imprese conosciute a discapito di potenziali *outsiders* più dinamici e innovativi. La diffusione dei pluri-affidamenti segnò la traiettoria evolutiva del sistema dai primi anni '50, favorendo la ripartizione dei rischi tra le banche, ma erodendo anche la qualità dei processi e dei metodi di vaglio del merito di credito e selezione dei richiedenti i fondi. Nella fase di crescita sostenuta, ossia sino ai primi anni '70, potevano attenuarsi o apparire modesti i limiti impliciti in un sistema di selezione che separava, in termini di raccolta e gestione delle informazioni sui debitori, l'accesso all'analisi dei flussi dei pagamenti delle imprese (ripartito tra un consistente numero di banche di credito ordinario) e la valutazione dei progetti di investimento a lungo termine (assegnati agli istituti di credito speciale). Di fatto, però, furono così introdotti elementi di fragilità nei meccanismi di allocazione delle risorse in un sistema che tendeva a essere tanto più banco-centrico quanto minore diveniva il ruolo dei mercati azionari. La tendenza a contare su forme essenzialmente assicurativo-patrimoniali nella valutazione dei meriti di credito deresponsabilizzò in termini sostanziali le banche nelle attività cruciali di selezione delle imprese minandone l'efficienza allocativa, come divenne evidente alla fine degli anni '60<sup>60</sup>.

Quel modello di intermediazione faceva perno su alcuni principi regolamentari (specializzazione e segmentazione degli intermediari) e sull'idea che il credito fosse un bene pubblico. Dai primi anni '60, per effetto di un ciclo legislativo che deformò sostanzialmente il modello originario, la diffusione delle forme di credito agevolato (i *soft loans*) e l'adozione di politiche monetarie accomodanti

<sup>60</sup> A. CONFALONIERI, *Credito ordinario e medio termine: considerazioni sull'esperienza italiana*, in *Bancaria*, 1965, anno X, n. 7, 783-797; A. GIGLIOBIANCO-G. PILUSO-G. TONIOLO, *Il rapporto tra banche e imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura nel sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

o apertamente espansive allentarono significativamente la qualità dei criteri di valutazione dei richiedenti credito. Negli anni settanta le fragilità del sistema finanziario emerse in modo chiaro e la minore efficienza dinamica costituì un elemento di freno alla crescita di produttività e reddito<sup>61</sup>. La cedente di efficienza degli intermediari si sommò alla mancanza di un mercato azionario efficiente, sufficientemente spesso e liquido<sup>62</sup>. Le imprese industriali maggiori incontrarono un netto vincolo nella provvista di fondi, mentre l'accesso a risorse aggiuntive da parte delle imprese nuove limitato, spesso inefficace la selezione delle imprese e dei progetti di investimento anche per effetto delle forme di *relationship banking*. In una cornice internazionale perturbata da ampie oscillazioni dei prezzi relativi e da discontinuità nei regimi tecnologici, la sostituzione di capitale di rischio con capitale di debito alimentata dal circuito obbligazionario pubblico produsse distorsioni e indusse a preferire soluzioni sub-ottimali alle diffuse crisi aziendali, il ricorso ai salvataggi pubblici ostacolò la selezione delle imprese e l'aggiustamento del modello di specializzazione settoriale a quello delle economie più avanzate<sup>63</sup>.

In quei due decenni le scelte di politica economica modificarono condizioni e meccanismi di allocazione delle risorse: le politiche della programmazione economica, la nazionalizzazione dell'industria elettrica, la riduzione dei livelli di autofinanziamento delle imprese posero in crescente tensione il sistema degli intermediari. La Banca d'Italia si pose obiettivi differenti da quelli del decennio precedente, rinunciando a esercitare la politica monetaria in condizioni di autonomia<sup>64</sup>. I modelli di governo della moneta e del credito perseguiti da Menichella – l'offerta di credito legata alla formazione di risparmio e alla costituzione di depositi – furono sostituiti. La Banca d'Italia guidata da Carli ritenne “di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo”<sup>65</sup>.

<sup>61</sup> P. CIOCCA, *Banca, finanza, mercato. Bilancio di un decennio e nuove prospettive*, Torino, Einaudi, 1991.

<sup>62</sup> F. BARBIELLINI AMIDEI-C. IMPENNA, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999; G. NARDOZZI - G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

<sup>63</sup> F. LAVISTA-G. PILUSO, *Sectoral Specialisation and Firm Size in Italy Before and after the Stagflation. IRI, 1962-1991*, paper presentato alla Economic History Society Conference, Cambridge, University of Cambridge, Robinson College, 1-3 April 2011.

<sup>64</sup> L. CONTE, *L'azione della Banca d'Italia (1948-993)*, in *Storia d'Italia, Annali*, 23, *La banca*, Torino, Einaudi, 2008.

<sup>65</sup> P. CIOCCA (a cura di), *Guido Carli governatore della Banca d'Italia 1960-1975*, vol. 3,

Dopo la recessione del 1964, tra il 1966 e il 1969, la Banca d'Italia stabilizzò i tassi di interesse e sostenne il mercato obbligazionario, reagendo in tal modo all'atonìa del mercato azionario e alle difficoltà crescenti di raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese. Si mirò così ad assicurare sufficiente copertura alla domanda di fondi sia del settore privato sia di quello pubblico con un'espansione del debito sorretta dalla "doppia intermediazione" che consentiva di collocare le emissioni non assorbite sul mercato nell'attivo delle banche commerciali per effetto di vincoli amministrativi<sup>66</sup>. La "doppia intermediazione", tuttavia, recideva la relazione tra la raccolta e l'impiego del risparmio e deresponsabilizzava, di conseguenza, i banchieri nella valutazione dei meriti di credito e dei progetti di investimento dei debitori. La perdita di efficienza degli intermediari fu pertanto correlata a un'anomala estensione del circuito obbligazionario pubblico, alla dilatazione dei crediti agevolati e ai connessi vincoli amministrativi alla gestione dell'attivo delle banche<sup>67</sup>.

Dai primi anni '80, con gradualità, i criteri di regolazione degli intermediari e dei mercati vennero modificati, smantellando l'impianto dirigista dell'ordinamento in cui furono introdotti elementi di progressiva liberalizzazione in accordo con le direttive europee in materia finanziaria. Alla vigilia della legge Amato-Carli del 1990 rimaneva ormai semplici tracce della specializzazione e segmentazione operativa e funzionale che il sistema aveva mantenuto sino ai primi anni '80. Con le riforme – la legge Amato-Carli del 1990 e il Testo unico sulla finanza del 1993 – e le privatizzazioni dei primi anni '90 si avviarono i processi di aggregazione che aumentarono i livelli di concentrazione e efficienza dei maggiori gruppi bancari italiani, i cui modelli operativi si incentrarono sulla banca universale<sup>68</sup>. Negli ultimi due decenni il ritorno alla banca universale si presenta come l'effetto di una convergenza (parziale) dei modelli istituzionali dei sistemi finanziari, un effetto legato ai processi di integrazione dei mercati finanziari internazionali. Il riassetto del sistema finanziario italiano mosse dalla ridefinizione graduale del modello di politica monetaria, e banca centrale, adottato nei primi anni '60 e rimodulato in risposta agli *shock* macroeconomici

Torino, Bollati Boringhieri, 2008.

<sup>66</sup> L. CONTE, *L'azione della Banca d'Italia (1948-1993)*, cit.

<sup>67</sup> G. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi. Banche ed economia in Francia, Germania, Italia*, Bologna, Il Mulino, 1983; G. PILUSO, *Gli istituti di credito speciale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia, Annali, 15, L'industria*, Torino, Einaudi, 1999; R. DE BONIS, *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Roma, Banca d'Italia, 2006.

<sup>68</sup> M. MESSORI-R. TAMBURINI-A. ZAZZARO, *Il sistema bancario italiano*, Roma, Carocci, 2003; P. BONGINI-G. FERRI, *Il sistema bancario meridionale*, Roma-Bari, Laterza, 2005.

degli anni '70. La riforma della struttura finanziaria ha avuto carattere graduale ed è dipesa dall'affermazione del principio di autonomia della politica monetaria rispetto alle necessità della finanza pubblica e delle imprese. La concentrazione e la crescita dimensionale delle banche sono state intese al fine di adattare un modello operativo incentrato sulle relazioni di lungo andare con le imprese – per quanti rischi di reciproca cattura ne possano derivare, al fine di essere in grado di valutare efficacemente i meriti dell'affidato – con la prassi dei pluriaffidamenti: nelle configurazioni organizzative emerse i gruppi permetterebbero – forse precariamente – alla banca universale di convivere con schemi di lavoro poco compatibili con le logiche proprie di quel modello, in presenza di conflitti di interesse difficilmente ricomponibili. L'adozione dei principi di Basilea, un sistema centrato sull'adozione di coefficienti patrimoniali correlati ai livelli di rischio assunti, tenderebbe a contribuire a ripartire rischi maggiori tra l'insieme degli operatori e cautelare gli intermediari (e il risparmio) dai fallimenti. Le innovazioni degli strumenti e i mutamenti nella condotta delle maggiori banche italiane verso le imprese, secondo una tendenza più generale di trasferimento dei rischi ai mercati, si combinano però con un preesistente modello di gestione dei rischi marcato da pratiche relazionali e collusive stratificate, particolarmente opache, scarsamente adatte a favorire l'ingresso sulla scena di nuovi competitori dei fatti emergono due tendenze principali<sup>69</sup>.

## 5. Conclusioni: finanza e crescita, un *puzzle* insoluto?

Il caso italiano, considerato nel lungo periodo unitario, conferma le ipotesi di una positiva correlazione tra finanza e crescita economica, indipendentemente dai modelli e dalle istituzioni prevalenti<sup>70</sup>. Le ipotesi sui mercati come istituzioni efficienti formulate dalla scuola Law and Finance<sup>71</sup> non sono confermate dall'evidenza empirica non solo per il caso della Germania guglielmina, ma anche per il caso italiano. Il caso italiano presenta evidenza che conferma che la crescita è stata associata sia alla banca mista (1896-1914), sia a modelli di specializzazione funzionale (1952-1971), ma non alla banca universale (senza

<sup>69</sup> G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

<sup>70</sup> R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, cit.

<sup>71</sup> R. RAJAN-L. ZINGALES, *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, cit.; R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SCHLEIFER-R.W. VISHNY, *Law and Finance*, cit.; R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES - A. SHLEIFER, 2006. *What Works in Securities Laws?*, in *Journal of Finance*, vol. 61 (1), 1-32.

borsa) (1990-2014)<sup>72</sup>. Negli anni '90 il ritorno della banca universale non ha sempre coinciso con la messa a punto e l'affinamento delle tecniche, delle competenze e degli strumenti richiesti per valutare con efficacia la solidità e la solvibilità delle imprese affidate secondo gli schemi operativi propri della banca universale. Per definizione la banca universale si concilia a fatica con i meccanismi di *governance* e remunerazione del capitale contemplati nei modelli istituzionali che enfatizzano la “creazione di valore” per gli *shareholders* più e prima ancora che la continuità dell'impresa e l'accumulazione di risorse che determineranno le successive dinamiche di crescita: i margini per l'ibridazione di modelli istituzionali e organizzativi non sono infiniti, privi di vincoli di compatibilità e intrinseca coerenza<sup>73</sup>. Da questo punto di vista il ritorno alla banca universale, in un panorama industriale scarso di grandi imprese industriali, non appare correlato ai fenomeni di crescita sostenuta che avevano segnato positivamente l'età giolittiana. Le differenze nei modelli di gestione dei rischi e la mancata integrazione con i mercati finanziari potrebbero, almeno in parte, spiegare la performance degli intermediari, ma anche la struttura di *governance* adottata dai gruppi maggiori, la ridotta interazione con un sistema di imprese dinamiche e innovative, le cui fragilità sono legate alla modesta dimensione e alla difficoltà di realizzare investimenti adeguati in capitale fisico e in capitale umano, così come in ricerca e sviluppo<sup>74</sup>.

<sup>72</sup> G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

<sup>73</sup> G. BERTA-G. PILUSO, *La mutazione della struttura finanziaria e l'economia italiana*, in *Economia e politica industriale*, 2004, vol. 31, n. 122, 7-32.

<sup>74</sup> G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

## Bibliografia

ALBARETO G.-TRAPANESE M., *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, in F. COTULA (a cura di), *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

ARTONI R.-BIANCINI S., *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca e G. Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 2004, vol. 3, 269-380.

BARBIELLINI AMIDEI, F.-IMPENNA, C., *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

BERTA G., *L'Italia delle fabbriche*, Bologna, Il Mulino, 2001.

BERTA G.-PILUSO G., *La mutazione della struttura finanziaria e l'economia italiana*, in *Economia e politica industriale*, 2004, vol. 31, n. 122, 7-32.

BISCAINI COTULA A.M.-CIOCCA P., *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. VICARELLI (cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a, Bologna, Il Mulino, 1978.

BONELLI F., *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Fondazione Luigi Einaudi, 1971.

BONELLI F., *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma, Edindustria, 1984.

BONGINI P.-FERRI G., *Il sistema bancario meridionale*, Roma-Bari, Laterza, 2005.

BORDO M.- ROGOFF K., *The Gold Standard as a Good Seal of Approval*, in *Journal of Economic History*, 1996, vol. 56, 2, 389-428.

CAMERON R. (a cura di), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, New York, Oxford University Press, 1967.

CARNEVALI F., *Europe's Advantage. Banks and Small Firms in Britain, France, Germany, and Italy since 1918*, Oxford, Oxford University Press, 2005.

CIOCCA, P., *L'instabilità dell'economia*, Torino, Einaudi, 1987.

CIOCCA P., *Banca, finanza, mercato. Bilancio di un decennio e nuove prospettive*, Torino, Einaudi, 1991.

CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

CIOCCA P., *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2007.

CIOCCA P. (a cura di), *Guido Carli governatore della Banca d'Italia 1960-1975*, vol. 3, Torino, Bollati Boringhieri, 2008.

CONFALONIERI A., *Credito ordinario e medio termine: considerazioni sull'esperienza italiana*, in *Bancaria*, 1965, anno X, n. 7, 783-797.

CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1982.

CONFALONIERI, A., *Banche miste e grande industria in Italia, 1914-1933*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1994.

CONTE L., *L'azione della Banca d'Italia (1948-993)*, in *Storia d'Italia, Annali*, 23, *La banca*, Torino, Einaudi, 2008.

CONTI G., *Le banche e il finanziamento industriale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia, Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

CONTI G.-FERRI G., *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

CONTI G.-FERRI G., *Banques locales et soutien au développement décentralisé des Pme en Italie*, in LESCURE M.-PLESSIS A. (a cura di), *Banques locales et banques régionales en Europe au XX<sup>e</sup> siècle*, Paris, Albin Michel, 2004.

DE BONIS R., *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Roma, Banca d'Italia, 2006.

DE BONIS R.-FARABULLINI F.-ROCCELLI M.-SALVIO A., *Nuove serie storiche sull'attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, in *Banca d'Italia. Quaderni di Storia Economica*, 2012, n. 26.

DE BONIS R.-SILVESTRINI A., *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, in *Cliometrica*, 2014, n. 1, 301-334.

DE CECCO M., *The Italian National Debt Conversion of 1906*, in M. DRAGHI-R. DORNBUSCH (a cura di), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge-New York, Cambridge University Press, 1990, 263-284.

DE CECCO M., *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura*

*finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

A. DEMIRGÜÇ KUNT-R. LEVINE (a cura di), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 2001.

FANNO, M., *Le banche e il mercato monetario*, Roma, Atheneum, 1912.

FEDERICO G.-TONIOLO G., *Italy*, in R. Sylla-G. Toniolo (a cura di), *Patterns of European Industrialization*, London and New York, Routledge, 1991.

FENOALTEA, S., *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006.

FOHLIN C., *Capital Mobilisation and Utilisation in Latecomer Economies: Germany and Italy Compared*, in *European Review of Economic History*, 1999, vol. 3, n. 2, 139-174.

FOHLIN C., *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge and New York, Cambridge University Press, 2007.

FOHLIN C., *Does Civil Law Tradition (or Universal Banking) Crowd out Securities Markets? Pre-World War I Germany as a Counter-Example*, in *Enterprise & Society*, 2008, vol. 8, 6002-641.

FORSYTH D., *The crisis of Liberal Italy. Monetary and Financial Policy, 1914-1922*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993.

FRANCESE M.-PACE A., *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 2008, occasional paper, n. 31.

FRATIANNI M.-SPINELLI F., *A Monetary History of Italy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

FRATIANNI M.-SPINELLI F., *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, in *Explorations in Economic History*, 2001, vol. 38, 2, 252-272.

GERBI A., *La Banque en Italie. Institutions et mécanismes bancaires en Italie*, in *Institutions et mécanismes dans les pays de la Communauté Economique Européenne*, Dunod, Paris, 1969.

GERSCHENKRON A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (Mass.), Belknap Press, 1962.

GIANNETTI R.-VASTA M. (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, Heidelberg, Physica Verlag, 2006.

GIGLIOBIANCO A.-PILUSO G.-TONIOLO G., *Il rapporto tra banche e imprese*



*negli anni Cinquanta*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura nel sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

GIORDANO F., *Storia del sistema bancario italiano*, Roma, Donzelli, 2007.

GOODHART C.A.E., *The Evolution of Central Banks*, Harvard, MIT Press, 1989.

HERTNER P., *Il capitale tedesco in Italia dall'Unità alla prima guerra mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1984.

KING R.G.-LEVINE R., *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, 3, 717-737.

LA FRANCESCA S., *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004.

LA PORTA R.-LOPEZ-DE-SILANES F. -SCHLEIFER A.-VISHNY R.W., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-55.

LA PORTA R.- LOPEZ-DE-SILANES F. - SHLEIFER A., *What Works in Securities Laws?*, in *Journal of Finance*, 2006, vol. 61 (1), 1-32.

LEVINE R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11, 398-428.

LEVINE R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in P. AGHION-S. DURLAUF (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, Elsevier, 2005.

MESSORI M.-TAMBURINI R.-ZAZZARO A., *Il sistema bancario italiano*, Roma, Carocci, 2003.

NARDOZZI G., *Tre sistemi creditizi. Banche ed economia in Francia, Germania, Italia*, Bologna, Il Mulino, 1983.

NARDOZZI G.-PILUSO G., *Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari, Laterza, 2010.

OBSTFELD M.-TAYLOR A.M., *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

ONADO M., *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. Ciocca-G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, in vol. 3, *Industrie, mercati, istituzioni*, t. 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari, Laterza, 2004.

PILUSO G., *Gli istituti di credito speciale*, in F. AMATORI- D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia, Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

PILUSO G., *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, in *Journal of Modern Italian Studies*, 2010, vol. 15, 1, 84-103, special issue edited by P. Malanima and V. Zamagni.

PILUSO G., *Gli intermediari finanziari: evoluzione e rapporti con le imprese*, in *Economia Italiana*, 2011, vol. 32, 2, 343-389.

PILUSO G., *L'Italia e il gold standard: genesi e razionalità del modello Beneduce, 1905-1935*, in *Imprese e storia*, 2012, n. 41/42, 13-33.

PILUSO G.-RICCIUTI R., *Fiscal Policy and the Banking System in Italy. Have Taxes, Public Spending and Banks Been Procyclical in the Long-Run?*, in *CESifo working paper*, 2008, n. 2442.

REINHART C.M.-ROGOFF K., *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University, 2009.

RAJAN R.-ZINGALES L., *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 69, n. 1, 5-50.

RICCIUTI R., *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, in *Cliometrica*, 2008, n. 2, 259-278.

ROSSI N.-SORGATO A.-TONIOLO G., *I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1993, vol. 10, n. 1, 1-48.

SHLEIFER A.-LOPEZ DE SILANES F.-LA PORTA R., *The Economic Consequences of Legal Origins*, in *Journal of Economic Literature*, 2008, vol. 46 (2), 285-332.

SICILIANO G., *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2001.

SPADAVECCHIA A., *Financing Industrial Districts in Italy, 1971-1991*, in *Business History*, 2005, vol. 47, n. 4, 569-593.

TONIOLO G., *Il profilo economico*, in G. GUARINO-G. TONIOLO (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario: 1919-1936*, Roma-Bari, Laterza, 1993.

TONIOLO G., *Italian Banking, 1919-1936*, in C. FEINSTEIN (a cura di), *Banking, Currency and Finance in Europe Between the Wars*, Oxford, Clarendon Press, 1995.

VERDIER, D., *Moving Money. Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002.

ZAMAGNI, V., *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1998, vol. 14, n. 3, 207-242.