

*Giuseppe Della Torre*

**Il "circuito del Tesoro"  
e la Cassa Depositi e Prestiti  
1863 - 1943**

Supplemento n.1 al n.10 di Gradus. Spedizione in abbonamento postale, Legge 662/96 art.2 comma 20/e - Roma

*Giuseppe Della Torre*

**Il "circuito del Tesoro"  
e la Cassa Depositi e Prestiti  
1863 - 1943**

ROMA 2002

## IL "CIRCUITO DEL TESORO" E LA CASSA DEPOSITI E PRESTITI 1863 -1943

### INDICE

1. PROLOGO E CONTENUTI DEL LAVORO .....	5
2. LA CDP: LA GESTIONE PRINCIPALE, LE GESTIONI ANNESSE E GLI ISTITUTI DI PREVIDENZA .....	9
3. GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLA CDP AL TESORO .....	11
> Effetti pubblici di proprietà di terzi in deposito presso la CDP .....	11
> Titoli di Stato di proprietà della CDP .....	11
> C/c fruttiferi col Tesoro .....	12
> Anticipazioni al Tesoro e ad altre amministrazioni pubbliche .....	12
> Sconto di annualità dello Stato .....	12
> Partecipazioni e obbligazioni .....	12
> L'importanza dimensionale e temporale degli strumenti di finanziamento .....	14
4. LA DIMENSIONE QUANTITATIVA DEI FINANZIAMENTI DELLA CDP AL TESORO, 1863 - 1943 .....	20
> La partizione del debito tra patrimoniale e fluttuante e per settori di contropartita .....	20
> Titoli di Stato detenuti all'estero e stima del debito collocato presso il pubblico dei risparmiatori .....	21
> Gli anni sino al primo conflitto mondiale, 1875 - 1913 .....	22
> Dalla "prima" crisi postale del 1914 al finanziamento della guerra .....	24
> Dalla creazione dei buoni postali fruttiferi (1925) alla "seconda" crisi della raccolta postale (1935) .....	25
> Il "circuito monetario", 1935 - 1943 .....	25
5. LA CDP, LE CONVERSIONI DELLA RENDITA E I CONSOLIDAMENTI DEL DEBITO REDIMIBILE, 1872 - 1935 .....	32
> Consolidamenti e conversioni: allungamento della scadenza del debito e riduzione della spesa per interessi .....	32
> Il consolidamento dei debiti redimibili "pontifici" del 1872 come avvio di una sequela di consolidamenti .....	32
> I consolidamenti del 1894 e 1896 .....	33
> Le conversioni del 1896 .....	33
> La conversione - "operazione amministrativa" del 1903 .....	33
> La "grande" conversione del 1907 .....	34
> La conversione - "operazione finanziaria" di Nitti: il VI Prestito nazionale, 1920 .....	35
> La conversione volontaria di De Stefani, 1924 .....	36
> Il prestito del Littorio, 1926 .....	36
> La "doppia" conversione del 1934 - 1935 .....	37
<b>APPENDICE</b> Il finanziamento della CDP al Tesoro: aspetti normativi ed istituzionali .....	44
<b>FONTI ARCHIVISTICHE</b> .....	51
<b>FONTI DOCUMENTARIE, STATISTICHE, RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b> .....	51
<b>FIGURE</b>	
<b>FIG. 1.1</b> CDP: FINANZIAMENTI AL TESORO E AGLI ENTI TERRITORIALI, 1863 - 1943 .....	5
<b>FIG. 1.2</b> CDP: FINANZIAMENTI AL TESORO E AGLI ENTI TERRITORIALI, 1883 - 1943 .....	6
<b>FIG. 2</b> GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLA CDP AL TESORO, 1863 - 1943 .....	14
<b>FIG. 3.1</b> DEBITO TOTALE DEL TESORO DISTRIBUITO PER SETTORE DI CONTROPARTITA, 1863 - 1943 .....	23
<b>FIG. 3.2</b> DEBITO DEL TESORO "ISTITUZIONALIZZATO", 1863 - 1943 .....	24

### TAVOLE

<b>Tav. 1</b> CDP: finanziamenti al Tesoro e agli enti territoriali, 1863 - 1943 .....	7
<b>Tav. 2</b> CDP: finanziamenti al Tesoro per forma tecnica, 1863 - 1943 .....	16
<b>Tav. 3</b> Debito totale del Tesoro distribuito per settori di contropartita, 1863 - 1943 .....	28
<b>Tav. 4</b> CDP - Gestione principale: titoli di Stato detenuti, 1871 - 1943 .....	38
<b>Tav. 5</b> CDP: Titoli di proprietà di terzi in deposito presso CDP, 1875 - 1913 .....	42
<b>Tav. 6</b> Acquisti di titoli di Stato per conto dei depositanti presso le Casse postali, 1876 - 1937 .....	43

### PROSPETTI

<b>PROSPETTO N. 1</b> CDP: RACCOLTA ED IMPIEGHI VERSO IL TESORO .....	13
<b>PROSPETTO N. 2</b> LO SCHEMA DI FUNZIONAMENTO DEL "CIRCUITO MONETARIO" DEL TESORO, 1935 - 1943 .....	26

## 1. PROLOGO E CONTENUTI DEL LAVORO

1. Il titolo del lavoro richiama la rilevanza della Cassa Depositi e Prestiti (CDP) nel finanziamento del Tesoro e nella gestione del debito pubblico, ruolo che non è circoscritto a momenti specifici<sup>1</sup>, ma costituisce un elemento strutturale nella storia della finanza pubblica del nostro Paese. Peraltro, esso non costituisce un'eccezione nel panorama europeo: le istituzioni in Francia, Germania, ecc. hanno svolto funzioni analoghe (M.T. Salvemini 1978, App. D, pp. 63 ss.; 2002, pp. 39 ss.). Per il caso francese è da menzionare il "circuito del Tesoro", preposto al riassorbimento della liquidità creata dal Tesoro e costituito dalla *Caisse des dépôts et consignations* e dalle istituzioni "corrispondenti"<sup>2</sup>.

Trattando dei finanziamenti della Cassa Depositi e Prestiti è scontato centrare l'attenzione sul finanziamento agli enti locali (per la costruzione delle opere pubbliche, la copertura dei disavanzi di bilancio e la sistemazione dei debiti pregressi). Tuttavia, dalla legge che imponeva alla CDP l'obbligo d'investimento minimo in titoli di Stato (1895), il differenziale tra i finanziamenti al Tesoro e quelli agli enti territoriali è andato crescendo, per raggiungere i massimi storici con il secondo conflitto mondiale (Fig. 1.1-1.2 e Tav. 1)<sup>3</sup>.

Nell'ambito del funzionamento della CDP, va ricordato che la fondazione delle Casse postali apre un canale di finanziamento della CDP assai più consistente della raccolta di depositi "in numerario" (a scopi cauzionali, amministrativi e giudiziari) e in costante espansione.

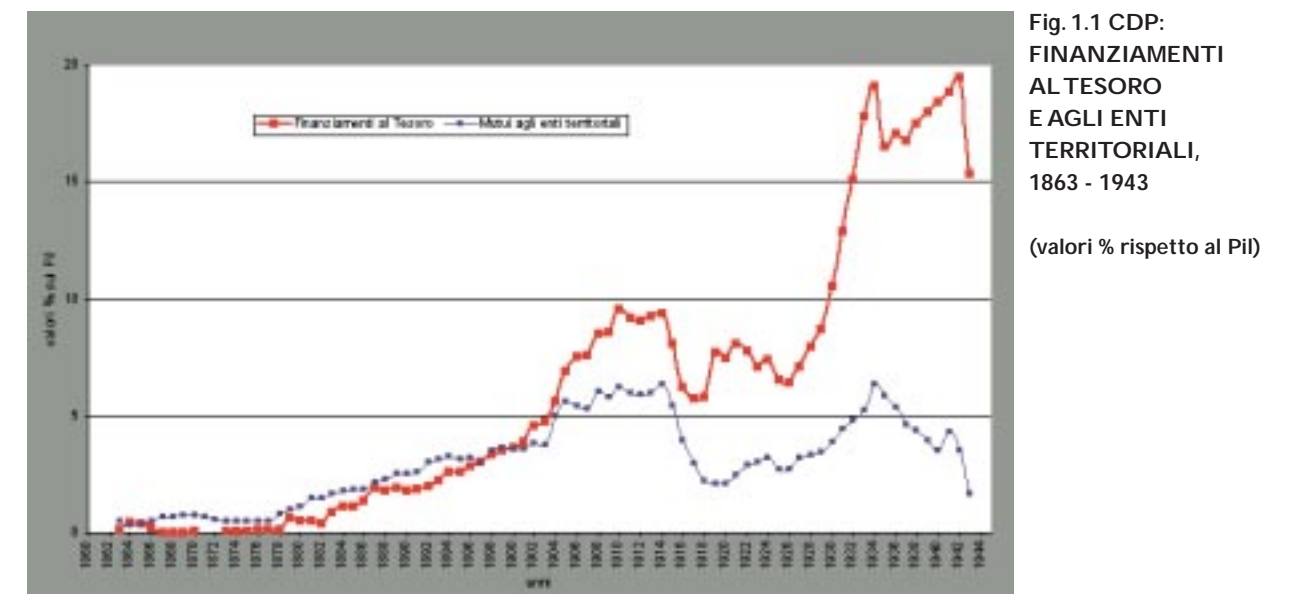
Il lavoro costituisce un approfondimento di un tema affrontato durante la redazione di "Storia della CDP", curata da Marcello De Cecco e Gianni Toniolo, che mi hanno stimolato verso questo ambito di ricerca.

Una precedente stesura ha beneficiato delle letture accurate, delle critiche e dei suggerimenti di Pier Francesco Asso, Leandro Conte, Giuseppe Conti e Vera Negri Zamagni. A loro sono debitore anche per alcune precisazioni che hanno evitato sviste fastidiose.

Ho esposto alcune prime considerazioni del lavoro in una riunione del CIRSFI (Centro Interuniversitario di Ricerca sul Sistema Finanziario Italiano), tenutasi nella primavera del 2001 presso la Facoltà di Economia di Cassino. Per le osservazioni ricevute in quella sede e in un successivo incontro, ringrazio gli intervenuti: in particolare, Francesco Balletta, Alberto Cova, Giuseppe Felloni, Salvatore La Francesca, Angelo Moiola, Gaetano Sabatini.

Per l'intelligenza con la quale hanno provveduto alla raccolta dei dati statistici e delle informazioni normative ringrazio Maria Pia Saetta e Jonathan Tagliaferri. Per l'elaborazione e l'editing di tabelle e figure mi sono avvalso del lavoro accurato di Daniele Ponzetti e di Giulia Della Torre.

Da ultimo, ma non per ultimo, è per me un piacere ricordare l'ambiente cordiale e simpatico creato dal personale tutto dell'Ufficio Pubblicazioni e Immagine (UPI), della Biblioteca, e dell'intero "quinto piano" della CDP.



**Fig. 1.1 CDP:  
FINANZIAMENTI  
AL TESORO  
E AGLI ENTI  
TERRITORIALI,  
1863 - 1943**

(valori % rispetto al Pil)

<sup>(1)</sup> Per il ruolo della CDP tra i due conflitti mondiali si rinvia a Parravicini 1947, Confalonieri 1952, 1986, G. Salvemini e V. Zamagni 1993a, 1993b, V. Zamagni 1998, Della Torre 2001, Conti e Della Torre 2001, M.T. Salvemini 2002.

<sup>(2)</sup> Llaul e Renvenez Eds. 1988, pp. 119-120; Margairaz 1991, vol. II, pp. 489-491, 548 ss.; Diatkine 1996, p. 172; Feiertag 2001; Baubeau 2001, M.T. Salvemini 2002, cap. 2.

<sup>(3)</sup> Durante la presentazione del volume sulla "Storia della CDP" - De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000 - gli intervenuti hanno richiamato l'importanza dell'istituto nel finanziamento del Tesoro e nella gestione del debito pubblico: la Cassa "come mano sinistra del signore" (De Cecco 2001, pp. 14-15). Si rinvia anche a Cozzi 2001, pp. 26-27, e Toniolo 2001, p. 12.

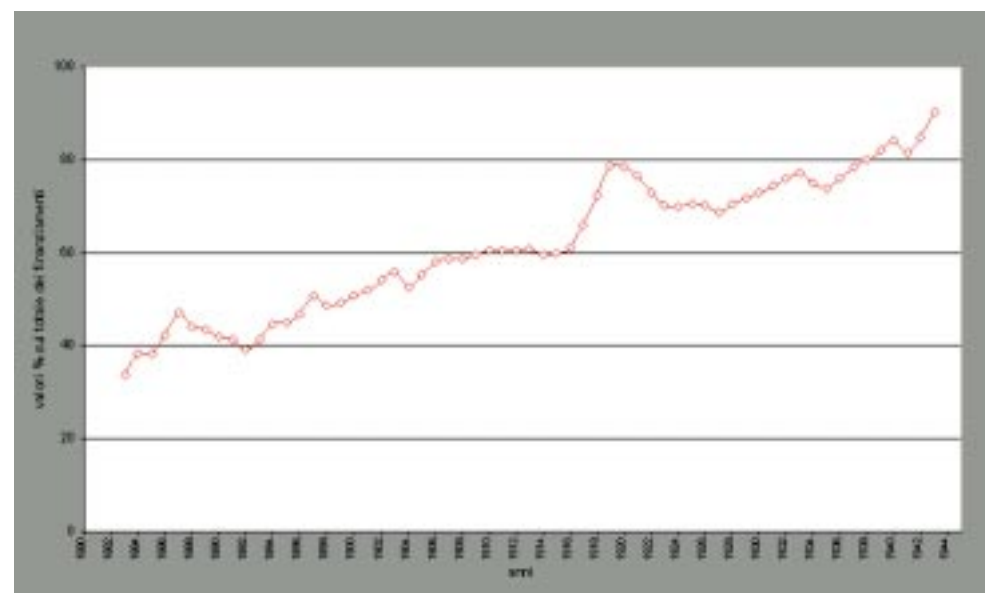


Fig. 1.2 CDP:  
FINANZIAMENTI  
AL TESORO SUL  
TOTALE,  
1883 - 1943

(valori % sul totale  
dei finanziamenti)

2. La CDP storicamente nasce intorno alla "Gestione principale" (1863), preposta alla raccolta di depositi in numerario e all'impiego in mutui agli enti locali e a vantaggio del Tesoro. Occorre precisare che la Gestione principale non esaurisce l'attività della CDP, essendo questa comprensiva di altre unità create successivamente con competenze specifiche. Ci si riferisce alle Gestioni annesse, agli Istituti di previdenza ferroviari e agli Istituti di previdenza amministrati dalla CDP. Ne segue che le risorse della Cassa sono solo in parte riferibili alla raccolta postale: sono da aggiungere i depositi di titoli di terzi presso la Gestione principale, i depositi presso le Gestioni annesse, e le eccedenze delle gestioni degli Istituti di previdenza.<sup>4</sup>

3. Il lavoro è così strutturato. Nel § 2 sono evidenziate le istituzioni che compongono il "gruppo" CDP e nel § 3 le relative forme di finanziamento al Tesoro. Nel § 4 è analizzato il ruolo complessivo della CDP nel finanziamento del Tesoro, ponderando questo con lo stock totale del debito pubblico in esistenza. Nel § 5 viene prestata attenzione alle funzioni svolte dalla CDP nelle conversioni dei consolidati e nei consolidamenti dei titoli redimibili e del debito fluttuante tra il 1872 e il 1936. Nell'Appendice sono riportati gli aspetti tecnici, normativi e istituzionali, utili alla comprensione del ruolo dell'istituto.

<sup>(4)</sup> Per un trattamento sistematico del punto si rinvia a Della Torre 2000b.

Tav.1 CDP: finanziamenti al Tesoro e agli enti territoriali, 1863 - 1943

(valori in milioni di lire)

Fonti: dati CDP, Della Torre 2000b e 2000c; dati Pil: Rossi, Sorgato e Toniolo 1993

anni	Tesoro 1=2+4	Finanziamenti al Tesoro 2	Titoli in deposito 3	di cui: titoli di Stato 4	Enti territoriali 5	Partecipazioni 6	Altri titoli 7	Totale 1 (escl. titoli in deposito) 8=2+5+6+7	Totale 2 (incl. titoli in deposito) 9=1+5+6+7	PIL prezzi correnti 10
1863	47	13	34	34	40			53	87	8440
1864	91	36	55	55	28			64	119	8700
1865	90	33	57	57	35			68	124	8990
1866	80	21	59	59	49			70	129	10050
1867	58		58	58	66			66	124	9410
1868	70		70	70	72			72	142	10450
1869	92		92	92	74			74	166	10160
1870	108	9	100	100	73			82	182	10080
1871	267		267	267	71			71	338	10430
1872	291		291	291	66			66	357	11550
1873	310	10	300	300	62			72	372	13140
1874	1025	7	1018	1018	58			65	1083	12500
1875	1144	6	1138	1138	56			62	1200	11020
1876	1039	13	1185	1026	54			67	1252	11120
1877	1073	14	1227	1060	61			75	1302	12510
1878	1096	18	1211	1078	93			111	1323	11870
1879	1244	69	1308	1175	118			187	1495	11660
1880	1183	62	1257	1121	139			201	1458	12400
1881	454	54	534	400	163			217	751	11240
1882	195	42	157	153	182			224	381	12080
1883	535	97	443	438	191			288	731	11440
1884	566	125	445	441	201			326	772	11330
1885	538	137	416	401	221			358	774	12080
1886	560	168	407	392	231			399	806	12500
1887	620	221	400	398	249			471	871	11650
1888	617	211	477	406	267			478	955	11650
1889	719	227	640	492	295			521	1161	11760
1890	682	231	727	451	321			551	1278	12810
1891	485	242	785	243	342			583	1369	13250
1892	429	235	926	194	364			599	1524	12090
1893	448	270	1166	178	384		14	667	1833	12240
1894	487	310	844	177	385		14	709	1553	11870
1895	490	312	969	177	382		13	708	1677	12200
1896	520	333	971	187	380		13	727	1698	11900
1897	607	401	1045	206	388		13	802	1847	13180
1898	655	435	1046	221	459		13	906	1952	13180
1899	680	461	1038	219	477		13	950	1988	13240
1900	736	512	1029	224	498		12	1022	2052	14070
1901	790	559	1036	231	515		12	1085	2122	14340
1902	861	628	1034	234	532		12	1171	2205	13860

segue

continua

Tav.1 CDP: finanziamenti al Tesoro e agli enti territoriali, 1863 - 1943

anni	Tesoro 1=2+4	Finanziamenti al Tesoro 2	Titoli in deposito 3	di cui: titoli di Stato 4	Enti territoriali 5	Partecipazioni 6	Altri titoli 7	Totale 1 (escl. titoli in deposito) 8=2+5+6+7	Totale 2 (incl. titoli in deposito) 9=1+5+6+7	PIL prezzi correnti 10
1903	955	717	1048	239	566		12	1294	2342	15030
1904	1077	830	1064	247	745		12	1587	2651	14900
1905	1324	1069	1093	254	863		15	1947	3040	15460
1906	1526	1234	1158	292	892		14	2141	3298	16400
1907	1715	1400	1175	315	982		14	2397	3572	18550
1908	1852	1527	1259	325	1081		14	2621	3880	17970
1909	2008	1675	1251	333	1134		13	2823	4074	19530
1910	1855	1855	1212	n.d.	1206		13	3074	4286	19420
1911	1959	1959	1281	n.d.	1278		12	3250	4530	21440
1912	2041	2041	1315	n.d.	1333		12	3385	4700	22560
1913	2162	2162	1248	n.d.	1402		12	3576	4823	23470
1914	2203	2203	1330	n.d.	1495		14	3712	5041	23530
1915	2343	2343	1372	n.d.	1564		15	3921	5293	28950
1916	2545	2545	1309	n.d.	1615		14	4174	5484	41150
1917	3208	3208	1369	n.d.	1652		15	4875	6244	56010
1918	4337	4337	1457	n.d.	1671		12	6019	7477	74910
1919	6333	6333	1501	n.d.	1712	18	14	8078	9579	82520
1920	8234	8234	1650	n.d.	2286	37	15	10573	12223	110240
1921	9389	9389	1837	n.d.	2878	63	14	12343	14180	116220
1922	9692	9692	2015	n.d.	3581	100	14	13387	15402	124910
1923	9475	9475	2254	n.d.	4034	100	21	13630	15884	133430
1924	10287	10287	2341	n.d.	4433	110	24	14855	17196	139710
1925	11311	11311	2505	n.d.	4740	115	37	16203	18708	173330
1926	11761	11761	2513	n.d.	4991	115	69	16936	19450	183810
1927	11587	11587	3201	n.d.	5263	115	68	17033	20234	163940
1928	12982	12982	3093	n.d.	5414	115	68	18579	21673	163980
1929	14308	14308	3095	n.d.	5660	115	118	20201	23296	165060
1930	15920	15920	3161	n.d.	5885	125	116	22046	25207	150920
1931	17715	17715	2981	n.d.	6110	200	142	24168	27149	137410
1932	20146	20146	2924	n.d.	6388	209	285	27027	29952	133850
1933	22536	22536	2875	n.d.	6653	226	281	29697	32572	126800
1934	24468	24468	2829	n.d.	8113	258	296	33135	35964	128410
1935	23752	23752	2704	n.d.	8378	323	620	33072	35776	143970
1936	26823	26823	2594	n.d.	8420	235	178	35656	38250	157480
1937	30814	30814	2559	n.d.	8526	262	175	39776	42335	184240
1938	34794	34794	2639	n.d.	8743	267	167	43971	46610	198970
1939	39766	39766	2722	n.d.	8769	274	315	49124	51846	221520
1940	47538	47538	2953	n.d.	8997	277	227	57038	59990	258070
1941	55949	55949	3193	n.d.	12773	334	231	69287	72480	297060
1942	71471	71471	3467	n.d.	12767	334	254	84826	88294	367000
1943	74560	74560	3672	n.d.	8162	334	250	83306	86978	486000

I valori assoluti dei finanziamenti della CDP sono rapportati al Prodotto Interno Lordo a prezzi correnti (Pil). Rispetto alle serie disponibili (es. Istat 1957, Fuà et al. 1969, Rossi, Sorgato e Toniolo 1993) è stata utilizzata quest'ultima. Si ricorda che le serie differiscono prevalentemente per il diverso "livello" più che per la dinamica (es. Bordini, Carreras e Lains 1995, pp. 116-124, Cohen e Federico 2001, pp. 15-20). Da questo punto di vista scegliere una serie o l'altra non pregiudica il profilo evolutivo delle attività della CDP sul Pil.

## 2. LA CDP: LA GESTIONE PRINCIPALE, LE GESTIONI ANNESSE E GLI ISTITUTI DI PREVIDENZA

1. Le rassegne sul ruolo economico-finanziario della CDP centrano l'attenzione sulla Gestione principale<sup>5</sup>, ma le Gestioni annesse e gli Istituti di previdenza sono parti importanti della storia della CDP<sup>6</sup>. Queste omissioni sono rilevanti, perché in tema di copertura del fabbisogno del Tesoro e della gestione del debito non può essere trascurato il ruolo assunto dalle "altre" gestioni (ad es., Confalonieri 1986, Tab. 7, p. 33).

In aggiunta, il riferimento alla Gestione principale, alle Gestioni annesse e agli Istituti di previdenza assume un significato analitico ben diverso per quanto riguarda le forme della raccolta, a fronte dei finanziamenti concessi al Tesoro. I finanziamenti al Tesoro sono sostenuti, in alcuni casi, da forme di raccolta stabili (ad es., i depositi in numerario presso la Gestione principale e le eccedenze delle gestioni previdenziali) e, in altri casi, da forme più instabili e liquide (ad es., la raccolta postale)<sup>7</sup>.

2. La Gestione principale riguarda l'attività di raccolta e d'impiego delle risorse finanziarie per il perseguimento degli scopi istituzionali della CDP. Tra queste, il finanziamento del Tesoro e degli enti locali, da un lato, e la raccolta presso il pubblico, dall'altro. La legge 17 maggio 1863, n. 1270, prevede che "la Cassa riceve in deposito le somme in denaro, [i] titoli del debito pubblico e altri valori nominali. [Le somme in denaro comprendono] i depositi obbligatori prescritti dalla legge, da regolamenti e dall'Autorità Giudiziaria; i depositi che la legge [impone] per ottenere un effetto giuridico determinato; i depositi volontari dei privati, dei corpi morali, ecc. [L'obiettivo è quello di] impiegare il denaro in prestiti alle province, ai comuni e loro consorzi e agli istituti di beneficenza per l'esecuzione di opere pubbliche, l'acquisto di stabili per pubblico servizio, e l'estinzione di debiti onerosi, con la possibilità di impiegare i fondi eccedenti il bisogno in rendita del debito pubblico, buoni del Tesoro, e in c/c col Tesoro" (Medolaghi 1911, pp. 9-11).

3. Accanto alla Gestione principale vi sono le Gestioni annesse, riferite ad attività stabilite da specifiche leggi. Si ricorda che la Cassa "nazionale" (1863) aveva ereditato "il servizio d'affrancazione dei canoni enfiteutici e delle corresponsioni attive verso le manomorte permesse dalle province toscane con legge del Governo della Toscana" (Medolaghi 1911, p. 11). Ancor più rilevante fu "l'istituzione di una Cassa centrale del risparmio postale compenetrata nella CDP" (L. 27 maggio 1875, n. 2779), e sul finire del secolo si aggiunse la Sezione autonoma per il credito comunale e provinciale (1897).

<sup>(5)</sup> Ad es., i dati bancari e creditizi di De Mattia 1967 e Cotula et al. (a cura di) 1996.

<sup>(6)</sup> Si rinvia ai lavori di Clementini 1891, Medolaghi 1898 e 1911, Magnocavallo 1990 e Filippi 1998.

<sup>(7)</sup> Sull'importanza di questi aspetti si rinvia a Confalonieri 1952, pp. 272 e 278, e Matteuzzi e Simonazzi (a cura di) 1988, p. 55.

Tra le Gestioni annesse si ricordano, infine, gli Istituti di previdenza ferroviari (1906), il fondo per l'ammortamento del consolidato 3,5% (1903), il fondo di garanzia per il credito agli impiegati delle amministrazioni pubbliche e l'istituto degli orfani dei ferrovieri colpiti dal terremoto del 1908 (1909), il fondo per l'emigrazione e delle aziende speciali (1910), e così via.<sup>8</sup>

4. Da menzionare infine gli Istituti previdenziali amministrati dalla CDP, previsti dalla legislazione sociale italiana nell'ultimo quarto del secolo XIX *“per diverse categorie di personale al servizio dei comuni, delle province, delle istituzioni pubbliche di beneficenza e dello Stato purché non abbiano altrimenti diritto a pensione”* (Medolaghi 1911, p. 509). Si rammentano il Monte pensioni per gli insegnanti delle scuole pubbliche elementari e comunali (1879), la Cassa pensioni per i medici condotti (1898), le Casse di previdenza del personale tecnico del catasto e dei servizi tecnici finanziari (1903), dei segretari e degli impiegati degli enti locali (1904), degli ufficiali giudiziari (1907), degli impiegati degli archivi notarili (1907), dei salariati degli enti locali (1930), del personale civile e militare dello Stato (1918), ecc. In campo previdenziale va menzionato, inoltre, l'affidamento alla CDP della gestione del portafoglio titoli dell'INPS (dal 1907).<sup>9</sup>

Alcune di queste istituzioni hanno avuto un peso decisivo all'inizio che è andato poi decrescendo (es. il Servizio delle affrancazioni); altre sono uscite dall'orbita della CDP o sono state sciolte (es. gli Istituti ferroviari e gli Istituti di previdenza amministrati dalla Cassa). Per tali ragioni le Gestioni annesse presentano un contenuto temporalmente diversificato.

<sup>(8)</sup> Per il dettaglio delle istituzioni facenti capo - intorno agli anni '20 - alle Gestioni diverse si rinvia a Rel. sul 1928, conto n. 40.  
<sup>(9)</sup> Sino alla seconda guerra mondiale, *“l'eccedenza delle entrate sulle erogazioni previdenziali rappresenta una notevole disponibilità della CDP per le varie forme d'impiego nelle quali questa esplica la sua attività creditizia”* (Eredia 1939, pp. 392-393). Sull'importanza degli istituti di previdenza nella detenzione dei titoli di Stato nella prima parte del secolo, cfr. anche Beltrametti e Soliani 1999.

### 3. GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLA CDP AL TESORO

Nel finanziamento al Tesoro e nella gestione del debito pubblico, un punto interessante è costituito dagli strumenti finanziari che legano le risorse del “gruppo” Cassa al fabbisogno e alla struttura del debito del Tesoro. In particolare, è rilevante la partizione degli strumenti di finanziamento della Cassa al Tesoro tra debito patrimoniale (titoli consolidati, titoli redimibili e buoni del tesoro poliennali) e debito fluttuante (buoni ordinari del tesoro, anticipazioni al Tesoro e c/c col Tesoro) (ad es. Spinelli e Formentini 1987, pp. 303-304).

#### **Effetti pubblici di proprietà di terzi in deposito presso la CDP**

Si tratta del deposito presso la Cassa di “effetti pubblici” (tra cui titoli di Stato) da parte di terzi per ragioni amministrative, cauzionali, giudiziarie (L. 17 maggio 1863, n. 1270). I titoli in deposito sono costituiti sul finire dell'Ottocento prevalentemente da titoli di rendita: ad esempio, lo *stock* a fine giugno 1887 era composto dai consolidati 5% e 3% (Rel. sul 1887, pp. 40-41). Va, tuttavia, rammentato che dal 1887 fu possibile inserire anche strumenti finanziari “non di Stato”, monete auree, ecc.

E' evidente che questa è solo impropriamente una forma di impiego, in quanto non costituisce l'esito di un effettivo processo di intermediazione creditizia, ma la conseguenza di un obbligo posto dalla legge di costituire presso la CDP depositi in effetti pubblici e/o in numerario. Tale vincolo non ha effetti sul mercato primario dei titoli di Stato, bensì su quello secondario, essendo con ciò vincolate presso la Cassa quote consistenti di titoli di Stato. D'altra parte, la Cassa ha “deciso” la composizione del portafoglio dei titoli in deposito soprattutto nei momenti dei consolidamenti del debito redimibile e delle conversioni del debito consolidato (si veda più avanti § 5).

#### **Titoli di Stato di proprietà della CDP**

La voce comprende i titoli di Stato (consolidati, redimibili, buoni del Tesoro ordinari e poliennali) detenuti dalla Gestione principale, dalle Gestioni diverse, e dagli Istituti di previdenza.

Con le norme del 1895 (obbligo d'investimento minimo in titoli di Stato sui fondi raccolti dalla Cassa) la detenzione di titoli di Stato da parte della Gestione principale assume valori elevati e crescenti. Da notare che dal 1915 anche gli istituti di previdenza iniziano ad acquisire titoli di Stato.

### **C/c fruttiferi col Tesoro**

Si tratta di conti alimentati dai depositi in numerario della Gestione principale, dal risparmio postale (depositi a libretto e buoni postali fruttiferi) e dalle eccedenze della gestione dei c/c postali. La legge 17 maggio 1863, n. 1270, prevedeva la possibilità di impiegare i fondi eccedenti il bisogno in rendita del debito pubblico, buoni del Tesoro o in c/c col Tesoro. Più tardi, la CDP aveva l'obbligo di riversare i fondi ricevuti per il servizio dei c/c postali in apposito conto col Tesoro (D.L. 6 settembre 1917, n. 1451). Il R.D.L. 5 agosto 1927 imponeva il versamento della liquidità degli istituti di previdenza sul c/c fruttifero col Tesoro. Analogamente, pur non essendoci un obbligo formale, gran parte della raccolta tramite buoni postali fruttiferi fu riversata sul c/c col Tesoro (Asso 2000, pp. 248-252).

### **Anticipazioni al Tesoro e ad altre amministrazioni pubbliche**

Si tratta di anticipazioni al Tesoro o a singoli Ministeri. Hanno origine nel 1893 per il pagamento delle pensioni, estendendosi successivamente ad altre finalità pubbliche: lavori urgenti (1903), pensioni ai veterani dell'Indipendenza nazionale (1908), lavori ferroviari (1905), bonifiche dell'Agro romano (1908), costruzione di tronchi ferroviari nelle Colonie (1911), ampliamento della rete telefonica (1911), oneri relativi al terremoto del 1908, costruzione di case in cooperativa e popolari (1908), riparazioni dei danni della I guerra mondiale (1919), ecc.<sup>10</sup>

### **Sconto di annualità dello Stato**

Si tratta di sconti presso la CDP di annualità statali a vantaggio di imprese appaltatrici dello Stato. Tali transazioni sono particolarmente rilevanti tra le due guerre mondiali e l'attività di sconto è esercitata dalla CDP e da altre istituzioni pubbliche (es. Répaci 1934, pp. 387 ss; Eredia 1939, pp. 387 ss.; Confalonieri 1952, p. 282; DGDP 1988a, p. 42). Purtroppo, non sono disponibili indicazioni sugli "sconti" effettuati dalla Cassa. I dati elaborati non includono, pertanto, questa componente.

### **Partecipazioni e obbligazioni**

La prima partecipazione della CDP è al fondo di dotazione del Consorzio di credito per le opere pubbliche (Crediop) (1919). A questa seguono le partecipazioni ai fondi di dotazione del Consorzio sovvenzioni su valori industriali (Csvi) (1921), dell'Istituto per il credito alle imprese di pubblica utilità (Icipu) (1924), dell'Istituto per il credito navale (1929), dell'Istituto mobiliare italiano (Imi) (1931), dell'Istituto per la ricostruzione industriale (Iri) (1933), e dell'Istituto nazionale imposte di consumo (1938). Alle partecipazioni dei c.d. "Enti Beneduce" sono da aggiungere le obbligazioni sottoscritte dalla CDP.<sup>11</sup>

Secondo alcuni autori (ad es., Répaci 1934, pp. 315-316; Asso e De Cecco 1994, Tab. 3, p. 49), le partecipazioni e le obbligazioni degli "Enti Beneduce" sono da aggiungere al debito del Tesoro.<sup>12</sup>

<sup>(10)</sup> Per le operazioni condotte nel primo trentennio di vita della CDP cfr. Medolaghi 1911, pp. 327 ss., ed Eredia 1939, pp. 387-388.

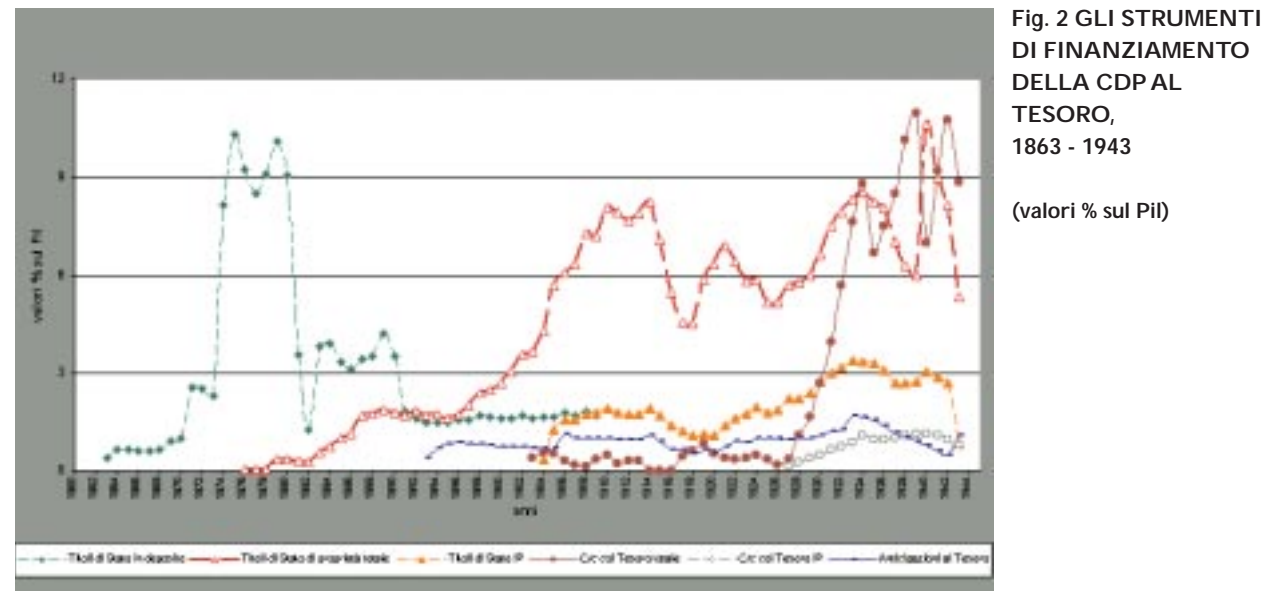
<sup>(11)</sup> Per quanto riguarda il Crediop, si rinvia a De Rosa 1979, e Asso e De Cecco 1994.

<sup>(12)</sup> Secondo Répaci 1934, pp. 315-316, il Crediop, l'Icipu, il Credito navale hanno contratto debiti per il perseguimento di finalità pubbliche ed "è ovvio che se tali enti non esistessero lo Stato, volendo raggiungere i fini affidati ai medesimi enti, avrebbe dovuto indebitarsi direttamente".

Dato che la definizione qui utilizzata di debito del Tesoro esclude le partecipazioni e le obbligazioni emesse dai suddetti enti, i finanziamenti della CDP al Tesoro sono al netto della sottoscrizione di queste partecipazioni ed obbligazioni.

## **PROSPETTO N. 1** **CDP: raccolta ed impieghi verso il Tesoro**

IMPIEGHI		RACCOLTA
	<b>Gestione principale</b>	
Titoli di Stato in proprietà	<b>intermediazione</b>	Depositi in numerario
Anticipazioni		Depositi postali
C/c col Tesoro		Eccedenze c/c postali
Sconti annualità		Buoni postali fruttiferi
Partecipazioni		Buoni della CDP
Obbligazioni Enti Beneduce		
Titoli di terzi in deposito		Titoli di terzi in deposito
	<b>Gestioni annesse</b>	
Titoli di Stato in proprietà		Depositi vari
	<b>Istituti di previdenza</b>	
Titoli di Stato in proprietà		Eccedenze gestioni previdenziali
C/c col Tesoro		



**Fig. 2 GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLA CDP AL TESORO, 1863 - 1943**

(valori % sul Pil)

### **L'importanza dimensionale e temporale degli strumenti di finanziamento**

Nella Fig. 2 sono esposti il livello e la dinamica delle principali forme di finanziamento della CDP al Tesoro (valori rispetto al Pil).<sup>13</sup>

Dalla costituzione della Cassa "italiana" sino alla creazione delle Casse postali (1863-1875), il deposito di titoli di Stato di proprietà di terzi costituisce l'unica attività della Cassa nei confronti del Tesoro. Pertanto, le attività della CDP verso il Tesoro sino alla fondazione delle Casse postali (1875) non sono frutto di un reale processo d'intermediazione di fondi, bensì dell'obbligo previsto dalla legge di versare "numerario o effetti pubblici" presso l'istituto per produrre un certo effetto giuridico. L'azione della Cassa ha effetti, pertanto, non sul mercato primario dei titoli di Stato e sul finanziamento del disavanzo statale, ma sul mercato secondario e quindi sul sostegno delle quotazioni e sulle operazioni di gestione del debito pubblico (es. conversioni e consolidamenti).

Il rilievo negli anni 1863-1890 dei titoli di Stato in deposito (Fig. 2) richiede qualche considerazione puntuale. Giova rammentare che secondo la legge 17 maggio 1863 la CDP riceve in deposito "titoli del debito pubblico, di Province e Comuni, Buoni del Tesoro, azioni e obbligazioni di società anonime", con le stesse finalità dei depositi in numerario (giudiziari, amministrativi e cauzionali) (Eredia 1939, pp. 377-378). L'incremento dei depositi in titoli di Stato nel periodo 1871-1893 è da attribuire "[al] continuo sviluppo dei lavori che si fanno per conto dello Stato e [alle] cauzioni depositate per l'esercizio delle esattorie, nonché [alle] indennità di espropriazione per motivo di pubblica utilità [e alle] straordinarie cauzioni di società ferroviarie, di credito e industriali".

All'interno del periodo citato gli anni 1874-1881 vedono l'accentuazione di questo fenomeno. Infatti, nel 1874 "vi [è] un aumento straordinario di oltre 700 milioni di lire, derivante da un deposito fatto dal Ministro delle Finanze per garanzia verso il consorzio delle sei banche di emissione", a seguito dell'obbligo imposto agli istituti di emissione di costituire depositi in titoli a fronte della circolazione. La riduzione del 1881, invece, è dovuta al ripristino del corso forzoso (Cardarelli 1990, pp. 146 ss.), con il conseguente ritiro da parte del Tesoro.

La costituzione delle Casse postali accresce l'intermediazione della CDP e comporta la riduzione del peso dei titoli di Stato di proprietà di terzi in deposito rispetto al totale delle attività della Cassa verso il Tesoro.

L'acquisto di titoli della Gestione principale e delle Gestioni annesse costituisce la forma di finanziamento del Tesoro più rilevante dall'introduzione dell'obbligo d'investimento minimo in titoli nel 1895 e sino al 1927. Dal 1906 si aggiungono le acquisizioni di titoli di Stato da parte degli Istituti di previdenza ferroviari e dal 1915 degli Istituti di previdenza amministrati dalla CDP.

Meno rilevanti sia come livello che come dinamica sono le anticipazioni al Tesoro, introdotte nel 1893.

Lo stesso vale per i c/c col Tesoro della Gestione principale sino alla metà degli anni '20. Dal 1927 l'espansione della raccolta sotto forma di buoni postali fruttiferi è impiegata prevalentemente sul c/c col Tesoro e gli istituti di previdenza hanno l'obbligo di versare i fondi disponibili sul c/c dello stesso. Di conseguenza, tra il 1927 e il 1934 il peso dei c/c col Tesoro raggiunge quello dei titoli di Stato in proprietà e resta su quei livelli durante il secondo conflitto mondiale.

<sup>(13)</sup> Le informazioni statistiche sono esposte nella Tav. 2.

**Tav. 2 CDP: finanziamenti al Tesoro per forma tecnica, 1863 - 1943**

(valori in milioni di lire)

Fonti: dati CDP, Della Torre 2000c; dati Pil, Rossi, Sorgato e Toniolo 1993

anni	Tesoro (incl. titoli di Stato in deposito) 1=2+15	Finanziamenti al Tesoro (totale) 2=3+8+13	Titoli di Stato di proprietà "gruppo CDP" 3=4+5+6+7	di cui: Gestione principale 4	di cui: Gestioni diverse 5	di cui: Istituti ferroviari di previdenza 6	di cui: Istituti di previdenza amm.ti da CDP 7	C/c fruttiferi col Tesoro "gruppo CDP" 8=9+12	di cui: Gestione principale 9=10+11	di cui: Raccolta postale 10	di cui: c/c postali 11	di cui Istituti di previdenza 12	Anticipazioni al Tesoro 13	Effetti pubblici in deposito 14	di cui: titoli di Stato 15	PIL prezzi correnti 16
1863	47	13	5	5				8	8	8				34	34	8440
1864	91	36						36	36	36				55	55	8700
1865	90	33						33	33	33				57	57	8990
1866	80	21						21	21	21				59	59	10050
1867	58													58	58	9410
1868	70													70	70	10450
1869	92													92	92	10160
1870	108	9						9	9	9				100	100	10080
1871	267													267	267	10430
1872	291													291	291	11550
1873	307	7						7	7	7				300	300	13140
1874	1025	7						7	7	7				1018	1018	12500
1875	1143	5						5	5	5				1138	1138	11020
1876	1035	9	4	4				5	5	5				1185	1026	11120
1877	1073	14	8	8				6	6	6				1227	1060	12510
1878	1096	18	8	8				10	10	10				1211	1078	11870
1879	1240	65	41	41				24	24	24				1308	1175	11660
1880	1181	60	45	45				15	15	15				1257	1121	12400
1881	450	50	34	34				16	16	16				534	400	11240
1882	187	34	34	34				1	1	1				157	153	12080
1883	530	91	67	67				25	25	25				443	438	11440
1884	559	118	86	76			9	33	33	33				445	441	11330
1885	532	131	122	117			5	9	9	9				416	401	12080
1886	550	158	138	138				20	20	20				407	392	12500
1887	599	200	198	198				2	2	2				400	398	11650
1888	611	204	204	204				1	1	1				477	406	11650
1889	711	219	218	218				1	1	1				640	492	11760
1890	681	230	226	226				4	4	4				727	451	12810
1891	480	237	226	226				11	11	11				785	243	13250
1892	425	231	222	222				8	8	8				926	194	12090
1893	438	261	207	206				5	5	5			49	1166	178	12240
1894	473	296	207	206				6	6	6			83	844	177	11870
1895	485	307	193	193				12	12	12			102	969	177	12200
1896	517	331	209	208				17	17	17			105	971	187	11900
1897	601	395	264	259	5			21	21	21			110	1045	206	13180
1898	654	433	311	300	11			13	13	13			109	1046	221	13180
1899	675	455	330	317	12			20	20	20			106	1038	219	13240
1900	729	504	379	346	33			20	20	20			105	1029	224	14070
1901	782	550	434	391	43			12	12	12			104	1036	231	14340
1902	855	621	495	440	54			23	23	23			103	1034	234	13860
1903	953	714	549	478	71			61	61	61			103	1048	239	15030
1904	1071	824	637	560	25		51	83	83	83			105	1064	247	14900
1905	1319	1065	879	650	33		196	77	77	77			109	1093	254	15460
1906	1525	1233	995	740	1	212	41	51	51	51			187	1158	292	16400
1907	1700	1384	1170	882	2	231	56	30	30	30			184	1175	315	18550
1908	1834	1509	1306	989	2	253	61	21	21	21			183	1259	325	17970
1909	1994	1661	1401	1051	3	271	77	65	65	65			194	1251	333	19530
1910	1852	1852	1565	1193	3	286	83	91	91	91			197	1212		19420
1911	1957	1957	1702	1291	29	302	80	51	51	51			205	1281		21440
1912	2022	2022	1733	1307	33	313	79	73	73	73			216	1315		22560
1913	2138	2138	1846	1396	44	326	79	70	70	70			222	1248		23470
1914	2195	2195	1937	1443	47	339	108	1	1	1			257	1330		23530
1915	2315	2315	2048	1502	54	355	136						267	1372		28950
1916	2520	2520	2247	1614	55	403	176						273	1309		41150
1917	3162	3162	2555	1820	55	442	238	252	252	252			355	1369		56010
1918	4234	4234	3374	2438	123	491	321	457	457	457			404	1457		74910
1919	6061	6061	4838	3761	138	564	374	672	672	655	16		552	1501		82520
1920	8161	8161	6959	5631	141	579	607	587	587	546	41		614	1650		110240
1921	9339	9339	8023	6291	143	581	1008	453	453	395	57		863	1837		116220
1922	9592	9592	8032	5870	155	600	1408	425	425	327	99		1135	2015		124910
1923	9437	9437	7763	5326	126	601	1710	526	526	465	61		1148	2254		133430
1924	10240	10240	8178	5326	138	598	2115	675	675	573	102		1387	2341		139710
1925	11246	11246	8918	5650	167	605	2496	621	621	562	59		1707	2505		173330

segue

continua

Tav. 2 CDP: finanziamenti al Tesoro per forma tecnica, 1863 - 1943

anni	Tesoro (incl. titoli di Stato in deposito) 1=2+15	Finanziamenti al Tesoro (totale) 2=3+8+13	Titoli di Stato di proprietà "gruppo CDP" 3=4+5+6+7	di cui: Gestione principale 4	di cui: Gestioni diverse 5	di cui: Istituti ferroviari di previdenza 6	di cui: Istituti di previdenza amm.ti da CDP 7	C/c fruttiferi col Tesoro "gruppo CDP" 8=9+12	di cui: Gestione principale 9=10+11	di cui: Raccolta postale 10	di cui: c/c postali 11	di cui Istituti di previdenza 12	Anticipazioni al Tesoro 13	Effetti pubblici in deposito 14	di cui: titoli di Stato 15	PIL prezzi correnti 16
1926	11708	11708	9515	5815	275	620	2805	329	329	231	98		1864	2513		183810
1927	11485	11485	9330	5340	399	626	2965	600	410	212	198	190	1555	3201		163940
1928	12862	12862	9465	5398	418	653	2996	1788	1383	1139	245	405	1610	3093		163980
1929	14228	14228	9842	5515	392	705	3230	2748	2131	1742	389	617	1638	3095		165060
1930	15694	15694	10010	5502	404	756	3349	4061	3325	2757	568	736	1622	3161		150920
1931	17356	17356	10287	5649	504	800	3334	5430	4533	3957	576	897	1639	2981		137410
1932	19926	19926	10612	5909	461	794	3447	7623	6634	5939	694	989	1691	2924		133850
1933	22353	22353	10564	5878	425	787	3473	9667	8545	7734	811	1121	2122	2875		126800
1934	24385	24385	10969	6266	401	783	3519	11294	9878	9038	841	1416	2121	2829		128410
1935	23719	23719	11858	6779	350	777	3952	9620	8264	7266	998	1356	2241	2704		143970
1936	26690	26690	12715	7483	392	767	4073	11785	10281	9164	1117	1504	2190	2594		157480
1937	30742	30742	12960	7611	434	761	4153	15636	13810	12458	1352	1826	2146	2559		184240
1938	34732	34732	12462	6644	465	817	4536	20178	18040	16334	1706	2139	2092	2639		198970
1939	39506	39506	13254	6666	509	811	5267	24239	21731	19304	2427	2508	2012	2722		221520
1940	47392	47392	27447	19297	290	806	7053	17980	15089	11835	3253	2892	1965	2953		258070
1941	55727	55727	26626	17874	283	800	7668	27243	24048	19353	4695	3196	1858	3193		297060
1942	71241	71241	29963	19637	473	789	9063	39474	35928	30528	5400	3546	1804	3467		367000
1943	74193	74193	25973	21513	496	785	3180	42945	39098	32665	6433	3847	5275	3672		486000

#### 4. LA DIMENSIONE QUANTITATIVA DEI FINANZIAMENTI DELLA CDP AL TESORO, 1863 - 1943

##### **La partizione del debito tra patrimoniale e fluttuante e per settori di contropartita**

Nell'analisi delle politiche del debito pubblico è importante individuare non solo la partizione tra debito patrimoniale e debito fluttuante, ma anche i settori creditori di contropartita presso cui sono classati i titoli pubblici e il debito fluttuante. In effetti, la distribuzione del debito del Tesoro tra patrimoniale e fluttuante (e, all'interno del patrimoniale, tra debito consolidato, redimibile e buoni del Tesoro poliennali) dà indicazioni sintetiche sulla durata residua (più lunga nel caso del debito patrimoniale redimibile rispetto al debito fluttuante) e sul costo per interessi del debito (in genere più alto per la componente patrimoniale).

Questa suddivisione non è, tuttavia, decisiva in quanto sulla durata residua e sul costo per interessi del debito incidono anche le caratteristiche dei settori che detengono il debito fluttuante. In termini più precisi, le componenti del debito fluttuante afferenti alla CDP non sono necessariamente espressione di debiti a breve termine, né (sempre) di bassi tassi di interesse.

L'esperienza storica conferma che le anticipazioni al Tesoro della CDP alla fine dell'800 furono saldate soltanto negli anni '20-30; pertanto, esse costituirono una forma di indebitamento, nei fatti, a lungo termine. Analogamente, i buoni ordinari del tesoro detenuti dalla CDP pur essendo a breve termine sono detenuti da un'istituzione che ne garantisce la stabilità nella detenzione e il rinnovo alla scadenza. Ancora, i c/c fruttiferi col Tesoro, a fronte della raccolta dei buoni postali fruttiferi, erano remunerati con un alto tasso di interesse (pur essendo collocati all'interno del debito fluttuante). Peraltro, l'elevatezza del tasso di interesse può avere avuto effetti diluiti nel tempo sulla gestione di cassa del bilancio statale, dato che vi era la prassi della capitalizzazione degli interessi maturati.

E' da aggiungere che anche per il debito patrimoniale è rilevante la partizione per settori creditori di contropartita perché la stabilità del possesso è maggiore nel caso delle istituzioni creditizie e minore nel caso del pubblico dei risparmiatori. In aggiunta, vi sono istituzioni dell'area pubblica (creditizie, assicurative e previdenziali) che sono influenzate nella scelta di composizione degli attivi dalle autorità che gestiscono la politica del debito pubblico e la politica monetaria. Nel periodo 1863-1943 tali istituzioni - che costituiscono una sorta di "circuito del Tesoro" - sono rappresentate dalle Gestioni della CDP e dagli Istituti di previdenza amministrati dalla CDP, cui si aggiungono - dal primo ventennio del '900 - gli istituti pubblici di previdenza e assicurativi. Dalla legge bancaria degli anni '30, il sistema bancario è inseribile in quest'ambito perché (in gran parte) di proprietà pubblica e perché condizionato dalla politica monetaria e dalla *moral suasion* della Banca centrale.<sup>14</sup>

<sup>(14)</sup> Tale impostazione è seguita con particolare enfasi da Antonio Confalonieri (ad es. 1952 e 1986). Di recente, si rinvia a Della Torre 2001, e Conti e Della Torre 2001.

Le informazioni statistiche sono riportate nella Tav. 3.

A questo proposito, Confalonieri ricorda che il classamento dei titoli di Stato presso queste istituzioni pubbliche è strutturalmente rilevante nel finanziamento del fabbisogno e nella gestione del debito, perché:

*"[tali istituzioni] subiscono le iniziative della Tesoreria pubblica e offrono le più solide garanzie per quanto riguarda la stabilità del possesso [...] e il controllo della successiva possibile monetizzazione dei titoli di Stato"* (Confalonieri 1952, pp. 272, 278).

##### **Titoli di Stato detenuti all'estero e stima del debito collocato presso il pubblico dei risparmiatori**<sup>15</sup>

Prima di passare all'analisi del materiale statistico elaborato è importante ricordare le modalità di costruzione delle informazioni sul debito classato all'estero e presso il pubblico. In questo lavoro, il debito del Tesoro detenuto dal "pubblico" (nell'accezione di settore nazionale privato non bancario: famiglie di residenti ed imprese non bancarie) è calcolato per residuo, sottraendo al debito totale il debito collocato all'estero e il debito verso il "gruppo" CDP, gli istituti previdenziali e assicurativi, il sistema bancario, e gli istituti di emissione. Così facendo, il debito del Tesoro detenuto dal "pubblico" è sopravvalutato, in particolare tra l'Unificazione nazionale e la prima guerra mondiale.

E' infatti necessario tenere presente che il debito estero della serie qui utilizzata (Tav. 3) include soltanto *"i finanziamenti accesi dallo Stato italiano per finanziare la grande guerra e le spese collegate"* (G. Salvemini e V. Zamagni 1993a, pp. 150 ss., e 1993b, pp. 213-215): in particolare, i Buoni del Tesoro speciali collocati all'estero (1917-1925), i debiti con il Governo degli Stati Uniti (1917-1925), e il prestito Morgan (1926-1935) (Spinelli e Formentini 1987, p. 349-353). Ne segue che i titoli di Stato detenuti dai non residenti - esclusi dal debito estero di cui sopra - sono attribuiti per residuo al pubblico.<sup>16</sup>

Perciò è opportuno utilizzare con prudenza il livello e la dinamica temporale di quest'informazione, perché l'entità della rendita detenuta dall'estero fu notevole sino alla prima guerra mondiale. L'importanza in sede interpretativa di questo punto tecnico-statistico giustifica l'ampiezza delle citazioni che seguono (tratte da V. Zamagni 1998, pp. 211-214; anche 1999, pp. 339-342).

*"[Nella Tav. 3 di questo lavoro] non vi è registrazione di debito estero fino alla prima guerra mondiale, perché solo il debito emesso [esplicitamente] sull'estero è inteso come [tale]. Il che non vuol*

<sup>(15)</sup> Per alcuni chiarimenti su questo punto si ringraziano Pier Francesco Asso, Giuseppe Conti e, in particolar modo, Vera Zamagni.

<sup>(16)</sup> Sull'importanza dei titoli in circolazione all'estero (in buona parte con destinatari finali italiani) si rinvia a De Cecco 1990a, pp. 22 ss., V. Zamagni 1998, pp. 211 ss.; 1999, pp. 339 ss., e, di recente, Panteghini e Spinelli 2002, pp. 168-169.

dire, naturalmente, che non vi fosse della rendita detenuta da investitori esteri. Ben noti sono i rapporti tra i primi governanti italiani e gli investitori francesi [ad es. la Casa Rothschild di Parigi], che acquistarono consistenti pacchetti di rendita [...]. Dopo la rottura dei rapporti con la Francia negli anni 1880, fu la Germania a subentrare come acquirente di rendita italiana, anche se non con la stessa intensità”.

D'altra parte, ai fini della valutazione della quota di rendita italiana detenuta all'estero, l'utilizzo come *proxi* dei pagamenti delle cedole all'estero non è decisivo, in quanto:

“non tutti i pagamenti effettuati dal Tesoro all'estero andavano a remunerare titoli italiani effettivamente detenuti da cittadini stranieri, perché anche alcuni cittadini italiani cercavano di riscuotere le loro cedole all'estero, dove venivano pagate in lire-oro, quando la moneta italiana si deprezzava o minacciava di deprezzarsi”.

Tuttavia, nonostante le difficoltà e con le cautele del caso:

“si può concludere che [...] la quantità di rendita detenuta all'estero oscillò tra il 25 e il 35% fino alla fine del secolo, per declinare in seguito fino a diventare irrilevante” (*ibidem*, p. 214).

### **Gli anni sino al primo conflitto mondiale, 1875 - 1913**

Dalla Fig. 3.1 emerge, tra il 1863 e la prima guerra mondiale, un livello strutturalmente elevato della quota detenuta dal pubblico (intorno al 70-90% del debito totale del Tesoro). Per quanto sopra descritto, tale quota è per una parte consistente (25-35%) detenuta da non residenti.

Negli anni '70-80, è particolarmente rilevante la dimensione dei titoli di Stato classati all'estero e dei debiti verso gli Istituti di emissione (cioè, la base monetaria creata dal Tesoro, BMTES) (10-20% del totale): piuttosto evidenti sono i “picchi” della creazione di base monetaria nel 1866 (guerra con l'Austria) e intorno al 1870 (“presa” di Roma). Il debito verso il sistema bancario è contenuto all'inizio degli anni '70 e moderatamente crescente; del tutto trascurabile (come livello iniziale e come dinamica) è il debito classato presso la CDP (Fig. 3.2).

In una parola, la struttura del debito negli anni 70-80 è centrata su due poli: le “case bancarie”, che gestiscono i titoli classati all'estero, e gli istituti di emissione italiani.

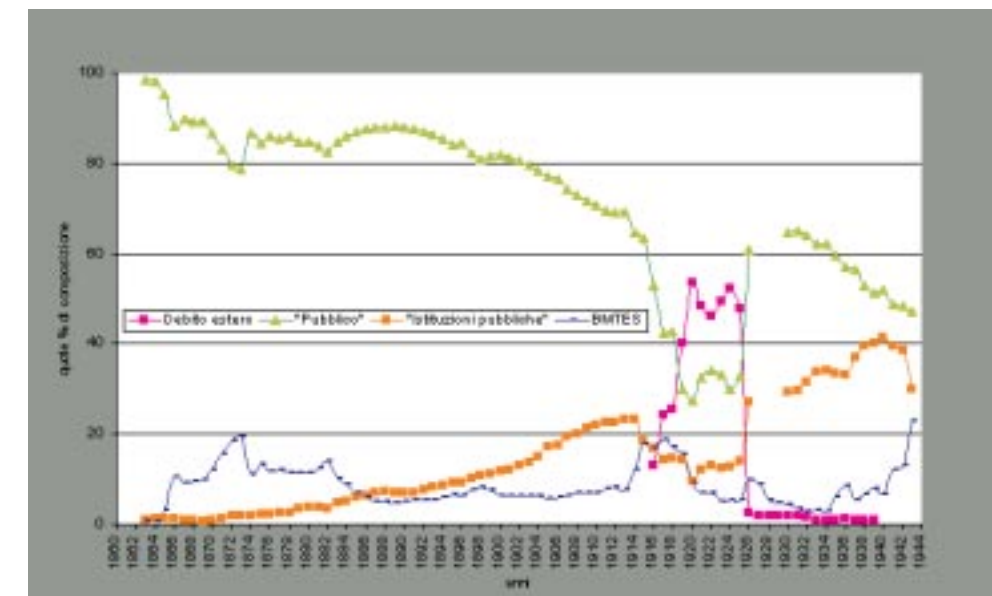
Dagli anni '90, al ridimensionamento del debito verso gli Istituti d'emissione si accompagna l'innalzamento del ricorso alle istituzioni pubbliche (in particolare, le banche e la CDP) (Fig. 3.2). L'indebitamento del Tesoro verso la CDP eccede dopo il 1905 quello verso gli Istituti di emissione e verso le banche. Alla vigilia del primo conflitto mondiale, le quote della CDP, degli Istituti

d'emissione e delle banche costituiscono rispettivamente il 13,8, il 7,6, e il 9,4% del debito totale del Tesoro.

L'impennata dal 1900 del finanziamento della CDP al Tesoro è risultato della sostituzione degli impieghi verso il Tesoro rispetto a quelli verso gli enti territoriali (Fig. 1) e dell'incremento della raccolta postale dovuto alle rimesse degli emigranti nelle Americhe.

A questo proposito, De Cecco ha parlato di “riacquisto con le rimesse degli emigranti del debito del Tesoro detenuto all'estero” (De Cecco 2002, p. 14).

Il nuovo secolo inizia, pertanto, con una composizione meno squilibrata del debito, con un livello contenuto dei titoli collocati all'estero e del debito in base monetaria, e con un classamento rilevante verso le banche e verso la CDP.



**Fig. 3.1 DEBITO TOTALE DEL TESORO DISTRIBUITO PER SETTORE DI CONTROPARTITA, 1863 - 1943**

(quote % di composizione)

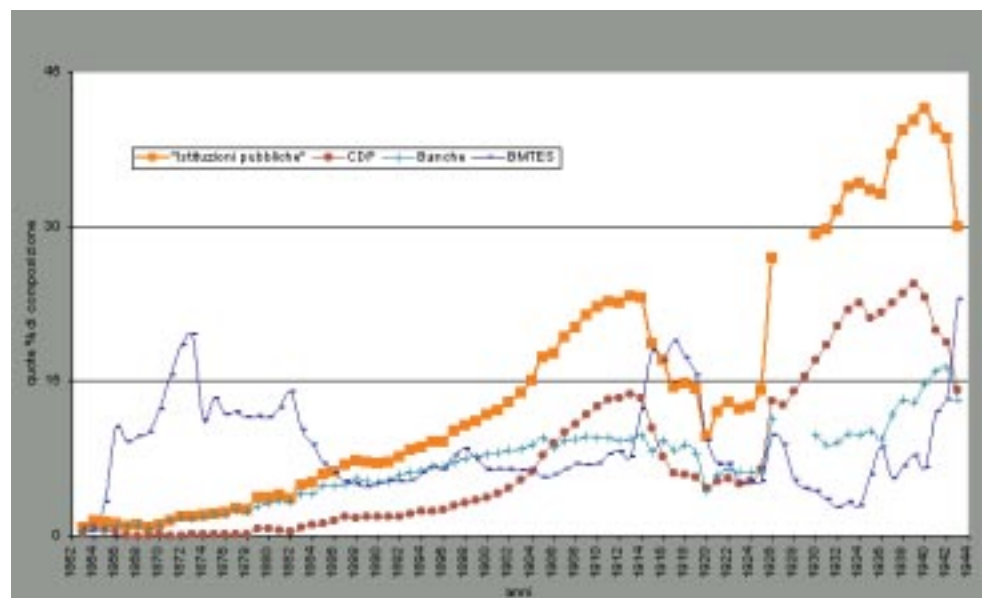


Fig. 3.2 DEBITO DEL TESORO "ISTITUZIONALIZZATO", 1863 - 1943

(quote % di composizione)

#### Dalla "prima" crisi postale del 1914 al finanziamento della guerra

Con il 1915 inizia una fase prolungata di ridimensionamento della CDP, che permane sino a tutto il 1927, con deflussi netti dei depositi postali negli anni 1914-1915 e 1927. Alla caduta della raccolta postale e bancaria, cagionata "dal panico dopo lo scoppio della guerra in Europa" (Sraffa 1920, cit. in Ciocca e Rinaldi 1997), seguono i Regi Decreti del 1914-1915 che consentono il rifinanziamento della CDP presso gli Istituti di emissione. Come conseguenza del rallentamento degli afflussi e dell'emergere dei deflussi netti, negli anni 1922-1923 la CDP riduce il portafoglio investito in titoli di Stato e negli anni 1924-1926 non adempie all'obbligo d'investimento minimo in titoli previsto dalla legge del 1895 (Della Torre 2000a, Fig. B.6).

Da qui, la profonda riduzione della quota del finanziamento della CDP verso il Tesoro: dal 13,8 del 1913 al 6% del 1917. La crisi della raccolta bancaria e postale determina, pertanto, l'innalzamento della base monetaria creata dal Tesoro: la quota degli istituti d'emissione sale dal 7,6 del 1913 al 17,9% del 1915 (Fig. 3.2).

Come è stato detto da più parti (es. De Cecco 1990, e Salvemini e Zamagni 1993a), la prima guerra mondiale è finanziata con l'indebitamento "ufficiale" verso gli Stati Uniti: nel 1916 la quota del debito estero è pari al 13,2% del totale, per salire al 24-25% del 1917-1918, e a valori intorno al 50% degli anni 1919-1925. Sino al 1925 il debito estero continua ad egemonizzare la struttura del debito del Tesoro (Fig. 3.1). Nel 1926 gli accordi di Volpi con USA e Regno Unito portano al condono del debito di guerra, resta così in evidenza soltanto il prestito Morgan (negoziato sempre da Volpi).

#### Dalla creazione dei buoni postali fruttiferi (1925) alla "seconda crisi" della raccolta postale (1935)

I buoni postali fruttiferi determinano la ripresa della raccolta delle Casse postali e dei finanziamenti della CDP al Tesoro (sotto forma di c/c col Tesoro e di acquisti di titoli di Stato). A questo si accompagna l'obbligo per gli Istituti di previdenza amministrati dalla Cassa di versare le eccedenze sul c/c col Tesoro. La quota del debito del Tesoro verso la CDP sale dal 13% del 1926-1927 progressivamente al 22,6% del 1934. La quota delle banche è invece stabile (intorno al 9-10% del debito del Tesoro) (Fig. 3.2).

In questa fase, la CDP e gli istituti pubblici previdenziali e assicurativi svolgono un ruolo centrale. In effetti, nel decennio, il Tesoro persegue con nettezza l'accentramento presso la CDP della raccolta dei fondi per il finanziamento del fabbisogno dello Stato: l'introduzione dei buoni postali fruttiferi da parte del Ministro Volpi e l'obbligo del versamento sul c/c col Tesoro delle eccedenze degli istituti previdenziali marcano in quella direzione (ad es. Marconi 1982).

La fase termina nel 1934 con il crollo della raccolta della CDP, dovuto al mancato rinnovo di buoni della CDP da parte di alcune grandi banche e alle domande di rimborso di depositi postali provenienti dall'estero.

#### Il "circuito monetario", 1935 - 1943

Particolare interesse riveste il ruolo della CDP nell'ambito del pacchetto di misure di politica economica (indicato con il termine "circuito monetario o dei capitali"), intrapreso tra l'invasione dell'Etiopia (1935) e il crollo del regime fascista (1943). Questo piano cerca di coniugare l'incremento dell'utilizzo delle risorse a fini bellici con la necessaria compressione dei consumi civili, in condizioni di ragionevole stabilità dei prezzi e dei tassi di interesse.

In tempi di guerra la spesa pubblica supera le possibilità della pressione fiscale, da cui la necessità del ricorso alle anticipazioni della Banca d'Italia (creazione di base monetaria). Finanziata inizialmente in tal modo la spesa pubblica occorre procedere al recupero sotto forma di imposte e di prestiti della base monetaria creata (Thaon di Revel 1942, pp. 226-227, cit. in Spinelli e Fratianni 1991, p. 401).

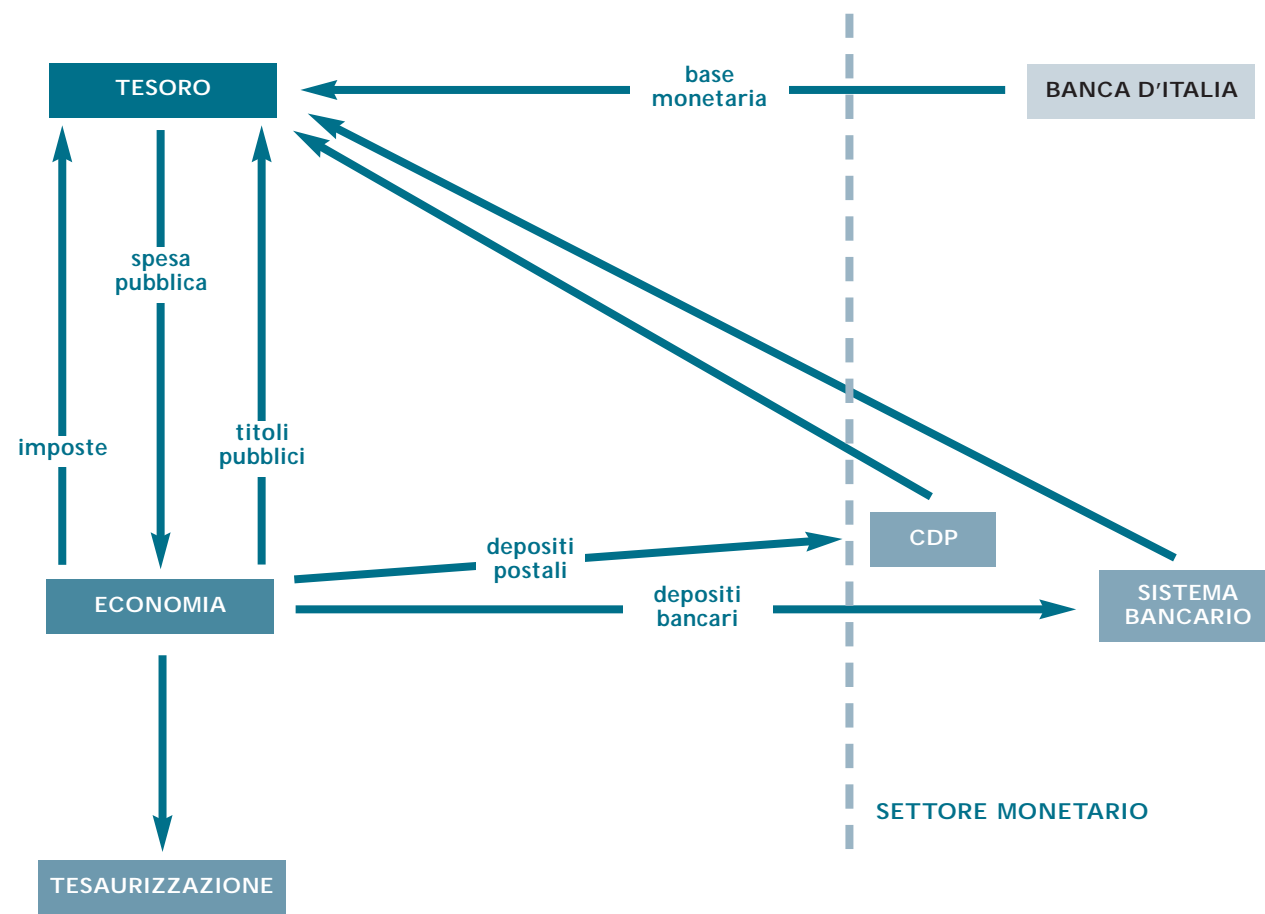
Il funzionamento del "circuito" è perfetto se la creazione iniziale di base monetaria è riassorbita dal Tesoro mediante il prelievo fiscale e/o l'emissione di titoli di Stato classati presso i risparmiatori. In questo secondo caso, il rapporto creditizio è "diretto", tra risparmiatori e Tesoro.

Diversamente, se la base monetaria creata dal Tesoro resta nelle mani del pubblico (tesaurizzazione) o se riaffluisce al Tesoro tramite il sistema bancario o la Cassa depositi e prestiti, il circuito non si chiude in forma diretta tra risparmiatori e Tesoro, ma con l'intermediazione di istituzioni creditizie con passività monetarie. Il drenaggio della base monetaria (dai risparmiatori al

## PROSPETTO N. 2

### Lo schema di funzionamento del "circuito monetario" del Tesoro, 1935 - 1943

Fonte: Conti e Della Torre 2001



La direzione delle frecce indica il fluire della base monetaria.

Tesoro) comporta così l'aumento delle attività liquide in circolazione (depositi postali e bancari).

Nel Prospetto 2 è rappresentato lo schema di funzionamento del circuito monetario, nelle sue porzioni dirette ed indirette (Conti e Della Torre 2001).

Sino al 1939, il circuito funziona prevalentemente attraverso l'espansione del finanziamento al Tesoro della CDP e, in minor misura, delle banche. Per cui, il circuito non si chiude in forma "diretta" (sottoscrizione di titoli di Stato da parte del pubblico), ma in forma indiretta mediante creazione di moneta (Fig. 3.2). Il biennio 1940-1941 vede le prime smagliature nel circuito fondato sull'asse CDP - Tesoro, con un netto innalzamento del ruolo delle banche e, poi, della Banca d'Italia. La crisi del circuito è già presente all'inizio degli anni '40, anche se diventerà dirompente con i bombardamenti del 1942-1943, la guerra in Italia, la fuga dai depositi postali e bancari, e i fenomeni di tesaurizzazione (Della Torre 2001, pp. 183-187).

**Tav. 3: Debito totale del Tesoro distribuito per settori di contropartita, 1863 - 1943**

(valori in milioni di lire)

Fonti: la nota metodologica è riportata in calce alla tavola.

anni	DEBITO DEL TESORO			FINANZIAMENTO MONETARIO			Debito verso istituzioni pubbliche 1 7=9+10+13+17	Debito verso istituzioni pubbliche 2 8=9+10+13	INA e RAS 9	INPS e INAIL 10	CDP E ISTITUTI DI PREVIDENZA			FINANZIAMENTI DELLE BANCHE AL TESORO				Debito classato verso il "pubblico" 18=1-2-9-7
	totale 1	estero 2	interno 3	Biglietti 4	Debiti con Istituti di emissione 5	totale 6=4+5					c/c e anticip. 11	titoli m-l termine 12	totale 13	c/c Banco di Napoli 14	c/c Tesoro 15	titoli detenuti da Banche 16	totale 17=14+15+16	
1863	3959		3959	15	19	34	32	13				5	13			19	19	3894
1864	4857		4857	17	11	28	70	36					36			33	33	4760
1865	5680		5680	179	7	186	77	33					33			44	44	5417
1866	6130		6130	332	317	649	74	21					21			53	53	5408
1867	7140		7140	284	366	650	69									69	69	6422
1868	7510		7510	323	403	726	78									78	78	6706
1869	7670		7670	327	440	767	57									57	57	6846
1870	8099		8099	431	560	991	85	9					9			76	76	7023
1871	8312		8312	584	710	1294	119									119	119	6899
1872	8324		8324	662	880	1542	152									152	152	6629
1873	8456		8456	703	945	1648	151	10					10			141	141	6656
1874	8675		8675	799	178	977	173	7					7			166	166	7525
1875	8454		8454	854	277	1131	182	6					6			176	176	7141
1876	9698		9698	835	308	1143	214	13					4	13		201	201	8341
1877	9725		9725	855	312	1167	252	14					8	14		238	238	8306
1878	9764		9764	825	300	1125	251	18					8	18		233	233	8388
1879	9781		9781	818	315	1133	357	69					41	69		287	287	8291
1880	9824		9824	847	277	1124	369	62					45	62		307	307	8332
1881	10552		10552	1009	295	1304	420	54					34	54		366	366	8828
1882	12432		12432	1458	284	1742	448	42					34	42		405	405	10242
1883	12127		12127	1010	240	1250	591	97					67	97		494	494	10286
1884	12012		12012	845	213	1058	624	125					86	125		499	499	10331
1885	11777		11777	653	172	825	707	137					122	137		569	569	10245
1886	11796		11796	583	140	723	738	168					138	168		570	570	10335
1887	11887		11887	510	114	624	816	221					198	221		594	594	10447
1888	12308		12308	464	152	616	887	211					204	211		676	676	10805
1889	12529		12529	477	119	596	892	227					218	227		666	666	11041
1890	12620		12620	483	161	644	884	231					226	231		653	653	11092
1891	13003		13003	488	209	697	923	242					226	242		681	681	11383
1892	12930		12930	473	216	689	996	235					222	235		761	761	11245
1893	12901		12901	477	218	695	1069	270					206	270		799	799	11137
1894	13162		13162	624	169	793	1136	310					206	310		826	826	11232
1895	13092		13092	671	206	877	1194	312					193	312		882	882	11021
1896	13356		13356	711	144	855	1224	333					208	333		891	891	11276
1897	13588		13588	800	259	1059	1375	401					264	401		974	974	11154
1898	13736		13736	823	332	1155	1475	435					311	435		1040	1040	11106
1899	13694		13694	698	333	1031	1512	461					329	461		1051	1051	11151
1900	13701		13701	624	261	885	1601	512					379	512		1089	1089	11215
1901	13601		13601	606	274	880	1655	559					434	559		1096	1096	11066
1902	13493		13493	594	274	868	1745	628					495	628		1117	1117	10880
1903	13383		13383	574	282	856	1853	717					549	717		1136	1136	10675
1904	13361		13361	597	266	863	2018	830					637	830		1188	1188	10480
1905	13647		13647	648	134	782	2365	1069					879	1069		1296	1296	10500
1906	13735		13735	650	173	823	2420	1234					995	1234		1186	1186	10492
1907	13902		13902	644	248	892	2682	1400					1170	1400		1282	1282	10328
1908	14194		14194	706	294	1000	2863	1527					1306	1527		1336	1336	10331
1909	14311		14311	705	282	987	3061	1675					1401	1675		1386	1386	10263
1910	14749		14749	730	310	1040	3261	1855					1565	1855		1406	1406	10448
1911	14810		14810	737	440	1177	3367	1959					1702	1959		1408	1408	10266
1912	15324		15324	751	499	1250	3464	2041					1733	2041		1423	1423	10610
1913	15687		15687	633	562	1195	3640	2162					1846	2162		1478	1478	10851
1914	16500		16500	770	1244	2014	3819	2203					266	2203		1616	1616	10667
1915	22372		22372	1107	2899	4006	4161	2343					295	2343		1819	1819	14205
1916	33044	4362	28682	1437	4169	5606	5611	2545					298	2545		3066	3066	17466
1917	53276	12967	40309	2068	8007	10075	7652	3208					653	2555	3208	4444	4444	22583
1918	73482	18634	54848	2463	10267	12730	10831	4337					963	3374	4337	6494	6494	31287
1919	111515	44709	66806	2175	15214	17389	15952	7020					1496	4838	6333	8932	8932	33465
1920	176049	94370	81679	2457	13865	16322	16875	9132	491	196			1276	6959	8234	7743	7743	48482
1921	176656	85565	91091	2247	10127	12374	21297	10723	639	696			1366	8023	9389	10574	10574	57420
1922	176611	81327	95284	2389	9927	12316	22836	11313	711	910			1660	8032	9692	11523	11523	60131
1923	188295	92986	95309	2350	7272	9622	23140	11398	871	1053			1712	7763	9475	11741	11741	62547
1924	195349	101890	93459	2357	7981	10338	24613	12383	890	1206			2109	8178	10287	12230	12230	58507
1925	176620	84270	92350	2289	7133	9422	24856	13715	868	1536			2393	8918	11311	11141	11141	58073
1926	89711	2226	87485	2138	6667	8805	24166	14027	783	1484			2246	9515	11761	10138	10138	54514
1927	91640	1831	89809	1849	6303	8152	n.d.	n.d.	1480	1480			2257	9330	11587	n.d.	n.d.	n.d.

segue

continua

Tav. 3: Debito totale del Tesoro distribuito per settori di contropartita, 1863 - 1943

anni	DEBITO DEL TESORO			FINANZIAMENTO MONETARIO			Debito verso istituzioni pubbliche 1 7=9+10+13+17	Debito verso istituzioni pubbliche 2 8=9+10+13	INA e RAS 9	INPS e INAIL 10	CDP e ISTITUTI DI PREVIDENZA			FINANZIAMENTI DELLE BANCHE AL TESORO				Debito classato verso il "pubblico" 18=1-2-9-7
	totale 1	estero 2	interno 3	Biglietti 4	Debiti con Istituti di emissione 5	totale 6=4+5					c/c e anticip. 11	titoli m-l termine 12	totale 13	c/c Banco di Napoli 14	c/c Tesoro 15	titoli detenuti da Banche 16	totale 17=14+15+16	
1928	92447	1815	90632	1734	3275	5009	n.d.	n.d.	843	1475	3518	9465	12982	356		n.d.	n.d.	n.d.
1929	92639	1779	90860	1702	2611	4313	n.d.	n.d.	947	1493	4466	9842	14308	375		n.d.	n.d.	n.d.
1930	93676	1743	91933	1737	2378	4115	27315	18205	795	1490	5909	10010	15920	444		8666	9110	60502
1931	95703	1750	93953	1588	1875	3463	28426	19957	754	1489	7428	10287	17715	170		8299	8469	62063
1932	99436	1698	97738	1508	1248	2756	31314	22251	613	1492	9533	10612	20146	84		8979	9063	63668
1933	102644	1037	101607	1522	1855	3377	34629	24448	417	1495	11972	10564	22536	61		10120	10181	63600
1934	108183	962	107221	1570	1513	3083	37035	26466	435	1562	13499	10969	24468	73		10496	10569	67104
1935	112639	990	111649	1163	5571	6734	37743	26316	548	2017	11894	11858	23752	899		10528	11427	67173
1936	123940	1450	122490	1892	8767	10659	41086	29555	669	2063	14108	12715	26823	877		10654	11531	70745
1937	136740	1391	135349	1812	5802	7614	50499	34434	1467	2152	17855	12960	30814	1708		14357	16065	77236
1938	147903	1326	146577	2630	7300	9930	58260	38811	1484	2532	22333	12462	34794	2295	2294	14860	19449	78387
1939	162945	1311	161634	2553	10164	12717	65490	44492	1628	3098	26512	13254	39766	2539	2539	15920	20998	83428
1940	206029		206029	2027	11455	13482	85392	54819	2696	4586	20091	27447	47538	4103	5629	20841	30573	107155
1941	280436		280436	3409	30258	33667	110502	65839	2971	6919	29323	26626	55949	7315	4500	32848	44663	136268
1942	381691		381691	4973	45174	50147	147094	84779	4661	8647	41508	29963	71471	9905	5466	46944	62315	184450
1943	525590		525590	21300	99350	120650	157617	88103	4243	9300	48587	25973	74560	2608	6000	60906	69514	247324

Note metodologiche alla Tav. 3

Il debito del Tesoro (totale e interno) costituisce una rielaborazione dei dati di G. Salvemini e V. Zamagni 1993b, e V. Zamagni 1998 relativi al Settore statale. Per il dettaglio delle rielaborazioni si rinvia a Della Torre 2000c, App. B.

Il "Finanziamento monetario" indica la base monetaria creata dal Tesoro, pari alla somma dei biglietti di Stato (G. Salvemini e V. Zamagni 1993b, Zamagni 1998) e dei debiti del Tesoro verso la Banca centrale (anni 1863-1893: De Mattia 1967; anni 1894-1944: Caron e Di Cosmo 1993).

I titoli di Stato detenuti dagli istituti assicurativi (Ina e Ras) e dagli istituti di previdenza (Inail e Inps) sono tratti da Gatti 1986, Tab. 26-27, 45-46.

I finanziamenti della CDP al Tesoro si riferiscono alla Gestione principale, alle Gestioni annesse e agli Istituti di previdenza e comprendono i c/c col Tesoro, le anticipazioni al Tesoro e i titoli di Stato in proprietà della CDP (Della Torre 2000c, App. B).

I finanziamenti del sistema bancario al Tesoro comprendono il c/c col Tesoro del Banco di Napoli (Gatti 1986) e delle banche (dal 1938) (Mancini 1948), i titoli di Stato e i Bot detenuti dalle banche (anni 1863-1889: De Mattia 1967; anni 1890-1926: Cotula et al. 1996; anni 1930-1944: Bollettino della Banca d'Italia).

Il debito verso le "istituzioni pubbliche 1" comprende il debito verso l'Ina e la Ras, l'Inps e l'Inail, la CDP e gli Istituti di previdenza, e il sistema bancario. Il debito verso le "istituzioni pubbliche 2" esclude il debito verso il sistema bancario.

## 5. LA CDP, LE CONVERSIONI DELLA RENDITA E I CONSOLIDAMENTI DEL DEBITO REDIMIBILE, 1872 - 1935

### **Consolidamenti e conversioni: allungamento della scadenza del debito e riduzione della spesa per interessi**<sup>17</sup>

La legislazione del 1861 prevede la creazione delle rendite consolidate 5% e 3% lordi e del Gran Libro del Debito pubblico. Dopo l'Unificazione, accanto ai due consolidati, sono da menzionare i titoli ereditati dagli Stati preunitari (che furono man mano consolidati) e i redimibili emessi nei primi decenni del Regno (soprattutto per finanziare le costruzioni ferroviarie).<sup>18</sup>

Il Tesoro dal 1872 effettuò numerosi consolidamenti di debiti redimibili in perpetui, allo scopo di liberare il bilancio dagli oneri degli ammortamenti e dei rimborsi ravvicinati del debito (Flora 1906, p. 73). Dal 1894 effettuò anche alcune operazioni di conversione volte alla riduzione della spesa per interessi. Queste ultime riguardarono, in particolare, il consolidato 5% lordo (emesso dal 1861), che costituiva sino alla "grande" conversione del 1906 il titolo più diffuso del debito patrimoniale: nell'esercizio finanziario 1905-1906, le cedole del consolidato 5% rappresentavano oltre l'80% delle cedole pagate (Spinelli 1989, pp. 371-373).<sup>19</sup>

Il presente paragrafo passa in rassegna le operazioni di conversione e di consolidamento cui ha partecipato la CDP, individuandone il ruolo dimensionale.<sup>20</sup> A tal fine si fa riferimento, in particolare, alla composizione dei titoli di Stato di proprietà della Gestione principale (Tav. 4) e dei titoli di terzi in deposito presso la CDP (Tav. 5), e agli acquisti di titoli di Stato per conto dei depositanti (Tav. 6).

Va da sé che il riferimento ai dati quantitativi non consente di individuare con precisione il ruolo della CDP come agenzia del Tesoro, operando cioè sul mercato secondario nel controllo del corso dei titoli. La dinamica degli stocks di titoli detenuti dalla CDP intorno ai momenti storici dei consolidamenti e delle conversioni può fornire, tuttavia, indicazioni in proposito.<sup>21</sup>

### **Il consolidamento dei debiti redimibili "pontifici" del 1872 come avvio di una sequela di consolidamenti**

Nel 1872 si ha il primo consolidamento di debiti redimibili dell'ex Stato pontificio nella

<sup>(17)</sup> La stesura di alcuni punti di questo paragrafo ha beneficiato delle informazioni quantitative e normative raccolte con grande perizia da M. Pia Saetta 1999, pp. 90 ss.

<sup>(18)</sup> Per indicazioni sulla storia del debito pubblico in Italia dall'Unificazione nazionale si rinvia a Spinelli e Formentini 1987, DGDP 1988a, Confalonieri e Gatti 1988, Toniolo e Ganugi 1992, G. Salvemini e V. Zamagni 1993a, Musu 1998, V. Zamagni 1998, Panteghini e Spinelli 2002, Volpi 2002. Per informazioni sulle singole categorie di titoli (consolidati, redimibili e buoni del Tesoro poliennali) si vedano Caviglioli 1934, Confalonieri e Gatti 1986b, Vol. I, Parte II, Doc. 12, e DGDP 1988b.

<sup>(19)</sup> Sull'importanza del "consolidato" 5% (1861) si veda Masi 1989 e di recente Volpi 2002, cap. I.

<sup>(20)</sup> Per indicazioni sull'efficacia dei consolidamenti (nell'allungamento della scadenza del debito) e delle conversioni (nella riduzione della spesa per interessi) si vedano le elaborazioni in Spinelli e Formentini 1987 relativamente alla dinamica della composizione del debito (consolidato, redimibile e fluttuante) (pp. 308-312, 323) e alla spesa per interessi sul debito pubblico interno (pp. 332-334). Inoltre, Gatti 1986, pp. 296 ss., e 324-325.

<sup>(21)</sup> L'azione dell'istituto nel campo della gestione del debito pubblico è stata posta in rilievo, in particolare, da De Cecco e Toniolo 2000, p. XXVIII; Conte 2000, p. 146; e Asso 2000, pp. 180-181. Di recente si veda M.T. Salvemini 2002, pp. 78-79.

Rendita 5%. A questa misura fanno seguito - con scansione spesso infrannuale<sup>22</sup> - consolidamenti di obbligazioni ferroviarie e titoli di Stati preunitari.

Dai Rendiconti della Cassa non emerge alcun ruolo dell'istituto nel consolidamento del 1872 e in quelli immediatamente successivi, perché all'epoca il portafoglio della Cassa (titoli in proprietà e in deposito) è costituito integralmente da *consols* (Tav. 4, coll. 10, 19, 20).

### **I consolidamenti del 1894 e 1896**

Gli anni 1889-1893 costituiscono uno dei periodi "più neri dell'economia del Regno, [in cui si generano] consistenti disavanzi da finanziare [...]. Tutto ciò spinge il governo a cercare nuovi canali di finanziamento e a riordinare il debito pubblico esistente" (DGDP 1988a, p. 28). La finalità del riordino della struttura del debito porta a tre operazioni di consolidamento di debiti redimibili (negli anni 1894 e 1896) e a due operazioni di conversione del consolidato 5% (nel 1896).

I tre consolidamenti portano alla sostituzione nel portafoglio della CDP delle obbligazioni dell'Asse ecclesiastico, delle Strade ferrate del Tirreno, dei lavori di sistemazione del Tevere e dei lavori di risanamento della città di Napoli con il nuovo consolidato 4,5% netto (CdV sul 1895, p. 180).

La CDP impegna obbligazioni per 82 milioni e buoni del tesoro poliennali per 20 milioni, acquisendo nel biennio 1894-1895 105 milioni del nuovo titolo (Tav. 4, coll. 3, 12, 18). Il ruolo della Cassa è rilevante il primo anno (105 milioni a fronte di un'emissione totale pari a 424 milioni), meno valutando l'esperienza 1894-1903 (167 milioni contro un'emissione totale di 1.356 milioni).<sup>23</sup>

### **Le conversioni del 1896**

Nell'anno 1896 si ha la conversione della rendita 5% nei consolidati 4,5% e 4,0% netti: il consolidato 4,5% destinato alle opere pie, per garantire il tasso di rendimento dopo l'inasprimento del prelievo fiscale sulla rendita 5%; il secondo per la conversione obbligatoria a carico degli istituti pubblici nel 4% netto. Tali conversioni non hanno effetti sul portafoglio della CDP.

### **La conversione - "operazione amministrativa" del 1903**

Nel 1903 si ha la conversione del consolidato 4,5% netto (1894) nel nuovo 3,5% netto. In effetti, "più che una conversione fu una semplice operazione amministrativa. Sopra 61 milioni di rendita [pari ad un capitale di 1.356 milioni], 49 erano intestati ad opere di beneficenza, ad enti dipendenti dallo Stato per i quali la conversione non era facoltativa, ma obbligatoria [...]. La rendita assoggettata alla conversione opzionale rappresentava appena 11 milioni corrispondenti ad un capitale di 212 milioni" (Flora 1906, p. 74; anche Spinelli 1989, p. 379, e DGDP 1988b, Tab. 2, p. 29).

La CDP all'epoca detiene 171 milioni del titolo (Tav. 4, col. 5), somma che costituisce il 13% dell'ammontare in circolazione (1.356 milioni). Poco rilevanti sono gli acquisti del nuovo titolo da parte dei depositanti titoli presso la CDP (Tav. 5, col. 7) e per conto dei titolari di depositi postali (Tav. 6, col. 3).

<sup>(22)</sup> Si ebbero cinque consolidamenti nel 1874; otto nel 1875; dieci nel 1876; e così via (DGDP 1988b, pp. 28-35).

<sup>(23)</sup> I dati sulle emissioni del titolo 4,5% sono tratti da De Johannis 1904, cit. in Spinelli 1989, p. 375.

### La "grande" conversione del 1907

Si tratta di una delle più grandi conversioni condotte a livello mondiale, per l'entità dei titoli soggetti a conversione e per il successo dell'operazione.<sup>24</sup> L'obiettivo è la conversione del consolidato 5% lordo (1861) col nuovo 3,75% netto (dal 1907) e 3,5% netto (dal 1912).<sup>25</sup>

Degli 8 miliardi di consolidato da convertire, la metà è costituita da titoli al portatore e l'altra da titoli nominativi. Tra i titoli al portatore (3.348 milioni), 543 milioni sono nelle mani di istituzioni creditizie e i restanti 2.804 milioni del pubblico. Tra i titoli nominativi (3.942 milioni circa), 129 milioni sono detenuti dalla Banca d'Italia, 440 milioni dalla Gestione principale della CDP e 258 milioni sono depositati da terzi presso la CDP. I titoli al portatore detenuti all'estero raggiungono i 700 milioni.<sup>26</sup>

La conversione conduce ad un certo risparmio della spesa per interessi del Tesoro: "a conclusione dell'operazione il Tesoro aveva speso poco più di 9,5 milioni di lire [per il rimborso dei titoli non convertiti e per il sostegno dei corsi], ottenendo un risparmio annuo di circa 20.2 milioni fino al 1911" (DGGP 1988a, p. 30). Più precisamente, si avanza una riduzione della spesa per interessi di circa 20 milioni per i primi cinque anni e di 40 milioni per i successivi (Spinelli e Formentini 1987, p. 332 e Panteghini e Spinelli 2002, p. 171).

Interessante è la valutazione sul risparmio di interessi da parte della CDP (Rel. sul 1907, tavv. 17-18, pp. 86-89; CDA, adunanza del 4 luglio 1906).

All'interno dei titoli nominativi, la quota convertita dalla CDP assume un peso rilevante (circa il 24%). Più in dettaglio, la Cassa converte 440 milioni del titolo 5% (1861) e 23 milioni del 4% netto (1894) (titoli in proprietà della Gestione principale), acquisendo così 467 milioni del 3,75% netto (Tav. 4, coll. 1, 4, 6). Inoltre converte nel titolo anche 258 milioni di rendita di proprietà di terzi (Tav. 5, coll. 3, 8). Trascurabile è invece l'ammontare dei titoli convertiti di proprietà degli Istituti di previdenza amministrati dalla Cassa: il Monte pensioni per gli insegnanti elementari converte l'intero portafoglio titoli per 0,4 milioni.

A queste considerazioni direttamente legate alla conversione dei titoli, si aggiungono due aspetti indiretti di estremo interesse.<sup>27</sup>

Il primo punto parte dalla crescita del consolidato della Cassa negli anni precedenti la conversione (dai 58 milioni del 1895 ai 440 del 1906) (Tav. 4, col. 1). Ora è indubbio che tali acquisizioni siano spiegate dall'introduzione nel 1895 dell'obbligo d'investimento minimo in titoli di Stato e dalla progressione della raccolta postale su cui si fondava il vincolo. Questa ragione è, tuttavia, solo parziale, perché la crescita nella detenzione dei titoli eccede di molto l'obbligo di legge (Della Torre 2000a, Fig. B.7, p. 17) e all'interno di quella è crescente il peso del consolidato 5% (rispetto ai titoli non soggetti a conversione) (Tav. 4). A tal punto, risulta evidente che la Cassa ha operato, in accordo col Tesoro, in modo da preparare la conversione, aumentando le quantità sottoscritte da istituzioni a ciò obbligate e sostenendo il corso del consolidato.<sup>28</sup>

<sup>(24)</sup> Per una rassegna sulle operazioni analoghe condotte in Europa cfr. Confalonieri 1986, pp. 19 ss.

<sup>(25)</sup> Nella vasta bibliografia in argomento si rinvia a Flora 1906, p. 71; Comit 1934, pp. 96-97; DGGP 1988a, pp. 29-30; De Cecco 1990b, pp. 276-279; e Panteghini e Spinelli 2002, pp. 158 ss.

<sup>(26)</sup> I dati statistici sul classamento del consolidato sono esposti in DGGP 1988a, p. 30; Spinelli 1989, p. 398; e De Cecco 1990b, pp. 276-277. Si vedano anche Conte 2000, pp. 145 ss., e De Cecco e Toniolo 2000, p. XXXII.

<sup>(27)</sup> Sul due punti che seguono si rinvia a Saetta 1999, pp. 100-103.

<sup>(28)</sup> Bonaldo Stringher richiamava "la grande opportunità, se non la necessità, della riduzione del tasso di interesse", ma questa avrebbe richiesto "[il] concerto con le grandi case bancarie estere, onde evitare che queste [imponessero] commissioni troppo alte". Pertanto, era opportuno predisporre una "opera cauta di protezione", in modo che gli Istituti pubblici avessero in precedenza acquisito una quota ampia di titoli la cui conversione potesse poi considerarsi "di fatto obbligatoria" (cit. in De Cecco 1990b, e Conte 2000, p. 146).

Anche il secondo punto si collega al ruolo svolto dalla Cassa nella costruzione di un ambiente favorevole alla conversione. Tra le condizioni necessarie vi è il blocco di nuove emissioni di consolidato per limitare il rischio di riduzioni del corso, in una situazione in cui le occorrenze del Tesoro sono in aumento per la nazionalizzazione delle ferrovie. È necessario, pertanto, che il reperimento dei fondi non interferisca con il mercato dei consolidati. Luigi Luzzatti - su "La Tribuna" del 9 dicembre 1904 (cit. in Ballini 1995, p. 193) - individua la soluzione istituzionale nella CDP quale "banchiere della gestione ferroviaria di Stato". La Cassa è incaricata di acquisire i certificati ferroviari redimibili 3,65% all'uopo emessi (L. 25 giugno 1905, n. 261). A tale proposito, Bonaldo Stringher afferma che:

*"mediante emissione di speciali certificati di debito redimibile [...] il Tesoro può convenientemente non disturbare con le nuove emissioni ferroviarie il mercato delle rendite consolidate, poiché le crescenti risorse della CDP [...] possono coprire gran parte, se non tutto, il fabbisogno ferroviario, assorbendo i titoli relativi quando l'emissione al pubblico di essi possa determinare il più lieve disturbo al mercato dei valori"* (cit. in De Cecco 1990, pp. 102-103).

Su questo tema si ricorda che, secondo il Rendiconto della CDP, "durante gli anni 1905 e 1906 i versamenti sul c/c col Tesoro furono rilevanti contro le possibili sorprese delle conversioni del consolidato e per provvedere ai molti bisogni dell'azienda ferroviaria" (Rel. sul 1920, p. 134). Dal 1907-1908 assume grande rilievo il debito redimibile detenuto dalla Cassa: "particolare menzione meritano i [certificati ferroviari 3,65% (1905) e 3,5% (1906)] nei quali l'amministrazione [della CDP] ha investito gran parte delle somme disponibili [...]. Gli acquisti furono suggeriti non solo dalla convenienza che la Cassa riscontrava in essi [...], quanto per concorrere al collocamento dei titoli in questione, col ricavato dei quali il Tesoro stesso deve far fronte alle spese dell'amministrazione delle ferrovie dello Stato, [...] al quale ultimo premeva di provvedere al collocamento "duraturo" del titolo stesso" (Rel. sul 1911, pp. 231-233).<sup>29</sup>

### La conversione - "operazione finanziaria" di Nitti: il VI Prestito nazionale, 1920

Il fine è quello di consolidare il debito fluttuante (Buoni ordinari del Tesoro e anticipazioni degli istituti di emissione), emesso in grandi quantità sul finire della guerra, sostituendolo col VI Prestito nazionale 5% (1920) (RDL 24 novembre 1919, n. 2168).

Il risultato è un mezzo fiasco: "[Nitti] declared his conversion - called the Sixth National Loan - a success, but it was at best a holding operation, because the national accounts were still very unbalanced and the floating had to be increased again soon after the conversion had concluded, in 1920. As a famous confidential Treasury Report written in 1940 on the Italian inter-war debt experience [Rapporto Coticelli 1942] was to remark, the 1920 conversion had to be supported by massive market intervention, even while it was going on, and the conversion period had to be extended" (De Cecco 1990, p. 281).

In effetti, la riduzione del debito fluttuante negli esercizi finanziari 1919-1920 non è particolarmente rilevante. A fronte di un incremento dei tre Prestiti nazionali (da 13,6 a 33,4 miliardi), la riduzione del debito fluttuante riguarda esclusivamente i Bot e per ammontari contenuti (da 15,1 a 9,8 miliardi) (Gatti 1986, Tab. I, pp. 292-293).

<sup>(29)</sup> Nella Tav. 4, col. 18, di questo lavoro, la voce "Altri titoli redimibili (ferroviari e altri)" mostra una netta impennata proprio dal 1905.

Per quanto riguarda il ruolo della CDP, i Prestiti nazionali sono acquistati per ammontari rilevanti dalla Gestione principale: lo *stock* passa da 961 milioni del 1919 a 2.937 milioni del 1920, mentre lo *stock* dei Bot scende da 1346 a 920 milioni (Tav. 4, coll. 7, 11). Tenuto conto che *“in complesso l'operazione dà circa 21 miliardi di cui 7 miliardi in contanti [e] 9 in Buoni del Tesoro per la maggior parte ordinari”* (Cotticelli 1942, p. 133), è agevole inferire che gli acquisti del titolo da parte della CDP sono intorno al 10% dei titoli emessi (2 miliardi contro 21) e il conferimento in contanti è intorno al 20-25% degli introiti monetari del Tesoro (1,6 miliardi, pari alla differenza tra l'incremento dello *stock* dei Prestiti nazionali, 2 miliardi, e il decremento nello *stock* dei Bot, 400 milioni).

Rilevante è pure l'intervento del Monte pensioni per gli insegnati elementari e della Cassa di previdenza per le pensioni degli impiegati e dei salariati degli enti locali (Della Torre 2003).

#### **La conversione volontaria di De Stefani, 1924**

Il debito fluttuante e a breve, emesso per finanziare la guerra, crea molte preoccupazioni: *“Il problema del rinnovo del debito a breve ad ogni scadenza - e le scadenze erano ovviamente ravvicinate - rappresentava [...] una vera e propria spada di Damocle per il Tesoro, e ne condizionava pesantemente la politica, [lasciando] in pratica il Tesoro alla mercé delle banche [...] e rendendo inoperante ogni tentativo della banca centrale di riguadagnare il controllo della politica monetaria. Contrasti dunque [...] tra Tesoro e banca centrale, il primo tendente ad una politica di bassi tassi, la seconda riluttante a vedersi inutilizzato uno strumento di politica a breve, appunto la flessibilità dei tassi. [In tale situazione], la misura classica per contenere i pericoli dell'esistenza di cospicuo debito fluttuante consisteva ovviamente nel suo consolidamento, in un'operazione di funding”* (Confalonieri 1986, pp. 27-29).

La prima conversione del Fascismo si collega - per l'appunto - all'elevatezza del debito fluttuante e a breve termine (buoni poliennali del Tesoro), ereditato dalla guerra. Essa mira all'ammortamento del debito fluttuante mediante libera conversione in un prestito redimibile 4,75% di durata venticinquennale (di ammontare pari a 5 mld). L'esito è del tutto insoddisfacente: *“non si riuscì che a raccogliere Buoni [del Tesoro] per meno di un miliardo e mezzo, cifra questa costituita quasi tutta da quelli in possesso della CDP e degli Istituti di emissione”* (Cotticelli 1942, pp. 136-137). La Cassa impiega 400 milioni di Buoni ordinari del Tesoro dei 960 milioni detenuti alla fine del 1923 (Tav. 4, col. 11).

*“I tempi erano ormai maturi per una conversione forzata”* (Confalonieri 1986, p. 32).

#### **Il prestito del Littorio, 1926**

L'operazione prevede la conversione obbligatoria dei Buoni del Tesoro quinquennali e settennali, e volontaria dei Buoni novennali in circolazione nel consolidato 5% denominato “del Littorio” (DGDP 1988b, p. 38).

Il ruolo della CDP in questa operazione è di particolare interesse, in quanto - come è spesso accaduto nella storia dell'istituzione - si esplica indirettamente. Guardando al portafoglio dei titoli di Stato della Gestione principale si nota, nel corso del 1926-1927, l'azzeramento dei Buoni ordinari del Tesoro detenuti e in concomitanza una modesta acquisizione del prestito del Littorio (a fine 1927 lo *stock* detenuto era pari a 17 milioni) (Tav. 4, coll. 8, 11). L'intervento della Cassa è, infatti, quello di sostenere il comparto del consolidato in esistenza, rappresentato dal VI Prestito nazionale 5% (1920). In effetti, i titoli in parola detenuti dalla Gestione principale salgono da 2.279 a 3.153 milioni tra il 1925 e il 1926 (Tav. 4, col. 7).

#### **La “doppia” conversione del 1934 - 1935**

“A partire dal 1929, con la grande crisi, si ha una tendenza al ribasso dei tassi nominali pressoché generalizzata cui fa riscontro un incremento anche cospicuo dei tassi reali” (Confalonieri 1988, p. 45). Ciò crea le condizioni per la sostituzione dei titoli del Littorio 5% (1926) e del consolidato 5% (1920) con un nuovo redimibile 3,5% (1934). La storia del debito pubblico italiano considera questa conversione - solo in apparenza, “volontaria” - tra le più “disgraziate” (V. Zamagni in DGDP 1988a). L'esito di tale operazione è il tracollo del mercato dei titoli pubblici, in cui tutti vendono e in cui “l'unico acquirente, il Tesoro, per quanto acquistasse [nel febbraio-marzo 1934] per oltre 650 milioni di valori pubblici non poteva [essere sufficiente] ad assorbire la massa enorme che speculazione e risparmio gettavano sul mercato” (Cotticelli 1942, p. 161).

A fronte di un'emissione totale del nuovo redimibile 3,5% di 61,1 miliardi, la CDP ne sottoscrive 3,3 miliardi, che costituiscono il controvalore del consolidato 5% e del Littorio detenuti: rispettivamente, 1.953 e 1.176 milioni (Tav. 4, coll. 7, 8, 16).

Il R.D.L. 20 settembre 1935, n. 1684, prevede la conversione del redimibile 3,5% (1934) nel Prestito nazionale 5%.

Per quanto riguarda la partecipazione del “gruppo” CDP all'operazione, a fronte di 3,8 miliardi sottoscritti dalla Gestione principale della CDP, le Gestioni annesse contano per un altro miliardo, gli Istituti di previdenza amministrati dalla Cassa per 1,5 mld, le Casse postali per 388 milioni, l'INPS per 1,4 miliardi, i depositi di effetti pubblici presso la Cassa per 71 milioni. Per un totale generale di 8,5 miliardi (su 43,1 miliardi emessi), quindi per un 20% del totale dell'operazione (ASCDP - CdC sul 1935, p. 29). Indicazioni puntuali dell'operazione in Cotticelli 1942, pp. 165-167.

Da notare che sempre dalla relazione della Corte dei Conti sul 1935 l'obbligo minimo di investimento in titoli è largamente superato: a fronte di un obbligo di 4,1 miliardi, i titoli di Stato in portafoglio sono 5,1 miliardi, con un'eccedenza di 998 milioni (ca. il 25% dell'obbligo minimo).

I dati di cui alla relazione sul 1936 sono i seguenti: obbligo minimo 4,2 miliardi; investimento effettivo in titoli 5,3 miliardi, con un'eccedenza di 1,2 miliardi (quindi il 30% dell'obbligo minimo) (CdC sul 1936, p. 18).

**Tav. 4 CDP: Gestione principale: titoli di Stato detenuti, 1871 - 1943**

(valori in milioni di lire)

*Fonti: elaborazioni su dati dei Rendiconti della CDP*

anni	5% lordo 1861 1	3% lordo 1861 2	4,50% netto 1894 3	4% netto 1894 4	3,50% netto 1902 5	3,75% netto 1907, 1912 6	IV,V,VI PN 5 % netto 1917-1920 7	Littorio 5% 1926 8	PN 5% 1935 9	Totale Consolidati 10	BOT 11	BTP 12	Obbligazioni 3 - 3,5% 1908, 1910 13	PN 4,5% I-II, 5% III 1915-1916 14	Obbligazioni 4,75% 1924 15	Prestito 3,50% 1934 16	Prestito 5% 1936 17	Altri titoli redimibili 18	Totale titoli redim.li 19	Totale titoli pubblici 20
1871	6									7										7
1872	6									7										7
1873	7									7										7
1874	7									7										7
1875	7									7										7
1876	4	4								7										7
1877	8									8										8
1878	8									8										8
1879	41									41										41
1880	45									45										45
1881	34									34										34
1882	34									34										34
1883	67									67										67
1884	76									76										76
1885	117									117										117
1886	137	1								138										138
1887	167	1								169								30	30	198
1888	173	1								174								30	30	204
1889	163	1								164								43	43	207
1890	166	1								167								54	54	221
1891	158	1								159								63	63	222
1892	135	1								137								85	85	221
1893	58	1								59		55						101	156	215
1894	40	1								41		38						99	137	178
1895	58	3	105							166		18						17	35	201
1896	57	3	113	12						185		18						13	31	216
1897	83	3	135	16						236		18						16	34	270
1898	111	8	141	16						276		18						77	94	370
1899	127	8	143	17						294		16						102	118	413
1900	144	8	154	18						324		12						113	125	449
1901	170	8	176	20						373		8						117	125	499
1902	216	8	170	20						430								123	123	552
1903	270	8	167	20						465								127	127	592
1904	328	10		23	171					532								144	144	676
1905	374	10		23	179					586								222	222	808
1906	440	10		23	185					658								268	268	926
1907		10			187	469				666								384	384	1050
1908		10			199	452				661								463	463	1125
1909		10			202	449				662								440	440	1102
1910		10			210	462				682			75					480	555	1237
1911		10			210	452				672			137					506	643	1315
1912		10			216	443				670	13		154					479	646	1315
1913		10			216	450				676	45		153					521	719	1395
1914		10			219	453				681	60	12	149					540	761	1443
1915		10			222	454				685	60	18	148	53				533	811	1497
1916		10			222	449				680		44	146	203				511	904	1584
1917		10			222	451	389			1071	10	38	146					517	711	1782
1918		9			222	422	976			1629	30		144					504	679	2308
1919		9			221	417	961			1610	1346		143					499	1988	3597
1920		9			221	418	2937			3585	920		141					491	1552	5138
1921		9			221	418	2857			3506	1556	75	139					481	2252	5758
1922		9			221	418	2772			3420	1192	75	137					471	1875	5295
1923		9			221	416	2362			3009	960	170	146					457	1733	4741
1924		9			261	407	2227			2905	550	200	134		442			480	1806	4711
1925		9			261	407	2279			2956	610	200	131		572			541	2055	5011
1926		9			261	418	3153	3		3845	378	270	129					500	1277	5122
1927		9			261	416	2981	17		3684		270	127					487	884	4568
1928		9			261	416	2938	128		3752		200	125					473	798	4550
1929		9			261	416	2902	189		3777		200	120					517	838	4614
1930		9			261	416	2708	387		3781		200	118					501	819	4600
1931		9			261	420	1914	1203		3807		231	118					512	861	4668
1932		9			261	422	1943	1195		3831		361	113					640	1114	4945
1933		9			261	419	1953	1176		3817		361	113					620	1094	4911
1934		7			256	420				684		362	110			3292		619	4383	5067

segue

continua

Tav. 4 CDP: Gestione principale: titoli di Stato detenuti, 1871 - 1943

anni	5% lordo 1861 1	3% lordo 1861 2	4,50% netto 1894 3	4% netto 1894 4	3,50% netto 1902 5	3,75% netto 3,5% netto 1907, 1912 6	IV,V,VI PN 5 % netto 1917-1920 7	Littorio 5% 1926 8	PN 5% 1935 9	Totale Consolidati 10	BOT 11	BTP 12	Obbligazioni 3 - 3,5% 1908, 1910 13	PN 4,5% I-II, 5% III 1915-1916 14	Obbligazioni 4,75% 1924 15	Prestito 3,50% 1934 16	Prestito 5% 1936 17	Altri titoli redimibili 18	Totale titoli redim.li 19	Totale titoli pubblici 20
1935		7			256	405			3809	4477		386	107		84			488	1066	5543
1936		7			256	407			4130	4801		436	104		82			385	1007	5808
1937		7			256	407			4079	4749		442	99					445	986	5735
1938		7			247	405			3991	4650		442	95					432	970	5619
1939		9			249	402			3988	4648		418	92				21	457	966	5614
1940		9			249	402			4004	4664		12964	89				29	434	13507	18171
1941		9			249	402			264	923		15191	86				29	418	15724	16647
1942		9			249	402			138	798		16872	85				28	785	17531	18329
1943		9			249	402			185	845		18855	82					394	19358	20203

**Tav. 5 CDP: Titoli di proprietà di terzi in deposito presso CDP, 1875 - 1913**

(valori in milioni di lire)

*Fonti: elaborazioni su dati dei Rendiconti della CDP*

anni	Effetti pubblici 1	Titoli di Stato (totale) 2	Rendita 5% 1861 3	Rendita 3% 1861 4	4,5% netto 1894 5	4% netto 1894 6	3,5% 1902 7	3,75-3,50% 1907-12 8	Altri titoli 9	Oro e argento 10
1875	1135									
1876	1180	1026	1023	3						154
1877	1196	1060	1056	3						133
1878	1211	1078	1072	5						133
1879	1308	1175	1169	6						135
1880	1256	1121	1115	6						133
1881	533	400	395	5						3
1882	156	153	147	5						4
1883	442	438	435	3						4
1884	445	441	438	3						6
1885	407	401	398	3						8
1886	400	392	389	3						78
1887	476	398	395	4						234
1888	640	406	402	4						235
1889	727	492	489	3						448
1890	785	451	448	3						682
1891	925	243	240	3						941
1892	1135	194	191	3						987
1893	1165	178	174	4						666
1894	843	177	174	3						
1895	968	177	173	4					711	80
1896	971	187	177	4	5	0			705	80
1897	1045	206	188	5	13	0			704	135
1898	1045	221	195	6	17	3			691	133
1899	1037	219	204	6	5	5			685	133
1900	1029	224	210	6	4	4			674	131
1901	1036	231	217	6	4	4			677	128
1902	1034	234	218	7	4	4	1	1	674	126
1903	1048	239	222	7	4	4	2	2	685	124
1904	1063	247	230	7		3	7	7	693	123
1905	1092	254	235	7		3	9	9	718	120
1906	1157	292	258	13		5	15	15	747	119
1907	1174	315	0	12			16	16	742	117
1908	1258	325		12			16	16	755	178
1909	1250	333		11			15	15	742	175
1910										
1911										
1912	1313	383		12			18	18	688	242
1913	1247	387		12			18	18	743	117

**Tav. 6: Acquisti di titoli di Stato per conto dei depositanti presso le Casse postali, 1876-1937**

(valori in milioni di lire)

*Fonti: elaborazioni su dati dei Rendiconti della CDP*

anni	Consol 3% 1861	Consol 5% 1861	Consol 3,50% 1902	Consol 3,50% 1906	Redimibile 3,50% 1908-1910	Consol 5% 1917-1920	"Littorio" 5% 1926	Prestito nazionale 5% 1935	Redimibile 5% 1936	Totale	Rendita acquistata
1876										0,2	0,2
1877										0,4	0,4
1878										0,8	0,8
1879										0,9	0,9
1880										1,1	1,1
1881										2,4	2,4
1882										3,9	3,9
1883										5,3	5,3
1884										4,4	4,4
1885										4,7	4,7
1886										3,7	3,7
1887										4,9	4,9
1888										6,8	6,8
1889										9,7	9,7
1890										11,1	11,1
1891										15,5	15,5
1892										12,6	12,6
1893										17,0	17,0
1894										15,7	15,7
1895										11,6	11,6
1896										14,7	14,7
1897										11,8	11,8
1898										13,3	13,3
1899										16,9	16,9
1900										22,1	22,1
1901											18,4
1902											18,2
1903											20,4
1904											21,2
1905											19,5
1906											25,6
1876-1906	0,9	322,6	9,1							332,6	335,1
1907											32,2
1908											27,7
1909											26,8
1910											31,7
1911											33,2
1907-1911	0,50		17,0	132,2	0,5					150,3	151,6
1912											57,0
1913											44,6
1914											35,8
1915											29,4
1916											16,9
1912-1916	0,50		8,1	155,6	8,5	8,0				180,7	183,7
1876-1916	1,90	322,6	34,3	287,8	9,1	8,0				663,7	670,4
1917	0,03		0,3	9,2	0,6	5,6				15,8	21,9
1918	0,13		0,3	8,4		8,7				17,6	26,7
1919	0,11		0,3	11,2		32,3				43,9	43,9
1920	0,07		0,1	6,6		27,0				33,8	37,6
1921	0,06		0,2	5,9		47,0				53,1	54,0
1922	0,02		0,0	5,6		65,9				71,5	80,8
1923	0,04		0,1	4,2		69,8				74,1	81,9
1924	0,05		0,2	4,7		78,5				83,5	94,0
1925	0,01		0,2	5,1		87,9				93,2	86,9
1926	0,04		0,4	7,6			74,8			82,8	83,4
1927	0,04		0,3	4,7			43,2			48,2	44,8
1928	0,01		0,1	2,7			42,0			44,8	49,4
1929	0,00		0,2	3,8			57,6			61,6	52,9
1930	0,03		0,1	3,3			44,8			48,2	52,4
1931	0,05		0,1	2,5			40,6			43,4	41,0
1932	0,03		0,2	2,5			38,1			40,8	50,0
1933	0,03		0,3	2,2			32,1			34,7	38,2
1934	0,12		0,4	11,5	4,1		11,7			27,8	90,3
1935	0,09		0,3	18,3	15,9					34,6	34,6
1936	0,06		0,3	7,6				0,9	3,7	12,6	12,6
1937	0,05		0,2	4,1				16,2	1,4	21,9	21,9
1917-1937	1,08		4,8	131,7	20,7	422,6	385,0	17,0	5,1	988,0	1008,9
1876-1937	3,00	322,6	39,1	419,5	29,7	422,6	385,0	17,0	5,1	1651,6	1679,3

## APPENDICE:

### IL FINANZIAMENTO DELLA CDP AL TESORO: ASPETTI NORMATIVI ED ISTITUZIONALI

In quest'appendice è indicata la scansione temporale dei momenti normativi e istituzionali<sup>30</sup> relativi alle forme tecniche tramite cui la CDP ha finanziato il Tesoro e contribuito alla gestione del mercato secondario dei titoli di Stato.

#### **1861 - 1863: creazione delle rendite consolidate 5% e 3% e del Gran Libro del Debito pubblico**

La legge 17 luglio 1861, n. 98, prevede la creazione delle rendite consolidate 5% e 3%, mentre la legge 4 agosto 1861, n. 174, statuisce la costituzione del Gran Libro del Debito pubblico (Gola 1961). I consolidati 5% e 3% inizialmente rappresentano il controvalore dei debiti degli antichi Stati preunitari. Il titolo 5% rappresenta la quasi totalità del debito patrimoniale sino al 1887 [quando inizia il collocamento delle obbligazioni ferroviarie].

#### **1863: costituzione presso la CDP di depositi obbligatori e volontari, in numerario e in effetti pubblici**

La legge istitutiva della Cassa "italiana" (17 maggio 1863, n. 1270) recepisce la legislazione del Regno di Sardegna, prevedendo che *"la Cassa riceve in deposito, oltre le somme in denaro anche titoli del debito pubblico, con la possibilità di impiegare i fondi eccedenti il bisogno in rendita del debito pubblico, buoni del Tesoro, o in c/c col Tesoro"* (Clementini 1891, vol. 2, p. 593; Medolaghi 1911, p.11).

I depositi di "effetti pubblici" sopra menzionati sono distinti in obbligatori (giudiziari, amministrativi e cauzionali) e volontari.

#### **1863: costituzione presso la CDP di depositi "in effetti pubblici" per il servizio di affrancazione dei canoni, livelli, censi, ecc.**

La Cassa italiana recepisce la legislazione del Granducato di Toscana sull'affrancazione di censi, canoni, livelli, ecc. Secondo tali norme, *"il debitore offre tanta rendita equivalente al vincolo da affrancare, e questa viene iscritta sul Gran Libro del debito pubblico a favore dell'ente morale"* (Rel. sul 1899, p. 198). Tali operazioni - condotte dall'omonima Gestione annessa<sup>31</sup> sono rilevanti al momento dell'Unificazione, per poi perdere gradatamente d'importanza.

#### **1872: primo consolidamento del Regno d'Italia**

Si tratta di un consolidamento di debiti redimibili dell'ex Stato pontificio nella Rendita 5% (L. 29 giugno 1871, n. 339). A questo fanno seguito, negli anni successivi, decine di consolidamenti di obbligazioni ferroviarie e titoli di Stati preunitari, talvolta di piccole dimensioni. L'elenco completo è in DGDP 1988b, pp. 24 ss.

<sup>(30)</sup> Per le norme sino al 1910 si rinvia a Medolaghi 1911, pp. 641 ss.

<sup>(31)</sup> Sul servizio delle affrancazioni, cfr. Clementini 1891, vol. 2, pp. 1006-1009.

#### **1875: costituzione delle Casse postali, raccolta postale a vista e riserve di liquidità in titoli di Stato**

Con la fondazione delle Casse postali (L. 27 maggio 1875, n. 2779)<sup>32</sup> la CDP accresce notevolmente le funzioni di istituto di finanziamento, superando i limiti angusti della raccolta propria della Cassa (depositi amministrativi, giudiziari e cauzionali). Da notare l'aspetto curioso agli occhi d'oggi, ma rilevante in quella fase storica, della possibilità di "deposito in francobolli", dai 10 centesimi sino alla concorrenza del taglio minimo del deposito postale, pari al costo del libretto (R.D. 18 febbraio 1883, n. 1216).

Per quanto riguarda il rapporto tra raccolta postale e detenzione di titoli di Stato, già in quella fase vi è la consapevolezza dei problemi che la natura a vista dei depositi postali poteva creare:

*"quando l'affluenza dei depositi andò aumentando coll'istituzione del risparmio postale, la Commissione di vigilanza [della CDP] cominciò a dare un primo segno di allarme preoccupandola il pensiero che di fronte ai milioni depositati e ripetibili a vista, o non si trovava o si trovava ben scarso uno stock di titoli dello Stato o da esso [garantiti] da potersi all'occasione prontamente realizzare [...]. L'Amministrazione della CDP pertanto ritenne dover suo di attendere con ogni cura a costituire e mantenere uno stock di titoli di Stato prontamente realizzabili per fronteggiare la metà almeno dell'ammontare dei depositi volontari ordinari e del risparmio postale, limitandosi a queste due sole categorie, perché per tutti gli altri la più lunga esperienza ammaestrava come non vi fosse mai stato squilibrio importante tra i versamenti e le restituzioni"* (Medolaghi 1898, pp. 10-12).

#### **1875: acquisto di titoli di rendita per conto dei depositanti presso le Casse postali**

La legge istitutiva delle Casse postali consente a queste l'acquisto per conto dei depositanti di titoli di rendita, mentre il successivo R.D. 28 agosto 1878, n. 4497, prevede la riscossione presso gli uffici postali della rendita intestata ai titolari dei libretti postali. In tal modo vengono gettate le basi per un avvicinamento tra l'investimento in depositi postali e in titoli di Stato, riducendo i costi di negoziazione (tagli minimi, commissioni, appoggio ad una banca o a un broker, ecc.) che si frappongono all'investimento in titoli di Stato da parte del risparmio "minuto" (De Cecco e Toniolo 2000, pp. XXVII, XXXIII). Inizialmente, la facoltà d'acquisto per conto dei depositanti è concentrata sui consolidati, dal 1906 è estesa ai titoli redimibili (Rel. sul 1920, p. 198). Questa misura è funzionale alle nuove emissioni di redimibili dell'epoca (es. obbligazioni ferroviarie).

#### **1883 - 1885: possibilità di costituire il taglio minimo dei depositi postali mediante versamenti "in francobolli" (R.D. 18 febbraio 1883, n. 1216)**

*"Un'innovazione di ordine elevato, precipuamente rivolta ad esercitare la propria azione sulle classi sociali [meno abbienti], è quella di ammettere i depositi in francobolli, che a tale uopo vengono applicati sopra appositi cartellini, da convertirsi in un libretto di risparmio quando abbiano raggiunto la lira [costo del libretto]".* Nella stessa direzione è il R.D. 31 ottobre 1885, n. 2752, *"col quale le collettorie di 1 classe sono a far da intermediarie, tra il pubblico e gli uffici di posta, per operazioni di risparmio non eccedenti lire 50"* (Ministero delle Poste e dei Telegrafi 1900, pp. 7-8, 19).

<sup>(32)</sup> Per alcune note sulla relazione di Quintino Sella allo schema di legge costitutivo del risparmio postale, sulla diffusione delle Casse postali, sugli aspetti tecnici della raccolta "minuta" (ad es., presso le scuole e sotto forma di francobolli) e sulla possibilità di passare dai depositi postali all'investimento in titoli di Stato si rinvia a Ministero delle Poste e dei Telegrafi 1900, pp. 3-8.

#### **1884: impieghi in titoli di Stato degli Istituti di previdenza amministrati dalla CDP**

Dal 1884, il Monte per le pensioni dei maestri elementari (costituito nel 1878) inizia a finanziare il Tesoro acquisendo titoli di Stato. Sino al 1915 tuttavia la detenzione di titoli di Stato è piuttosto limitata. Al Monte seguono negli anni successivi altri istituti sorti per la previdenza di dipendenti pubblici fuori dell'Amministrazione centrale: medici condotti (1898), segretari comunali e altri impiegati di comuni, province e istituzioni di beneficenza (1904), ufficiali giudiziari (1907), impiegati degli archivi notarili (1907), ecc.

#### **1889: depositi postali di Italiani residenti all'estero**

Il R.D. 7 novembre 1889, n. 6540, "autorizzò i depositi nelle Casse postali per conto di Italiani dimoranti all'estero, rimettendo... direttamente al Ministero delle poste e dei telegrafi, mediante vaglia postali internazionali, o consolari, od altrimenti, ..., le somme che intendono versare". Per alcune indicazioni sulla progressione di questi depositi si rinvia a Ministero delle Poste e dei Telegrafi 1900, pp. 8 e 18.

#### **1893: anticipazioni al Tesoro e ad altri enti pubblici**

La legge 15 giugno 1893, n. 279 ["Provvedimenti per le pensioni civili e militari"] impone alla CDP di anticipare al Tesoro i fondi per il pagamento del debito vitalizio sino all'estinzione delle pensioni concesse avanti l'anno 1893. La legge 22 luglio 1894, n. 339, pone fine "alle somministrazioni di capitali al Tesoro" (Medolaghi 1898, p. 12), ma il fenomeno riprende più avanti sino al secondo dopoguerra. Per ottemperare a questi obblighi, la CDP deve alienare (nel corso del 1893) titoli di Stato, accumulati per garantire la liquidità dei depositi postali. A causa delle anticipazioni suddette, negli esercizi 1892-1895, la CDP porta lo *stock* di titoli accumulato sotto a quello desiderato, subendo una forte perdita a causa della differenza negativa tra prezzo di vendita e d'acquisto (Medolaghi 1898, p. 12; Conte 2000, p. 132; Bianchi 1979, p. 152).

Da notare che le anticipazioni al Tesoro sono parte del debito fluttuante (per solito inteso come debito a breve termine) (es. M.T. Salvemini 1969, di recente Ripa di Meana 1993, p. 307), ma - almeno per il pagamento delle pensioni - si tratta di una voce di debito a lungo termine (es. Confalonieri 1952). Infatti, "la diminuzione del debito del Tesoro andava compendosi con lentezza a causa della cifra rilevante del capitale, onde dell'annualità [prevista, di 5 milioni] poco rimane per l'ammortamento del debito dopo di aver saldati gl'interessi maturati nell'anno" (Rel. sul 1899, p. 152).

#### **1896: conversione di titoli di rendita 5% (1861) nei consolidati 4,5% e 4,0% netti (1894)**

I Regi Decreti 16 febbraio 1896, nn. 59-61, e 14 maggio 1896, nn. 187-189, prevedono la conversione dei titoli di rendita 5% nei consolidati 4,5% e 4,0% netti: il consolidato 4,5% è destinato alle opere pie, per garantire il tasso di rendimento in presenza di un inasprimento del prelievo fiscale sulla rendita 5%; il secondo consolidato 4,0% netto per la conversione obbligatoria (a carico degli istituti pubblici) della rendita 5% nel 4% netto (Bianchi 1979, p. 145).

#### **1895: obbligo per la CDP d'investimento minimo in titoli di Stato commisurato alla raccolta postale**

La legge 8 agosto 1895, n. 486 ["Norme per gli investimenti dei fondi della CDP"]:

*"fa precetto che non meno della metà dei fondi provenienti dai depositi del risparmio e da quelli ordinari volontari dovesse restare impiegata in titoli di Stato o garantiti dallo Stato [mentre il residuo poteva essere impiegato in mutui agli enti territoriali, anticipazioni al Tesoro o impiegato sul c/c di tesoreria] ... Divenuto tassativo obbligo di legge, ciò che per l'addietro non era che un criterio di prudenza, la CDP si diede attorno per ricondurre il suo portafoglio al pristino stato [...]. Dappoiché non solo i fondi impiegati in titoli di Stato toccarono la metà dei depositi, ma già fin dal 1897 l'avevano sorpassata di circa 8 milioni"* (Medolaghi 1898, p. 13).

La norma è, evidentemente, finalizzata a contenere i rischi legati al disallineamento tra la durata finanziaria dell'attivo (mutui a lungo termine e a tasso fisso) e del passivo (a breve) (Asso 2000, pp. 180-181, e Cozzi 2002, pp. 28-29).

#### **1902: conversione del consolidato 4,5% netto (1894) nel consolidato 3,5% netto**

La L. 12 giugno 1902, n. 166 [Creazione della rendita 3,5%] prevede la conversione del 4,5% del 1894 nel nuovo consolidato 3,5% netto.

#### **1905 - 1906: emissione certificati ferroviari per la nazionalizzazione delle ferrovie**

Si ricordano le emissioni dei certificati ferroviari redimibili 3,65% (L. 25 giugno 1905, n. 261) e 3,5% netto (L. 23 dicembre 1906, n. 638). L'elencazione completa delle emissioni di consolidato 5% e di specifici titoli redimibili per le costruzioni ferroviarie e spese annesse è riportata in DGDP 1988b, Tab. 1, p. 27.

#### **1907: "grande" conversione del consolidato 5% (1861) nel nuovo 3,75% (1907)**

Dopo le conversioni del 1902-1903, quella che è comunemente definita la "grande" conversione è attuata negli anni 1906-1907. Essa riguarda uno *stock* di titoli pari a otto miliardi di lire correnti (il 56% del Pil) e comporta lo scambio dei consolidati emessi a partire dal 1861 (5% lordo e 4% netto) e dal 1894 (4% netto) con titoli con rendimento netto del 3,75% i primi cinque anni e 3,5% successivamente (Panteghini e Spinelli 2002, p. 170).

#### **1907: gestione dei valori monetari e in titoli per conto della Cassa nazionale delle assicurazioni sociali**

Dal 1907 la CDP gestisce la custodia valori per conto della Cassa nazionale per le assicurazioni sociali.

#### **1908, 1910: emissioni di obbligazioni redimibili 3,5% netto**

Titoli emessi a seguito delle leggi 24 dicembre 1908, n. 731, e 15 marzo 1910, n. 228. Al 30

giugno 1914 sono in circolazione, rispettivamente, 145 e 340 milioni delle due emissioni (Gatti 1986, Tab. IV-A, p. 303). La Gestione principale possiede a tale data una cifra consistente delle due categorie di titoli obbligazionari: 149 milioni (Tav. 4, col. 13).

#### **1914: acquisizione di titoli di Stato da parte degli Istituti di previdenza**

Sino al 1914, gli Istituti di previdenza finanziano la Gestione principale della CDP (tramite il c/c per impieghi definitivi, e poi tramite la cessione di cartelle della Sezione autonoma del credito comunale e provinciale e di prestiti agli enti territoriali). Dal 1915 sino al 1927, tali istituti finanziano esclusivamente il Tesoro mediante la sottoscrizione di titoli di Stato (Della Torre 2000b, pp. 62-68).

#### **1914 - 1915: emissione di debito redimibile: I, II, III Prestito nazionale 4,5% e 5% netto**

Il I e il II prestito 4,5% netto (R.D. 19 dicembre 1914, n. 1371, e 15 giugno 1915, n. 859) hanno la seguente circolazione: 1.000 milioni il 1915, 553 il 1916, 250 il 1917 e così sino al 1939 (Gatti 1986, Tav. IV-A, pp. 303 ss.).

Il III prestito 5% netto, di cui al R.D. 22 dicembre 1915, n. 1800, ha una circolazione di 1.260 milioni dal 1917 in avanti sino al 1940 (Gatti 1986, *ibidem*).

Il ruolo della CDP sembra essere marginale, con una detenzione contenuta: 203 milioni nel 1916 (Tav. 4, col. 13). Probabilmente, ciò è da attribuirsi alla "prima" crisi della raccolta postale.

#### **1917: servizio dei c/c postali e obbligo di "riversamento" presso il Tesoro dei fondi affluiti alla CDP**

A seguito del D.L.L. 6 settembre 1917, ["Servizio dei c/c postali"], l'amministrazione postale è tenuta a versare presso la CDP i fondi provenienti dal servizio dei c/c postali, eccedenti le esigenze del servizio. Tali disponibilità devono essere, a loro volta, depositate dalla CDP in apposito conto presso il Tesoro.

#### **1917 - 1920: emissione di debito consolidato: IV, V e VI Prestito nazionale 5% netto**

Il IV, V e VI Prestito nazionale sono consolidati emessi durante e alla fine della prima guerra mondiale (R.D. 2 gennaio 1917, n. 3; 6 dicembre 1917, n. 1860; 22 settembre 1918, n. 1300; 24 novembre 1919, n. 2168). L'ultimo consolidato si configura più come un consolidamento parziale di debiti pregressi, che come un nuovo rastrellamento di fondi (DGDP 1988b, p. 31).

#### **1915 - 1918: espansione del debito fluttuante**

Tra il 1915 e il 1918 il debito a breve (Bot, biglietti e monete, anticipazioni degli istituti di emissione) presenta un'espansione rilevante, passando da una percentuale del 15% ad una del 38% del debito del Tesoro.

#### **1920: consolidamento di debito fluttuante (VI prestito nazionale)**

L'idea è quella di convertire il debito fluttuante (Buoni ordinari del Tesoro e anticipazioni degli

istituti di emissione), emesso in grandi quantità sul finire della guerra, nel consolidato 5% netto (1920) (R.D.L. 24 novembre 1919, n. 2168).

#### **1924: conversione volontaria del debito fluttuante e dei Buoni del Tesoro poliennali nel Prestito redimibile 4,75%**

La conversione condotta da De Stefani (R.D.L. 28 febbraio 1924, n. 210) mira all'ammortamento del debito fluttuante mediante libera conversione in un prestito redimibile di durata venticinquennale al 4,75% (di ammontare pari a 5 mld). La conversione ha effetti fallimentari: furono emessi soltanto 1,5 miliardi di obbligazioni (dietro conferimento di Buoni detenuti dalla Cassa e dagli istituti di emissione).

#### **1925: istituzione dei buoni postali fruttiferi**

Il R.D.L. 26 dicembre 1924, n. 2106, convertito nella legge 21 marzo 1926, n. 597, istituisce i buoni postali fruttiferi, vera "ancora di salvezza" per la Tesoreria, a prezzo di un interesse eccezionalmente elevato: il 6% per quasi tutta la durata trentennale del titolo, dopo un breve periodo iniziale a tasso ridotto (Confalonieri 1986, p. 38). Pur non prevedendo la legge il "riversamento" della raccolta tramite i buoni postali fruttiferi sul c/c col Tesoro, si nota, dal 1925 sino alla seconda guerra mondiale, una certa correlazione tra il flusso di tale forma di raccolta e il flusso sul c/c col Tesoro (Asso 2000, p. 251).

#### **1926: prestito del Littorio**

Il R.D.L. 6 novembre 1926, n. 1831 prevede il consolidamento (obbligatorio) di 20,4 mld di buoni del Tesoro (di cui 15,2 mld di Bot) e la vendita sul mercato (per 3,5 mld). (Cotticelli 1942, pp. 131 ss.)

#### **1927: obbligo di versamento sul c/c col Tesoro dei fondi disponibili degli Istituti di previdenza amministrati dalla CDP**

A norma del R.D.L. 5 agosto 1927, è fatto obbligo per gli istituti di previdenza di versare i fondi disponibili sul c/c fruttifero col Tesoro. Esso prevede che "per migliorare il mercato dei titoli oltremodo depresso [dopo le dannose conseguenze della conversione attuata con il prestito del Littorio], [l'istituzione della] Cassa di ammortamento del debito pubblico interno la quale accrebbe i mezzi che il Tesoro poteva utilizzare per l'acquisto dei titoli di Stato e conseguentemente per sostegno del mercato, mezzi che per innanzi erano rappresentati esclusivamente dai fondi destinati dalla CDP e da altri enti parastatali ad investimenti in titoli di Stato" (Cotticelli 1942, p. 147).

#### **1927: pagamenti differiti e c/c col Tesoro della CDP**

Dopo "le dannose conseguenze della operazione finanziaria di conversione effettuata alla fine del 1926, [...] il credito dello Stato era così scosso che l'E. Mosconi nell'assumere la direzione del Ministero

delle Finanze dovette dichiarare: "basta con i debiti; mantenere l'equilibrio del bilancio senza ricorrere ad aumenti dei debiti dello Stato. E il Duce dispose la completa sospensione dell'emissione dei Bot. Di fronte al bisogno, si dovette quindi far ricorso a quelle forme larvate di prestiti - indubbiamente più onerose per lo Stato - costituiti dai così detti pagamenti differiti, nonché dai conti correnti, anche essi onerosi, ove si pensi che quello principale, intercedente con la CDP, trae il suo alimento dai BPF il cui tasso si eleva, dopo un breve periodo iniziale, fino al 6% con effetto retroattivo" (Rapporto Cotticelli, p. 147).

La crescita del deficit di bilancio - nel 1931 - "è quasi interamente sostenuta dalla CDP [...]. La crescita del debito pubblico è in parte occultata da artifici di bilancio, come il finanziamento di opere pubbliche e di bonifica attraverso pagamenti differiti e rateizzati (le cui annualità sono scontate presso la CDP e gli enti previdenziali Inps, Inail e Ina)" (Battilossi 1999, p. 282). Per lo "sconto" presso l'Inps, cfr. Beltrametti e Soliani in RSE. Sulle spese ripartite, informazioni per gli anni 1929-1935 in Répaci 1934, pp. 309-312.

### **1920 - 1930: conferimenti di fondi della CDP agli "istituti Beneduce"**

Per informazioni sul finanziamento della CDP (fondi di dotazione e acquisizione di obbligazioni degli Enti Beneduce) si vedano Asso e De Cecco (Crediop-Icipu) e De Rosa 1979 (Crediop). Sempre in quell'ambito, l'ex direttore generale della CDP Falcone ricorda che - quando gli enti interessati non erano enti locali (e quindi non potevano ricevere direttamente fondi dalla stessa) - la Cassa li forniva all'IMI, Crediop, ecc., acquisendo le obbligazioni da questi emesse (ad es., i finanziamenti all'Iri per le autostrade) (Falcone 2001, p. 38).

Per quanto riguarda il ruolo della CDP nel finanziamento del Crediop giova rammentare che la Cassa detiene a fine 1931-32, rispettivamente, milioni 118,4 e 261,9 di obbligazioni 5% emesse dal Crediop (Rel. sul 1932, tav. 23, pp. XVIII-XIX). La CDP non sembra avere invece un ruolo importante nella sottoscrizione del capitale obbligazionario (se non per alcune *tranches* di emissioni).

Da ricordare il conferimento di fondi della CDP all'IMI (1931). L'obiettivo è di costruire un circuito dei capitali alternativo a quello delle banche miste. L'istituto si specializza nell'erogazione di credito industriale sotto forma di mutui a medio-lungo termine (Battilossi 1999, p. 281).

### **1934: emissione di un prestito redimibile 3,5% per sostituire il consolidato 5% (1920) e il prestito del Littorio (1926)**

Il R.D.L. 3 febbraio 1934, n. 60, prevede la conversione dei due consolidati nel titolo redimibile 3,5%.

### **1935: "nuovo" Prestito nazionale Rendita 5%**

Il R.D.L. 20 settembre 1935, n. 1684, prevede la conversione del redimibile 3,5% (1934) nel Prestito nazionale 5%.

### **Fonti archivistiche**

ASCDP, Archivio Storico della Cassa Depositi e Prestiti

- CdA, Verbali del Consiglio d'Amministrazione della CDP
- Rel, Relazioni e rendiconti consuntivi presentati dalla Direzione generale della CDP alla Commissione di Vigilanza
- CdC, Relazioni sui Rendiconti della CDP dell'Ufficio di riscontro della Corte dei Conti presso la CDP
- CdV, Relazioni della Commissione di Vigilanza sull'amministrazione della CDP

### **Fonti documentarie, statistiche, riferimenti bibliografici**

- Asso PF., M. De Cecco 1994, Storia del Crediop. Tra credito speciale e finanza pubblica, 1920-1960, Laterza, Roma-Bari.
- Ballini P.L. 1995, "Politica della conversione e politica degli sgravi (1904-1906). Temi di un dibattito", in Finanza e debito pubblico in Italia tra l'800 e il 900, a cura di P. Pecorari, Istituto veneto di scienze, lettere ed arti, Venezia.
- Bardini C., A. Carreras, P. Lains 1995, "The National Accounts for Italy, Spain and Portugal", in Scandinavian Economic History Review & Economy and History, Vol. 43, N. 1.
- Baubeau P. 2001, "La Caisse des dépôts e le Credit National. Un essai comparatif", Colloque "La Caisse des dépôts et consignations, la Seconde Guerre mondiale et le XXème siècle", Caisse des dépôts et consignations, 28-30 novembre 2001, Paris.
- Battilossi S. 1999, Annali, in P. Ciocca e G. Toniolo (a cura di), Storia economica d'Italia, vol. 2, Laterza, Roma-Bari.
- Beltrametti L., R. Soliani 2000, "Alcuni aspetti macroeconomici e redistributivi della gestione del principale ente pensionistico italiano (1919-39)", in Rivista di Storia economica, n. 2.
- Bianchi B. 1979, "Appendice statistica: il rendimento del consolidato dal 1862 al 1946", in Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano, a cura di F. Vicarelli, Il Mulino, Bologna.
- Cardarelli S. 1990, "La questione bancaria in Italia dal 1860 al 1892", in Rapporti monetari e finanziari internazionali, 1860-1914, Laterza, Roma-Bari.
- Caron M., L. Di Cosmo (a cura di) 1993, I bilanci degli istituti di emissione in Italia 1894-1990, Laterza, Roma-Bari.
- Caviglioli F. 1934, Manuale dei valori italiani a reddito fisso, Arte grafica ambrosiana, Milano.
- Ciocca P. e R. Rinaldi 1997, "L'inflazione in Italia, 1914-20. Considerazioni in margine della tesi di laurea di Piero Sraffa", in Rivista di storia economica, n. 1.
- Clementini P. 1891, Sui servizi della Cassa Depositi e Prestiti, Utet, Torino, 2 vol.
- Cohen J., G. Federico 2001, Lo sviluppo economico italiano 1820-1960, Il Mulino, Bologna.

- Comit 1934, "La conversione dei Consolidati 5%", in *Rassegna Trimestrale*, II, marzo-giugno, rist. in Confalonieri e Gatti 1986b, Vol. I, Parte seconda, Doc. 1.
- Confalonieri A. 1952, "Aspetti della politica del debito pubblico", in *Moneta e Credito*, vol. V.
- Confalonieri A. 1986, "La politica del debito pubblico in Italia e in alcuni paesi europei, 1919-1943", in Confalonieri e Gatti 1986a, vol. I.
- Confalonieri A., E. Gatti 1986a, *La politica del debito pubblico in Italia, 1919-1943*, Laterza, Roma-Bari, 2 voll.
- Confalonieri A., E. Gatti 1986b, "Documenti sulla politica del debito pubblico in Italia", in Confalonieri e Gatti 1986a, vol. I, Parte seconda, Laterza, Roma-Bari.
- Conte L. 2000, "Amministrare il risparmio: la Cassa depositi e prestiti da azienda ad impresa organo del ministero del Tesoro, 1850-1913", in De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000.
- Conti G., G. Della Torre 2001, "Financements au Trésor et à l'économie dès années Trente au lendmain de la Seconde Guerre mondiale", Colloque "La Caisse des dépôts et consignations, la Seconde Guerre mondiale et le XXème siècle", Caisse des dépôts et consignations, 28-30 novembre 2001, Paris.
- Cotticelli G. 1942 ["Rapporto Cotticelli"], "Cenni storici e critici sulle operazioni finanziarie effettuate in Italia dal 1919 in poi", in Ministero delle Finanze, *Relazione sui servizi affidati alla Direzione Generale del Tesoro, 1935-1940*, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma. Rist. in Confalonieri e Gatti 1986b, Doc. n. 5.
- Cotula F. et al. (a cura di) 1996, *I bilanci delle aziende di credito, 1890-1936*, a cura di F. Cotula, T. Raganelli, V. Sannucci, S. Alieri, E. Cerrito, Laterza, Roma-Bari.
- Cozzi T. 2001, "Intervento", in "Presentazione del libro *Storia della Cassa depositi e prestiti*", in Quaderni monografici della CDP, n. 9.
- De Cecco M. 1990a, "Introduzione", in M. De Cecco (a cura di) 1990.
- De Cecco M. 1990b, "The Italian national debt conversion del 1906", in Dornbusch e Draghi Eds., *Public debt management: theory and history*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990.
- De Cecco M. 2001, "Intervento", in "Presentazione del libro *Storia della Cassa depositi e prestiti*", in Quaderni monografici della CDP, n. 9.
- De Cecco M. 2002, "I rimpianti dell'addio [alla Lira italiana]", in *la Repubblica*, 26 febbraio 2002, p. 14.
- De Cecco M. (a cura di) 1990, *L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1861-1914*, Laterza, Roma-Bari.
- De Cecco M., G. Toniolo 2000, "La Cassa depositi e prestiti nell'economia italiana, 1850-2000", in De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000.
- De Cecco M., G. Toniolo (a cura di) 2000, *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*, con saggi di P.F. Asso, S. Battilossi, L. Conte, G. Della Torre, Laterza, Roma-Bari.
- De Johannis 1904, *La conversione della Rendita*, Barbera, Firenze.
- De Mattia R. (a cura di) 1967, *I bilanci degli istituti di emissione italiani dal 1845 al 1936*, 2 tomi,

- Banca d'Italia, Roma.
- De Rosa L. 1977, *Banche e lavori pubblici in Italia fra le due guerre (1919-1939)*. Il consorzio di credito per le opere pubbliche, Giuffrè, Milano.
- Della Torre G. 2000a, "Fatti stilizzati per una storia quantitativa della Cassa depositi e prestiti", in De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000.
- Della Torre G. 2000b, "Impieghi e provvista della Cassa depositi e prestiti, 1850-1990", in De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000.
- Della Torre G. 2000c, "Appendice. Dati quantitativi, fonti statistiche e note metodologiche", CD allegato a De Cecco e Toniolo (a cura di) 2000.
- Della Torre G. 2001, "La finanza di guerra e il "circuito dei capitali" in Italia, 1935-1943: una valutazione quantitativa", in *Rivista di storia economica*, vol. XVII, n. 2.
- Della Torre G. 2003, "Dati statistici per una storia quantitativa della CDP, 1863 - 2000", mimeo.
- DGDP 1988a, *Il debito pubblico in Italia, 1861-1987*, Ministero del Tesoro, Direzione Generale del Debito pubblico, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, Vol. I.
- DGDP 1988b, *Provvedimenti normativi sulla circolazione dei biglietti di Stato e sui prestiti pubblici dal 1861 al 1987*, Ministero del Tesoro, Direzione Generale del Debito pubblico, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, Vol. III.
- Diatkine S. 1966, *Institutions et mécanismes monétaires*, Colin, Paris.
- Eredia G. 1939, "Le operazioni passive e attive, le gestioni annesse e i fondi di riserva della Cassa Depositi e Prestiti", in *Rivista di politica economica*, aprile.
- Falcone G. 2001, "Intervento", in "Presentazione del libro *Storia della Cassa depositi e prestiti*", in Quaderni monografici della CDP, n. 9.
- Feiertag O. 2001, "La Caisse des dépôts, le Trésor et le marché financier", Colloque "La Caisse des dépôts et consignations, la Seconde Guerre mondiale et le XXème siècle", Caisse des dépôts et consignations, 28-30 novembre 2001, Paris.
- Filippi G.C. 1998, "La Cassa Depositi e Prestiti: 150 anni di storia", Quaderni monografici della CDP, n. 4.
- Flora F. 1906, "La Conversione del Consolidato Italiano", in *Giornale degli Economisti*, luglio.
- Fuà G. (a cura di) 1969, *Lo sviluppo economico in Italia*, F. Angeli, Milano, Vol. 3.
- Gatti E. 1986, "Appendice statistica", in Confalonieri e Gatti 1986a, Vol. II, Parte Terza.
- Gola G. 1961, "Note sul Gran Libro del Debito pubblico nel centenario dell'unità d'Italia", in *Rivista Bancaria*, nn. 1-2.
- Grassi P. 1935, "Appunto del direttore generale del Tesoro sul Conto riassuntivo del Tesoro", rist. in Confalonieri e Gatti 1986b.
- Istat 1957, "Indagine statistica sullo sviluppo del reddito nazionale dell'Italia dal 1861 al 1956", in *Annali di statistica*, serie 8, vol. 9.
- La Francesca S. 1965, "La statizzazione delle Ferrovie e lo sviluppo dell'industria elettrica in Italia", in *Clio*, aprile.

La Francesca S. 1995, "La nazionalizzazione delle Ferrovie", in Finanza e debito pubblico in Italia tra '800 e '900, a cura di P. Pecorari, Istituto veneto di scienze lettere ed arti, Venezia.

Llau P., F. Renvenez Eds. 1988, *Strategies de financement des soldes budgetaires. Une comparaison internationale*, Economica, Paris.

Magnocavallo A. 1990, *Appunti sulla Cassa Depositi e Prestiti e la sua organizzazione contabile*, Cassa Depositi e Prestiti, mimeo.

Mancini M. 1948, "Il mercato monetario, il finanziamento del Tesoro e gli impieghi bancari per rami di attività economica", in *Moneta e Credito*, n. 1.

Marconi M. 1982, *La politica monetaria del fascismo*, Il Mulino, Bologna.

Margairaz M. 1991, *L'Etat, les finances et l'économie. Histoire d'une conversion 1932-1952*, Ministère de l'économie, des finances et de budget, Paris.

Masi P. 1989, "L'influenza del debito pubblico sulla costruzione dei sistemi finanziari: il caso italiano 1860-93", in *Rivista di Storia Economica*, n. 1.

Matteuzzi M., A. Simonazzi (a cura di) 1988, *Il debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.

Medolaghi S. 1898, *Cenni sul servizio dei prestiti dalle origini della Cassa Depositi e Prestiti al 30 giugno 1898*, Tipografia Cecchini, Roma.

Medolaghi S. 1911, *Cenni sulla Cassa dei Depositi e dei Prestiti*, Tipografia Manuzio, Roma.

Ministero delle Comunicazioni 1940, *Relazione sul servizio delle casse di risparmio postali (1936 e 1937)*, Direzione Generale delle Poste e dei Telegrafi, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma.

Ministero delle Poste e dei Telegrafi 1900, *Casse postali di Risparmio, Istituzione, legge, modificazioni, prospetti statistici*, Unione Cooperativa Editrice, Roma.

Musu I. 1998, *Il debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.

Panteghini P., F. Spinelli 2002, "Un 'buon' rientro dal debito pubblico: l'Italia tra '800 e '900", in M. Bagella e L. Paganetto (a cura di), *Politiche macroeconomiche, gestione del debito pubblico e mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna.

Parravicini G. 1947, *L'ordinamento bancario e l'attività creditizia*, Rizzoli, Milano-Roma.

Répac F.A. 1934, *La finanza italiana nel ventennio 1913-1932*, Einaudi, Torino.

Ripa di Meana A. 1993, "Il consolidamento del debito e la stabilizzazione Mussolini", in Banca d'Italia, *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre, 1919-1939*, Laterza, Roma-Bari.

Rossi N., A. Sorgato, G. Toniolo 1993, "I conti economici italiani: una ricostruzione statistica", in *Rivista di storia economica*, Vol. 10, N. 1.

Saetta M.P. 1999, *Debito del Tesoro e ruolo della Cassa Depositi e Prestiti (1863-1937): un'analisi empirica*, tesi di laurea, Facoltà di Economia "Richard Goodwin", Università degli Studi di Siena, a.a. 1998-1999 [relatore prof. G. Della Torre].

Salvemini G., V. Zamagni 1993a, "Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale", in Banca d'Italia, *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre, 1919-1939*, Laterza, Roma-Bari.

Salvemini G., V. Zamagni 1993b, "Le serie storiche del debito e del fabbisogno confrontate con analoghe ricostruzioni statistiche", in Banca d'Italia, *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre, 1919-1939*, Laterza, Roma-Bari.

Salvemini M.T. 1969, *La politica di tesoreria*, Giuffrè, Milano.

Salvemini M.T. 1978, *La Cassa DD. PP: appunti per una discussione*, Giuffrè, Milano.

Salvemini M.T. 2002, *Il credito agli enti locali in Italia e in Europa. Cassa Depositi e Prestiti, banche pubbliche e private, mercato finanziario*, Edibank, Roma.

Spinelli F. 1989, "Le operazioni di conversione del debito pubblico degli inizi del secolo XX", in F. Spinelli, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli, Torino, cap. VIII.

Spinelli F., S. Formentini 1987, "Dimensione, composizione, e costo del debito pubblico interno dal 1861 al 1985", in Associazione di Studi di Banca e Borsa, *Quaderno*, n. 78, rist. in F. Spinelli, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli, Torino, cap. VII.

Spinelli F., M. Fratianni 1991, *Storia monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Mondadori, Milano.

Sraffa P. 1920 [1994], "L'inflazione monetaria in Italia durante e dopo la guerra", *Economia politica*, n. 2, 1994

Stringher B. 1906a, "Memoria di B. Stringher per E. de Rothschild, titolare della Casa Rothschild di Parigi", in M. De Cecco (a cura di) 1990, doc. n. 104, pp. 522-527.

Stringher B. 1906b, "Memoria di B. Stringher per A. Majorana", in M. De Cecco (a cura di) 1990, doc. n. 118, pp. 567-591.

Thaon di Revel P. 1942, "La finanza di guerra", in *Rivista Internazionale di Scienze Economiche*, vol. 14, n. 3.

Toniolo G. 2001, "Intervento", in "Presentazione del libro *Storia della Cassa depositi e prestiti*", in *Quaderni monografici della CDP*, n. 9.

Toniolo G., P. Ganugi 1992, "Il debito pubblico italiano in prospettiva secolare (1876-1947)", in Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "L. Einaudi", *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Il Mulino, Bologna.

Volpi A. 2002, *Breve storia del mercato finanziario italiano. Dal 1861 ad oggi*, Carocci editore, Roma.

Zamagni V. 1998, "Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica", in *Rivista di Storia Economica*, n. 3.

Zamagni V. 1999, "Una rettifica", in *Rivista di Storia Economica*, n. 3.

## QUADERNI PUBBLICATI:

1. Maria Teresa SALVEMINI, *Il finanziamento degli investimenti degli enti locali.*
2. Massimo DE FELICE, Franco MORICONI, Antonio CANCELLARA, Angelo MARIANO,  
*Il sistema di calcolo della Cassa depositi e prestiti per la progettazione e il controllo dei Buoni Postali.*
3. Elio F. P. ANTUOFERMO, *Appunti sul Comitato Centrale dei Buoni Postali.*
4. Giulio Cesare FILIPPI, *La Cassa depositi e prestiti: 150 anni di storia.*
5. *Con l'Euro a difesa della Storia - Atti del convegno.*
6. Maria Teresa SALVEMINI, *Patto di stabilità e rimborso anticipato dei mutui degli enti locali  
con la Cassa depositi e prestiti.*
7. Giulio Cesare FILIPPI, *La prima campagna stampa sul risparmio postale.*
8. *L'informatizzazione nella Pubblica Amministrazione - Atti del convegno.*
9. *Presentazione del libro "Storia della Cassa depositi e prestiti" Torino 1° dicembre 2000.*
10. Stefania BENINCASA, Paola MENALE, *Struttura e caratteristiche delle Agenzie di finanziamento  
pubblico locale nei Paesi Scandinavi.*
11. Paola MENALE, Monica TAMISARI, *Cassa depositi e prestiti: its local authority lending and  
Treasury funding roles.*
12. Giuseppe DELLA TORRE, *Il "circuito del Tesoro" e la Cassa Depositi e Prestiti, 1863 - 1943.*

Progetto grafico e impaginazione: G & Z - Roma

Coordinamento editoriale: Ufficio comunicazione

Stampa: Ufficio provveditorato e servizi tecnici - reparto grafica e stampa

GRADUS - Statistiche economiche e finanziarie a cura della Cassa depositi e prestiti - Via Goito, 4 - 00185 Roma  
Direttore Responsabile: Giulio Cesare Filippi - Registrazione N. 00499/98 del 26.10.1998 presso il Tribunale di Roma

Per eventuali richieste telefonare al numero: 06.4221.2520 - fax: 06.4221.7512  
e-mail: [redazionesito@cassaddpp.it](mailto:redazionesito@cassaddpp.it)

---