

Vol. 78 n. 311 (settembre 2025)

Articolo

Le esposizioni sovrane nei bilanci delle banche italiane: riflessioni critiche tra fabbisogni finanziari pubblici ed equilibri di gestione delle banche

FRANCO TUTINO, DIEGO MOSCA*

Abstract:

Il lavoro analizza le variazioni e la composizione del portafoglio delle esposizioni sovrane delle principali banche italiane con riferimento a più aspetti: alla dimensione e all'incidenza complessiva in bilancio, alla ripartizione geografica, ai criteri di iscrizione e valutazione adottati. Ciò attraverso l'osservazione dei dati compresi nel periodo che va dal 2018 al 2024, caratterizzato da eventi che hanno impattato significativamente sui fabbisogni finanziari dello Stato e sulle scelte strategiche delle banche. L'osservazione dei dati consente nuove riflessioni e considerazioni critiche sul legame tra banche e sovrani, tenendo sempre presente la stretta relazione tra economia reale, debito pubblico e funzionamento del sistema bancario.

Banks' sovereign exposures in Italy: critical reflections between public financial needs and banks' management equilibrium

The paper analyzes changes and composition of sovereign portfolios of major Italian banks, focusing on several aspects: size and impact on balance sheet, geographical distribution, accounting and evaluation criteria adopted. This is carried out through the examination of data covering the period from 2018 to 2024, a time frame marked by events that significantly affected State's financial needs and banks' strategic decisions. The data analysis enables new insights and critical considerations on the relationship between banks and sovereigns, while consistently acknowledging the close interconnection between the real economy, public debt and the functioning of the banking system.

Tutino: Professore emerito di Economia degli intermediari finanziari,
email: franco.tutino@uniroma1.it
Mosca: Cassa Depositi e Prestiti,
email: diego.mosca@cdp.it

Per citare l'articolo:

Tutino F., Mosca D. (2025), "Le esposizioni sovrane nei bilanci delle banche italiane: riflessioni critiche tra fabbisogni finanziari pubblici ed equilibri di gestione delle banche", *Moneta e Credito*, 78 (311), pp. 233-249.

DOI:

<https://doi.org/10.13133/2037-3651/19120>

JEL codes:

G21, H63, G18

Keywords:

banks, public debt, sovereign exposures, sovereign risk

Homepage della rivista:

https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito

1. Introduzione: le esposizioni sovrane nell'operatività bancaria

Le esposizioni sovrane – ovvero, il complesso delle esposizioni creditizie derivante da titoli di debito emessi dai governi centrali e locali e da enti governativi, nonché dai finanziamenti erogati

* Quanto contenuto nel testo non impegna né è espressione dell'indirizzo dell'istituzione di appartenenza.



agli stessi¹ – rivestono da sempre un ruolo centrale nell’operatività bancaria: i) sono parte delle attività fruttifere, rappresentando un’opportunità di investimento alternativa alle altre attività finanziarie; ii) sono necessari nella gestione della liquidità e della tesoreria essendo ampiamente utilizzati sia come *collateral* nelle diverse operazioni di raccolta, sia come alternativa alla detenzione di riserve liquide. La loro centralità è resa possibile dalla loro funzione di “*risk-free asset*”: i titoli di Stato sono infatti da sempre considerati le attività finanziarie con il più basso rischio idiosincratico (ovvero il rischio “specifico”, non legato a elementi esogeni) tra quelle presenti in uno stesso sistema economico nazionale. Tale caratteristica è alla base del loro elevato grado di liquidità e li pone, di conseguenza, come riferimento nella “prezzatura” degli altri strumenti finanziari all’interno del mercato: il rendimento dei bond sovrani è generalmente definito come il “*risk-free rate*”, ovvero il tasso di interesse legato ad un investimento caratterizzato dall’assenza di incertezza associata ai flussi di cassa prodotti che – con l’aggiunta del “premio per il rischio” – determina i rendimenti sui mercati.

Lo “*status*” di asset liquido (per definizione) spiega il loro utilizzo come *collateral* nelle operazioni di finanziamento. La quantità di risorse alla quale la singola banca può accedere è dunque influenzata anche dall’andamento del valore del portafoglio di titoli che la stessa banca intende utilizzare come *collateral* nelle diverse operazioni di *funding*. Anche in questo caso, è facile intuire come il peggioramento del merito creditizio di un emittente sovrano possa influire negativamente sul profilo di liquidità di una banca, ovvero su eventuali limiti di accesso alla domanda di fondi liquidi da parte della singola banca. Cambiamenti nel valore dei bond sovrani (in particolare quelli domestici) hanno infatti diverse ripercussioni sulle banche detentrici: i) ne condizionano il valore dell’attivo fruttifero; ii) incidono sull’ammontare e la composizione del *funding* disponibile; iii) si riflettono sul loro profilo reddituale.

Quanto evidenziato finora contribuisce a comprendere la portata del presente lavoro che, muovendo dall’analisi dell’andamento del portafoglio delle esposizioni sovrane delle principali banche italiane nel periodo che va dal 2018 al 2024, ha l’obiettivo di proporre nuove riflessioni e considerazioni critiche sul legame tra banche e sovrani nel nuovo contesto caratterizzato dall’evoluzione: i) da una parte, del quadro economico, del fabbisogno finanziario degli Stati, degli orientamenti della politica monetaria; ii) dall’altro, del sistema bancario: tra rischi di credito e di mercato, strategie di impiego e regolamentazione. L’attenzione è dunque posta anche sulla necessità di ricercare il corretto e bilanciato dimensionamento dei portafogli sovrani attraverso approcci, criteri e politiche in grado di guardare sia alla stabilità economico-finanziaria complessiva dei singoli paesi – legata anche alla sostenibilità e finanziabilità del debito pubblico di ciascuno di essi –, sia al mantenimento degli equilibri di gestione delle singole banche, superando così l’idea che l’introduzione di eventuali limiti al dimensionamento delle esposizioni sovrane (soprattutto domestiche) nei bilanci bancari possa – di per sé – consentire al sistema bancario di contenere il rischio sovrano complessivo.

2. La detenzione di bond sovrani durante la crisi del debito sovrano in Europa: evidenze dalla letteratura

Oltre al ruolo di “centralità” all’interno dell’operatività bancaria, la rilevante esposizione verso le controparti sovrane trova fondamento anche in alcuni fattori in grado di spiegare i

¹ Tale aggregato è parte del debito pubblico, inteso come somma delle passività finanziarie riferite alle amministrazioni pubbliche e di cui i titoli di Stato (ovvero le obbligazioni emesse dal Tesoro) rappresentano tipicamente la quota più rilevante. Nel dettaglio, a fine luglio 2025, i titoli di Stato rappresentano circa l’85% del totale del debito pubblico italiano.

comportamenti adottati dalle banche nella detenzione di bond sovrani, soprattutto nei periodi di crisi. Tali fattori sono stati individuati nella più recente letteratura nata dalla crisi del debito sovrano iniziata in Europa tra il 2009 e il 2010, ovvero: *flight to safety, moral suasion, carry trade opportunities e risk-shifting*.

Garcia e Gimeno (2014) mostrano come, tra il 2009 e il 2013, le banche europee siano state interessate da fenomeni di *flight to safety*, ovvero dalla ricomposizione dei propri portafogli *sovereign* in favore di esposizioni verso paesi percepiti come più "solidi" dal mercato. Tale comportamento non è stato determinato solamente dalla volontà di ridurre la rischiosità complessiva dei propri portafogli (*flight to quality*), ma, soprattutto, dalla necessità di disporre di un ammontare sufficiente di asset maggiormente liquidi (*flight to liquidity*). Quest'ultimo aspetto, secondo gli autori, ha ampliato le tensioni sul mercato dei titoli di Stato dell'eurozona: i rendimenti dei bond dei paesi GIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna) hanno pertanto registrato un sensibile aumento; mentre, specularmente, quelli dei paesi "*core*" (Germania, Paesi Bassi, Francia, Austria, Belgio, Finlandia) sono diminuiti. Ciò è confermato anche da Pagano (2016), che evidenzia come nel caso in cui un paese fornisca la maggior parte dei "*safe asset*" sul mercato (l'autore sottolinea che i *bund* tedeschi costituiscono circa l'83% del debito sovrano denominato in euro con rating "AAA"), una eventuale crisi, anche in uno solo dei paesi dell'eurozona, può determinare comportamenti di *flight to safety* e incrementare, di conseguenza, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato dei paesi in difficoltà.

Con riferimento ai fenomeni di *moral suasion*, Ongena et al. (2016) affermano che le banche dei paesi più colpiti dalla crisi hanno aumentato gli acquisti di bond sovrani "spinti" dalla pressione esercitata dai rispettivi governi finalizzata a sostenere la domanda di titoli di Stato. Ciò spiegherebbe la crescita dei portafogli *sovereign* durante la crisi del debito sovrano per alcune banche: gli autori osservano infatti che, nel periodo che va dal 2010 al 2012, le banche dei paesi GIIPS hanno aumentato gli acquisti di titoli di Stato domestici proprio nei momenti di maggiore fabbisogno finanziario dei propri governi, diversamente da quanto fatto dalle banche non domestiche. Coerentemente, De Marco e Macchiavelli (2016) affermano che le banche con una proprietà pubblica o con politici nella loro governance (banche "*politically connected*"), tra il 2010 e il 2013, hanno aumentato maggiormente l'ammontare di titoli di Stato domestici detenuti. Ciò è risultato particolarmente vero per quelle appartenenti ai paesi GIIPS. Becker e Ivashina (2018) mostrano inoltre che, per un campione di banche europee osservate tra il 2010 e il 2013, l'incremento dei bond sovrani detenuti, legato a fenomeni di *moral suasion*, è stato compensato dalla riduzione degli impieghi verso le imprese influendo negativamente sull'offerta di credito.

In alcuni casi, il sostegno offerto al debito pubblico dei paesi più in difficoltà da parte del sistema bancario ha rappresentato anche un elemento di supporto alla propria redditività. La necessità di sostenere il margine di interesse è stato infatti, in alcuni momenti, uno dei fattori capaci di spiegare il maggiore investimento in titoli di Stato: quest'ultimo durante la crisi del debito sovrano sono diventati più rischiosi ma, allo stesso tempo, hanno offerto rendimenti relativamente più elevati, portando così un contributo maggiore (rispetto al credito a privati) alla redditività della banca. Rispetto quest'ultimo punto, Acharya e Steffen (2015) mostrano come le banche abbiano sfruttato le opportunità di *carry trade* finanziandosi a tassi più bassi sul mercato *wholesale* e aumentando contestualmente gli investimenti in *sovereign bond* più rischiosi (quindi con rendimenti più elevati). Ad approfittarne in misura maggiore, secondo gli autori, sono state le banche più grandi, meno capitalizzate e con RWA (*risk-weighted assets*) più elevate. Ciò ha senza dubbio consentito ad esse (e ad altre banche) di ottenere rendimenti "sicuri" a sostegno della redditività complessiva messa in crisi nei precedenti ultimi anni. Nel dettaglio, le banche europee (sia quelle appartenenti ai paesi GIIPS che le altre) hanno perseguito l'obiettivo di accrescere i

propri risultati reddituali aumentando le esposizioni verso Italia, Spagna e Portogallo nel periodo compreso tra marzo e dicembre 2010.

Diversamente, tra gennaio e giugno 2012 – a seguito delle operazioni di finanziamento LTRO (*long-term refinancing operations*) condotte dalla Banca Centrale Europea (BCE) (dicembre 2011 e febbraio 2012)² – solo le banche dei paesi più colpiti dalla crisi hanno aumentato gli acquisti di bond sovrani,³ mentre le altre hanno addirittura ridotto la loro esposizione. Ciò ha determinato il “*risk-shifting*” dalle banche appartenenti ai paesi “core” a quelle dei paesi GIIPS. Coerentemente, Battistini et al. (2014) affermano che le banche dei paesi GIIPS, tra il 2008 e il 2012, hanno aumentato la loro esposizione verso il proprio emittente sovrano al crescere della sua rischiosità: sia per effetto dei fenomeni di *moral suasion*, sia come conseguenza delle opportunità di *carry trade*. Gli stessi autori spiegano invece il generalizzato incremento delle esposizioni domestiche (*home bias*) di tutte le banche (sia dei paesi GIIPS che non) in risposta all'aumentato rischio sistemico percepito, attraverso la volontà di sostituire le esposizioni *cross-border* con asset domestici (*renationalization/fragmentation hypothesis*).⁴

Ulteriori comportamenti di “*risk-shifting*” sono stati descritti da Andreeva e Vlassopoulos (2016). Gli autori osservano che, tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 (quando sono state condotte le operazioni LTRO), gli acquisti di titoli di Stato domestici sono stati maggiori per le banche il cui merito creditizio era già fortemente correlato con quello del loro paese (misurato attraverso i rispettivi *credit default swap spread*). Tale dinamica è, inoltre, risultata più evidente al crescere del rendimento dei bond sovrani domestici (quindi all'aumentare della probabilità di *default* del paese emittente). Con riferimento a quest'ultimo punto, gli autori sottolineano che le banche hanno maggiori incentivi ad aumentare l'esposizione verso i titoli di Stato domestici al crescere sia del loro “legame” con il paese, sia della rischiosità del paese stesso. Le banche caratterizzate da una forte interconnessione con il proprio emittente sovrano non avrebbero dunque incentivo a ridurre la loro esposizione: in caso di *default* sovrano, le banche sarebbero comunque immediatamente (e inevitabilmente) esposte al rischio fallimento a causa della loro forte esposizione a rischi di perdite derivanti da accresciute difficoltà del sovrano debitore a rimborsare i propri creditori, tra cui, significativamente, le banche; in caso contrario – ovvero di assenza di *default* –, le banche potrebbero invece continuare a beneficiare dei maggiori rendimenti derivanti dalla detenzione di titoli di Stato caratterizzati da un premio per il rischio più elevato (*gambling for resurrection*). Ancora, Altavilla et al. (2016) dimostrano che, nei paesi più colpiti dalla crisi, le banche a controllo pubblico e quelle meno patrimonializzate hanno aumentato più di altre banche la detenzione di titoli di Stato domestici al crescere delle tensioni sovrane. Gli autori aggiungono che tale dinamica riflette sia i fattori di *moral suasion*, che la ricerca di maggiori profitti (*search for yield*). Secondo Crosignani (2016), invece, il *risk-shifting* operato dalle banche è legato al livello di patrimonializzazione: le banche con *ratio* patrimoniali inferiori tendono a “legare il proprio destino” a quello del proprio paese trovando maggiore convenienza nel ridurre l'offerta di credito al settore privato e nell'aumentare l'esposizione verso i propri paesi operando

² Si tratta di operazioni di rifinanziamento con durata triennale finalizzate a sostenere l'offerta di credito bancario e la liquidità del mercato monetario dell'eurozona.

³ Nella seconda metà del 2011, l'aumento delle turbolenze all'interno del sistema finanziario ha determinato una forte contrazione degli scambi sul mercato *wholesale*. Le banche europee, in particolare quelle dei paesi più colpiti dalla crisi, hanno avuto difficoltà nel rinnovare i loro debiti in scadenza. Tale circostanza ha spinto le banche a ricorrere in maniera significativa alle operazioni LTRO: ciò ha consentito loro di sostenere il proprio profilo di liquidità (oltre che quello reddituale) e, al tempo stesso, ha incentivato le banche ad aumentare l'investimento in titoli di Stato, potendo così contare su attività facilmente liquidabili da utilizzare in futuro per rinnovare il proprio *funding* qualora le condizioni sul mercato fossero rimaste proibitive (Angelini et al., 2014).

⁴ Si veda, inoltre, Farhi e Tirole (2017).

come “finanziatori di ultima istanza”, sostenendo così la domanda di bond sovrani e consentendo la finanziabilità del debito e il contenimento del suo costo.

Altri autori si sono invece concentrati sugli impatti sull’offerta di credito derivanti dalla preferenza delle banche verso i bond sovrani domestici. Gennaioli et al. (2014) affermano che, in caso di difficoltà finanziarie di un paese, la riduzione dell’offerta di credito al settore privato è tanto più marcata quanto più è elevato l’ammontare di bond sovrani domestici detenuti dalle banche. Coerentemente, Broner et al. (2014) mostrano che, a partire dal 2010, le banche europee hanno spostato i loro impieghi dal settore privato a quello pubblico. I maggiori acquisti di titoli di Stato hanno quindi determinato una riduzione degli investimenti nell’attività produttiva del settore privato motivata da fattori legati sia alla convenienza economica, sia alla rischiosità sostenuta. Ciò è confermato anche da Popov e van Horen (2013) che evidenziano come le banche maggiormente esposte al debito pubblico dei paesi GIIPS, a partire dalla fine del 2010, abbiano aumentato i finanziamenti in *pool* in misura minore rispetto alle altre banche, suggerendo così un impatto negativo sull’offerta di credito.

I comportamenti e i fattori descritti finora sono stati resi possibili anche dai vincoli prudenziali e dall’attuale trattamento regolamentare previsto per le esposizioni sovrane. L’assorbimento patrimoniale sostanzialmente nullo sui titoli di Stato all’interno dell’UE,⁵ rimasto invece “elevato” per gli altri impieghi – soprattutto per quelli alle imprese (diventate più rischiose a causa dello scenario economico avverso) – ha, di fatto, fortemente incentivato tutti i comportamenti descritti.⁶

3. Le esposizioni sovrane delle principali banche italiane: l’analisi dei dati 2018-2024

L’osservazione, nel periodo che va dal 2018 al 2024,⁷ dei valori aggregati delle esposizioni sovrane (domestiche e non)⁸ dei cinque maggiori gruppi bancari italiani⁹ che mettono a disposizione i relativi dati, consente di analizzare le variazioni e la composizione del portafoglio complessivo con riferimento: alla dimensione e all’incidenza relativa, alla ripartizione geografica, ai criteri di iscrizione e valutazione adottati. L’orizzonte temporale scelto considera un periodo caratterizzato

⁵ Attualmente, all’interno dell’Unione Europea, il Regolamento UE 575/2013 (“CRR”) e la Direttiva 2013/36/UE (“CRD”), che recepiscono e attuano le disposizioni previste dagli accordi di Basilea, consentono alle autorità nazionali di vigilanza di fissare in maniera discrezionale una minore ponderazione di rischio per le esposizioni sovrane denominate e finanziate nella moneta dello Stato emittente. In particolare, ai fini dell’applicazione del metodo standardizzato, le autorità della UE hanno posto pari a zero la ponderazione di rischio, a prescindere dal rating esterno. Ponderazione da applicare alle esposizioni verso soggetti sovrani denominate e finanziate nella moneta dello Stato membro corrispondente (CRR, art.114 comma 4) e anche – fino al 31 dicembre 2024 – alle esposizioni di questo tipo denominate e finanziate nella moneta di qualunque altro Stato membro. L’idea è stata quindi quella di mettere un coefficiente pari a zero per tutti i bond sovrani della UE, non solo per quelli della zona euro. Questa scelta, perciò, ha – sotto il profilo regolamentare prudenziale – azzerato il rischio per qualunque titolo di Stato dell’Unione Europea (BRI, 2013). Nel dettaglio, l’articolo 114 della CRR prevede la conferma di un coefficiente di ponderazione pari a zero per le esposizioni verso la BCE (comma 3) e verso le banche centrali e i *bond* delle amministrazioni centrali dei paesi membri emessi in valuta nazionale (comma 4).

⁶ Si vedano Bonner (2016) e Kirschenmann et al. (2017).

⁷ L’analisi prende in considerazione tutti i periodi contabili disponibili finora che presentano l’attuale classificazione delle attività finanziarie secondo l’IFRS 9. Ciò consente una adeguata comparabilità dei dati.

⁸ Riferite all’attività bancaria (e non a quella delle imprese di assicurazione) e composte da titoli obbligazionari emessi dai governi centrali e locali e da enti governativi, nonché dai finanziamenti erogati agli stessi, così come comunicati in bilancio secondo quanto richiesto dalla Comunicazione CONSOB DEM/11070007 del 5 agosto 2011, nonché dalla lettera pervenuta agli emittenti bancari quotati datata 31 ottobre 2018.

⁹ Che rappresentano complessivamente circa il 69% del totale attivo e il 76% della raccolta diretta di sistema a fine 2024.

da eventi che hanno impattato significativamente sui fabbisogni finanziari dello Stato – e quindi anche sul debito pubblico “sottoscrivibile” dal sistema finanziario – e sulle scelte strategiche delle banche relative agli impieghi e al profilo di rischio.

3.1. L'andamento dei volumi e la composizione geografica

Figura 1 – *Esposizioni sovrane complessive: andamento e volumi del portafoglio, mld/€*



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

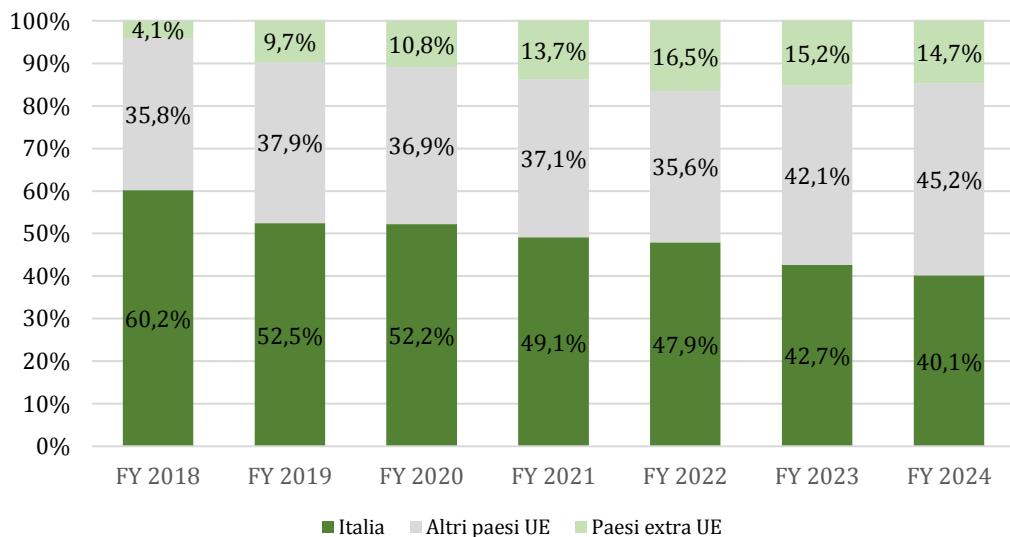
In termini assoluti il portafoglio delle esposizioni sovrane delle banche considerate evidenzia una tendenziale stabilità fino al 2021 per poi registrare un forte calo nel 2022 (-16,2%),¹⁰ anno in cui alcuni elementi esogeni hanno contribuito (in aggiunta agli effetti di alcune operazioni di ricomposizione delle attività finanziarie da parte di alcune banche) ad un tendenziale ridimensionamento del portafoglio (figura 1). Tali elementi hanno a che fare sia con le spinte inflazionistiche osservate tra il 2020 e il 2022 (determinate prima dalla crisi pandemica e, poi, dagli effetti delle tensioni geopolitiche globali); sia, in parte, con la conseguente inversione della politica monetaria.¹¹ Nel dettaglio, si tratta: della sensibile riduzione delle emissioni nette di titoli

¹⁰ +3,4% nel 2019; +1,6% nel 2020; -1,5% nel 2021.

¹¹ A tal proposito si evidenzia che – dopo l'ampliamento delle misure espansive di politica monetaria, tra il 2020 e il 2021, resosi necessario per far fronte agli impatti della pandemia – nel 2022 la BCE ha adottato una politica monetaria restrittiva che ha previsto l'abbandono di alcune misure di sostegno adottate all'indomani dell'inizio della pandemia, oltre che un progressivo e sostenuto aumento dei tassi di interesse di riferimento. Si veda Tutino et al. (2024).

pubblici italiani rispetto all'anno precedente (da 81 a 25 mld/€);¹² del progressivo rialzo dei tassi di interesse che ha determinato un calo del valore di mercato dei titoli pubblici italiani; della minore necessità di incrementare l'insieme di asset utilizzabili come *collateral* per accedere alle operazioni di rifinanziamento della BCE.¹³

Figura 2 – *Esposizioni sovrane complessive: composizione geografica del portafoglio*



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

La ripresa osservata tra il 2023 e il 2024 (+24,7%) è invece essenzialmente legata all'incremento di titoli emessi da altri paesi dell'UE (+43,4%), con i titoli di Stato italiani che registrano solo un lieve incremento nel biennio (+4,5%), che risente delle cessioni nette effettuate nonostante il rialzo del valore di mercato osservato e le maggiori emissioni nette (che passano da 25 mld/€ del 2022, a 100 mld/€ del 2023 e a 112 mld/€ del 2024) legate al maggiore fabbisogno finanziario delle amministrazioni pubbliche.¹⁴ Ciò determina a fine 2024 un netto calo dell'incidenza delle esposizioni sovrane verso l'Italia (pari al 40,1%, -7,8 pp dal 2022 e -20,1 pp dal 2018), a vantaggio di quella verso gli altri paesi dell'UE (che passa dal 35,6% del 2022 al 45,2% del 2024). Tra il 2018 e il 2024 si osserva dunque una maggiore e progressiva diversificazione del portafoglio esposizioni sovrane, con una quota di impieghi domestici in calo (figura 2). Le ragioni del trend osservato possono essere trovate nel significativo dimensionamento del portafoglio di titoli di Stato italiani registrato dopo la crisi del debito sovrano del 2011, che ha fortemente esposto le banche agli impatti negativi, sia patrimoniali che economici, derivanti dalla volatilità

¹² Le misure governative per supportare l'economia durante la crisi pandemica hanno determinato un forte incremento del fabbisogno finanziario degli Stati. In Italia, le emissioni nette di titoli pubblici sono passate da 50 mld/€ nel 2019 a 145 mld/€ nel 2020, per poi diminuire a 81 mld/€ nel 2021 e 25 mld/€ nel 2022.

¹³ Si veda Banca d'Italia (2023, pp.170-189).

¹⁴ Si veda Banca d'Italia (2024, pp. 146-148 e p. 179; 2025, pp. 141-143 e p. 171).

dei rendimenti sul mercato (*spread Btp-Bund*). Tale scenario ha sicuramente spinto le banche a “ottimizzare” i volumi e la composizione geografica del proprio portafoglio di esposizioni sovrane cercando di conservare, allo stesso tempo, il loro ruolo di supporto alla copertura dei fabbisogni finanziari delle amministrazioni pubbliche.

3.2. La classificazione contabile

La portata degli impatti in bilancio di variazioni del valore delle esposizioni sovrane (come per tutte le esposizioni creditizie) è legata anche al criterio di valutazione utilizzato:

- per le categorie di attività valutate al *fair value* (“con impatto a conto economico”,¹⁵ o “con impatto sulla redditività complessiva”¹⁶) c’è un collegamento diretto tra gli andamenti del mercato e la valutazione delle attività stesse in bilancio;
- per la valutazione condotta secondo il criterio del “costo ammortizzato”, gli andamenti del mercato non hanno invece conseguenze dirette sulla valutazione in bilancio. In questo caso le ripercussioni sul conto economico ci sono solo nel momento in cui l’*impairment test* eseguito in fase di valutazione dei titoli rileva eventuali perdite in conto capitale e/o in conto interessi in grado di diminuire i futuri flussi di cassa attesi; circostanza che può verificarsi, ad esempio, nel caso di una elevata probabilità di ristrutturazione del debito o di *default* dell’emittente sovrano.

Pertanto, una eventuale perdita di valore dei titoli di Stato detenuti (o altre esposizioni sovrane) ha ripercussioni diverse in base al tipo di valutazione utilizzata: se i titoli sono detenuti dalla banca con l’intenzione di portarli fino a scadenza, un innalzamento dei rendimenti sul mercato non ha ripercussioni immediate sul conto economico (a meno che non ci sia una concreta possibilità di ristrutturazione del debito o di *default* dell’emittente); al contrario, se i titoli sono detenuti per scopi di negoziazione nel breve periodo, oppure con l’obiettivo sia di raccolta dei flussi finanziari contrattuali previsti che di vendita, l’impatto sarà diretto e immediato.¹⁷

La classificazione contabile delle esposizioni sovrane delle banche analizzate mostra una crescente incidenza tra il 2018 al 2023 della quota valutata al costo ammortizzato, passando dal 38,7% al 62,3% (figura 3). Ciò è osservabile guardando distintamente il portafoglio delle esposizioni sia verso l’Italia (figura 4) che verso il resto del mondo (figura 5). Nel dettaglio, i dati mostrano comunque una incidenza della quota valutata al costo ammortizzato strutturalmente superiore per il portafoglio delle esposizioni italiane, in ulteriore crescita anche tra il 2023 e il 2024 attestandosi al 71,7% (+1,9 pp dal 2023 e +26,8 dal 2018). Guardando invece alle sole esposizioni valutate al *fair value*, emerge una significativa differenza tra il portafoglio “con impatto sulla redditività complessiva” e il portafoglio “con impatto a conto economico”: seppure entrambi in sensibile riduzione, il primo conserva un’incidenza comunque significativa (39,1% a fine 2024

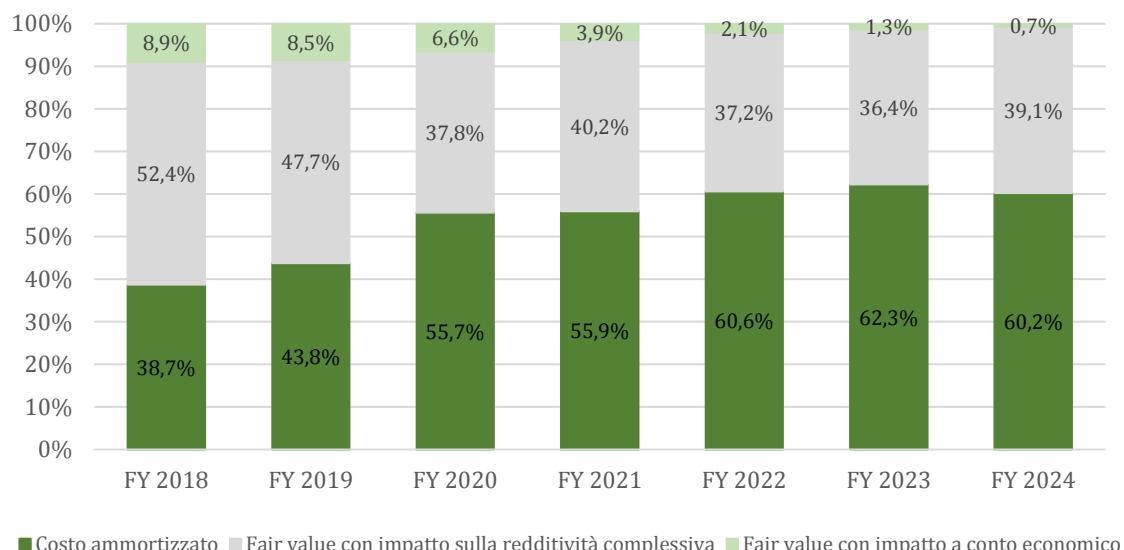
¹⁵ Si tratta delle attività finanziarie detenute con l’obiettivo di realizzare flussi finanziari mediante la vendita delle stesse. La voce include, inoltre, anche le attività: i) per il quale si è deciso di esercitare (irrevocabilmente) la “*fair value option*”; ii) che non rientrano nelle altre classificazioni previste (categoria residuale). I risultati della valutazione sono imputati direttamente a conto economico nelle voci “risultato netto dell’attività di negoziazione” e “risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico”.

¹⁶ Si tratta delle attività finanziarie (con flussi finanziari rappresentati unicamente da pagamenti del capitale e interessi) detenute con l’obiettivo sia di incassare i flussi di cassa che di venderle. Al momento della dismissione dell’attività, gli utili o perdite cumulati (in una riserva di patrimonio) vengono registrati a conto economico.

¹⁷ Per ulteriori approfondimenti si veda Tutino (2019).

per il portafoglio complessivo), mentre il secondo registra nel tempo una incidenza sempre più marginale (fino ad arrivare allo 0,7% di fine 2024 per il portafoglio complessivo).

Figura 3 – Esposizioni sovrane complessive: composizione contabile del portafoglio



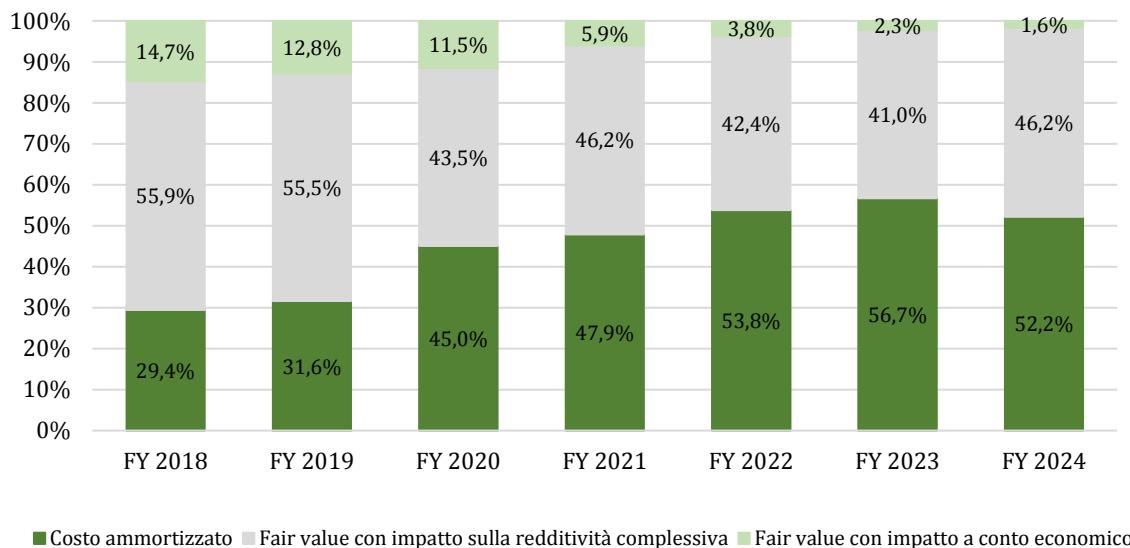
Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

Figura 4 – Esposizioni sovrane verso Italia: composizione contabile del portafoglio



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

Figura 5 – *Esposizioni sovrane verso il resto del mondo: composizione contabile del portafoglio*



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

Quanto finora osservato trova spiegazione nella volontà (e necessità) da parte delle banche di ridurre i potenziali impatti negativi – sia sul conto economico che sul patrimonio – delle variazioni di valore avverse dei titoli di Stato detenuti. Va ricordato, infatti, che per le attività finanziarie valutate al *fair value*, variazioni avverse delle variabili di mercato determinano utili o perdite che derivano sia dalle valutazioni di fine periodo, sia dai prezzi di vendita. Diversamente, il valore delle esposizioni valutate al costo ammortizzato, essendo detenute con l’obiettivo di raccolta dei flussi finanziari contrattuali fino a scadenza, non risentono delle valutazioni di fine periodo legate ai rischi di mercato.¹⁸ Tale differenza – in periodi di instabilità economica (con aumento del rischio sovrano) e turbolenza sui mercati, con implicazioni sistemiche – rappresenta una leva strategica importante per le banche nella gestione del proprio portafoglio di esposizioni sovrane che consente di ridurre l’impatto legato alle variazioni di valore dei titoli dovute alla volatilità dei rendimenti (o alla variazione dei tassi di riferimento) sul mercato.

3.3. L’incidenza in bilancio

L’incidenza delle esposizioni sovrane nei bilanci delle banche italiane – pur confermandosi strutturalmente elevata – mostra una progressiva riduzione tra il 2018 e il 2022, sia con

¹⁸ Va tuttavia evidenziato che, come emerso a seguito delle crisi delle banche americane del marzo 2023, l’utilizzo di esposizioni classificate valutate al costo ammortizzato tra le *High Quality Liquidity Assets* dell’indicatore regolamentare *Liquidity Coverage Ratio* – considerate come *buffer* per far fronte ai deflussi di cassa netti stimati nei successivi 30 giorni in condizioni di stress – determina comunque la presenza di un rischio per la copertura di fabbisogni di liquidità imprevisti a causa della presenza di potenziali perdite non realizzate derivanti (soprattutto in uno scenario di instabilità) da differenze tra il valore delle attività in fase di vendita e quello di bilancio (si veda Borio et al., 2023, pp. 17-18).

riferimento al portafoglio complessivo delle attività finanziarie (-11,3 pp; figura 6) che al patrimonio netto (-40,1 pp; figura 7); per poi aumentare tra il 2023 e il 2024, anche se su livelli più contenuti e lontani da quelli osservati nel 2018.

La progressiva riduzione registrata tra il 2018 e il 2022, oltre a riflettere quanto già osservato con riferimento ai valori assoluti dei volumi del portafoglio (paragrafo 3.1), mette in evidenza la strategia di aumento del grado di diversificazione del portafoglio di attività finanziarie perseguita dalle banche: mentre tra il 2018 e il 2021 i valori assoluti delle esposizioni sovrane mostrano un andamento tendenzialmente stabile, l'incidenza di tale aggregato sulle attività finanziarie complessive (comunque in tendenziale crescita¹⁹) registra un progressivo calo che testimonia l'incremento delle risorse impiegate in altri strumenti. Inoltre, anche guardando alla crescita dell'incidenza tra fine 2022 e fine 2024 (+4,4 pp) – determinata in questo caso essenzialmente dall'aumento delle esposizioni verso altri paesi UE, e non da quelle domestiche – si osservano nel 2024 percentuali, sia con riferimento alle esposizioni sovrane complessive (52,2%) che a quelle verso l'Italia (20,9%), comunque nettamente inferiori rispetto a quelle del 2018 (pari rispettivamente al 59,1% e al 35,6%). Ciò è vero anche se si osserva l'incidenza in rapporto al patrimonio netto: l'incremento dei volumi delle esposizioni sovrane detenute (+11,3% tra il 2018 e il 2024) determina una percentuale di incidenza comunque inferiore rispetto ai livelli del 2018 (166,7% vs 185,3%), in questo caso riconducibile alla progressiva crescita dei mezzi propri (+23,8% tra il 2018 e il 2024).

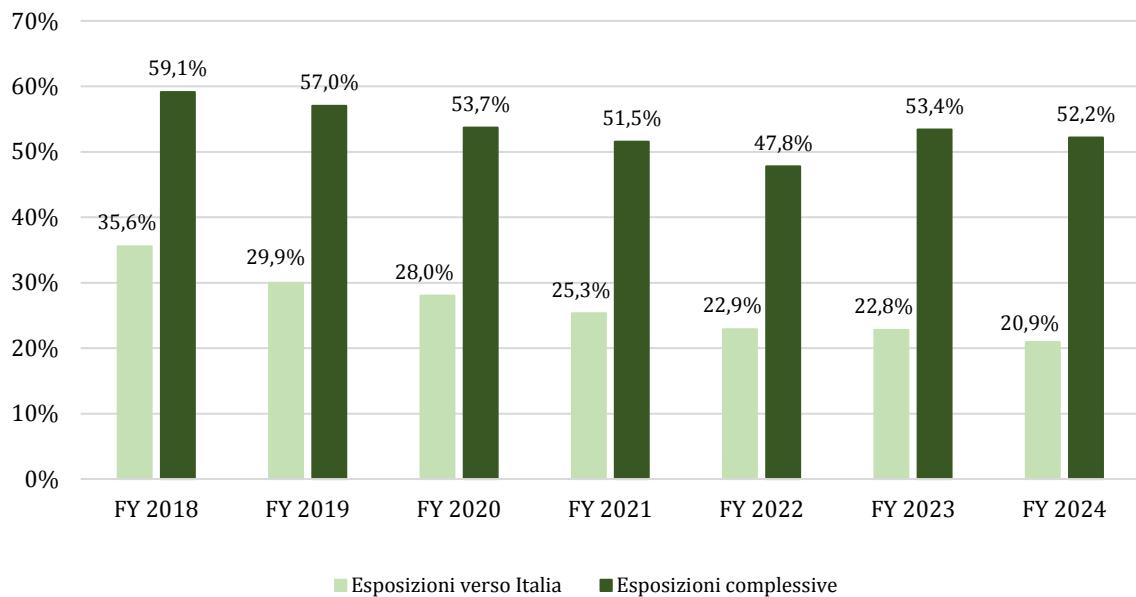
Un altro aspetto di rilievo riguarda invece il confronto tra esposizioni sovrane detenute e finanziamenti verso clientela (figura 8). Va ricordato, infatti, come osservato in letteratura (paragrafo 2), che diversi fattori sono in grado di incentivare l'accumulo di bond sovrani e determinare effetti negativi sull'offerta di credito. I dati evidenziano, tuttavia, un rapporto tendenzialmente stabile se si guarda alle esposizioni sovrane complessive, in calo solo nel 2022 per effetto della riduzione dei volumi di quest'ultime maggiore rispetto al rallentamento dei finanziamenti verso clientela in essere,²⁰ riconducibile a fattori legati sia all'offerta che alla domanda.²¹ Il rapporto che considera solo le esposizioni domestiche mostra invece un trend di riduzione più marcato, passando dal 13,7% di fine 2018 al 10,1% di fine 2024. Diversamente, se si considera il totale delle attività finanziarie (anziché le sole esposizioni sovrane) in rapporto ai finanziamenti verso clientela, si può osservare una significativa crescita tra fine 2018 e fine 2024, passando dal 38,5% al 48,1%. Ciò evidenzia come, nel periodo considerato, le banche italiane non abbiano “sostituito” il credito all'economia con bond sovrani domestici ma, piuttosto, con altre attività finanziarie, perseguendo un graduale processo di diversificazione dei propri impegni.

¹⁹ Le attività finanziarie mostrano complessivamente una crescita tra il 2018 e il 2024 (+7,2%), osservando una parziale riduzione solo nel corso del 2022 (-7,2%).

²⁰ I finanziamenti verso clientela del campione considerato registrano il seguente andamento: +1,6% nel 2019; +3,7% nel 2020; +2,2% nel 2021; -0,2% nel 2022; -4,1% nel 2023; -1,9% nel 2024.

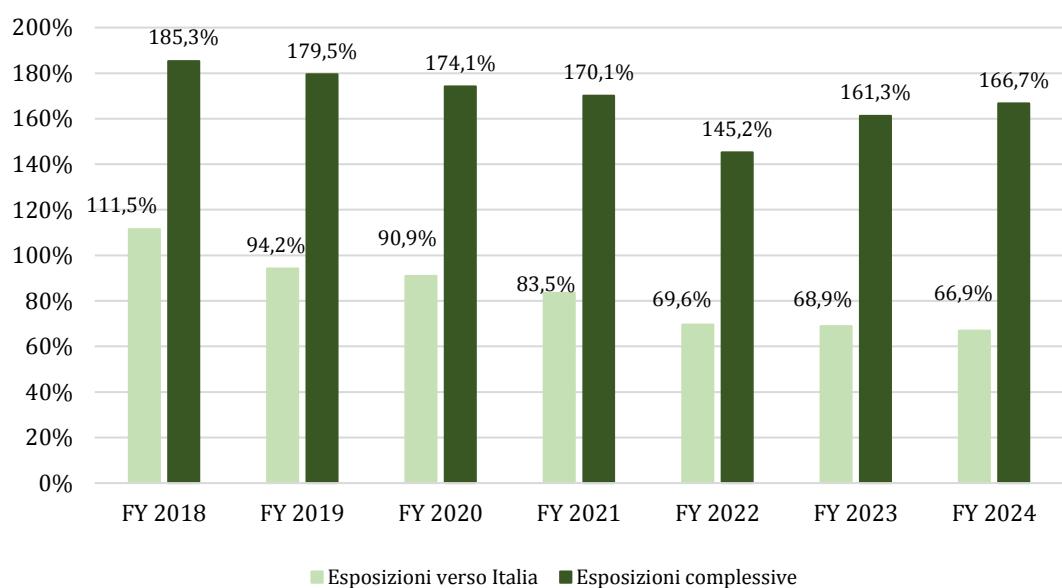
²¹ A partire dal 2022 si è osservata una maggiore selettività nelle politiche di credito delle banche e una minore domanda di imprese e famiglie, su cui ha pesato anche l'aumento del costo del credito determinato dal rialzo dei tassi. Nel periodo precedente, tra il 2020 e il 2021, nonostante il peso delle significative incertezze determinate dall'andamento congiunturale sulla domanda e sull'offerta di credito, i volumi dei finanziamenti verso clientela hanno beneficiato: i) dell'esigenza, all'indomani dell'inizio della pandemia, di coprire i fabbisogni di liquidità di famiglie e imprese; ii) della successiva erogazione di finanziamenti assistiti da garanzia dello Stato, introdotti nell'ambito delle iniziative governative di supporto all'economia. Per ulteriori approfondimenti si veda Banca d'Italia (2023, pp. 167-168; 2024, pp. 172-178).

Figura 6 – Incidenza delle esposizioni sovrane sul portafoglio delle attività finanziarie



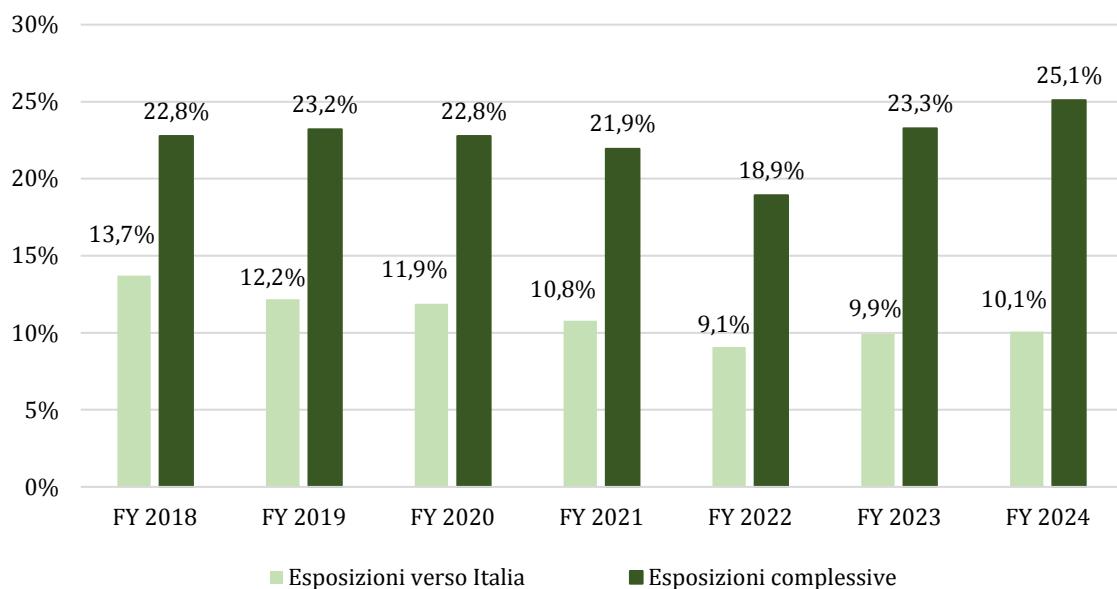
Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

Figura 7 – Incidenza delle esposizioni sovrane sul patrimonio netto



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

Figura 8 – Rapporto tra esposizioni sovrane e finanziamenti verso clientela



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio consolidato.

4. Riflessioni e ulteriori interrogativi

Le considerazioni finora riportate riescono ad offrire una prima idea dell'importanza della dimensione delle esposizioni sovrane nell'operatività bancaria. Tuttavia, la comprensione del loro ruolo non può prescindere dall'analisi dei tanti e significativi aspetti rappresentativi del perimetro all'interno del quale il sistema bancario svolge le proprie funzioni. Ovvero, da un lato, il quadro economico-finanziario globale, il fabbisogno finanziario degli Stati e delle altre amministrazioni pubbliche che ricorrono al debito, le politiche monetarie, le scelte regolamentari sull'attività delle banche; dall'altro, i rischi di credito e di mercato sostenuti dalle banche e le loro strategie di impiego.

I dati esposti fin qui hanno dunque importanza relativa: sono utili per approfondire l'andamento e la composizione del portafoglio di esposizioni sovrane delle maggiori banche italiane; ma rimane indispensabile la necessità di riflessioni di maggiore profondità e ampiezza in grado di guardare oltre il tema dei rapporti tra "rischio sovrano" e "rischio banche". In prima battuta, va richiamato in proposito l'obiettivo di stabilità del sistema economico-finanziario nel suo complesso. Che, come è noto, dipende da diversi fattori. Tra essi, ha un peso anche l'equilibrio aziendale dei singoli intermediari bancari. Il loro equilibrio va perseguito su più piani: reddituale, finanziario, patrimoniale, di rischiosità. E hanno un peso anche gli equilibri di sistema entro cui le banche – e non solo esse – operano: fra gli altri, la sostenibilità delle finanze pubbliche e dei conti con l'estero; e il contesto politico, economico e sociale del paese. Tutti aspetti che sottendono – all'interno dell'"economia del debito" che caratterizza fortemente i rapporti economico-sociali del nostro tempo – ad un altro obiettivo di sistema: la necessità di continuare a dare copertura

finanziaria al debito pubblico, a prescindere da quali possano essere i livelli di indebitamento considerati sostenibili o “accettabili” di tempo in tempo.²²

In tale scenario – e considerati i dati esposti in precedenza – è dunque necessario chiedersi, con riguardo alle specifiche tematiche considerate in queste pagine, almeno quanto segue:

- i) come individuare la quota ottimale di esposizione del sistema bancario rispetto all’ammontare complessivo del debito pubblico;
- ii) in quale misura potrebbero essere posti limiti inferiori alla quota di raccolta che le banche dovrebbero obbligatoriamente indirizzare verso titoli pubblici per contribuire a dare copertura ai fabbisogni finanziari dello Stato. Dunque, se, e in quale misura, imporre regole volte a definire vincoli di portafoglio alle banche.

La risposta difficilmente potrebbe essere trovata nell’applicazione di rigidi limiti regolamentari che guardino alla composizione dell’attivo. O, su un piano diverso, al dimensionamento dei requisiti patrimoniali.²³ L’attenzione andrebbe piuttosto orientata verso l’utilizzo di politiche di impiego e di rischio che riescano a salvaguardare la stabilità sia delle singole banche, che del sistema finanziario ed economico complessivo. Tali politiche potrebbero passare dall’individuazione – di volta in volta, nel tempo – di un corretto e bilanciato dimensionamento dei portafogli sovrani che sia in grado di garantire alle singole banche anche il conseguimento di più obiettivi di gestione:

- i) disporre di un sufficiente *buffer* di strumenti facilmente liquidabili (anche per soddisfare il requisito del *Liquidity Coverage Ratio*) da utilizzare come forma di impiego a breve termine o come *collateral* nelle operazioni di raccolta;
- ii) trarne un contributo positivo e stabile alla redditività, secondo una logica “addizionale” rispetto ai ricavi che le banche traggono dall’esercizio dell’attività di finanziamento dell’economia e dall’erogazione di servizi;
- iii) mantenere un livello di rischio di credito e un livello di rischio di mercato che siano coerenti con il modello di business e con gli obiettivi di rischio-rendimento individuati dalla singola banca all’interno di strategie scelte in quanto perseguitibili anche in termini di mantenimento, di tempo in tempo, degli equilibri aziendali di fondo. Ciò non può ovviamente tradursi in una “soglia” o in altri riferimenti di incidenza massima del peso delle esposizioni sovrane sul bilancio delle banche;²⁴ ma potrebbe – o dovrebbe – rappresentare un possibile – in quanto sostenibile – “criterio-guida” a cui attenersi nel momento in cui si esprime un giudizio sull’adeguatezza della singola banca in termini di esposizione al rischio sovrano.

Tale “criterio-guida” dovrebbe inoltre tenere presente gli altri principali elementi esogeni che condizionano l’attività bancaria: su tutti, la politica monetaria e la regolamentazione. Con riferimento alla prima, basta ricordare come l’andamento della domanda e del valore dei titoli di Stato sia funzione – oltre che, come per le altre attività finanziarie, dei tassi di interesse di

²² Per ulteriori approfondimenti si veda Tutino (2023).

²³ Si vedano: Tutino e Mosca (2017, 2018).

²⁴ A tal proposito, è utile ricordare, che le proposte di forme di limitazione delle esposizioni sovrane originano anche da aspetti più “politici”. Il riferimento è alla presa di posizione di alcuni paesi europei (quelli finanziariamente più solidi) che hanno richiesto l’introduzione di simili regole come condizione per il completamento del terzo pilastro dell’Unione bancaria (armonizzazione degli schemi di garanzia dei depositi). Il principio si basa sulla convinzione che un sistema di garanzia unico dei depositi non possa essere realizzato se prima non viene ridotta la rischiosità dei singoli sistemi bancari, alimentata in parte anche dalla rilevante esposizione ai debiti sovrani.

riferimento definiti dalla banca centrale – dell'effetto delle operazioni di rifinanziamento: che determinano la necessità per le banche di detenere asset da utilizzare come garanzia verso la banca centrale che le rifinanza; nonché della necessità di quest'ultima di avviare e realizzare programmi di acquisto di titoli pubblici finalizzati a stabilizzare i mercati e a preservare la corretta trasmissione della politica monetaria. Con riferimento invece a eventuali interventi sulla regolamentazione, è utile sottolineare come eventuali cambiamenti normativi che fossero volti ad aumentare i presidi patrimoniali delle banche e/o a ridurne l'esposizione nei confronti dei titoli di Stato, ridefinirebbero, evidentemente, la portata del grado di supporto del sistema bancario in veste di "finanziatore" del debito pubblico.

Ne consegue che considerare "eccessivo" (o, al contrario, "ridotto") il livello di esposizione di un sistema bancario al rischio sovrano guardando esclusivamente, ad esempio, a uno o più degli indicatori utilizzati in questo lavoro, potrebbe risultare significativamente un esercizio parziale e non esaustivo. Il "giudizio" deve, invece, tenere in considerazione sia la dimensione, la composizione e i nuovi fabbisogni del debito pubblico; sia le caratteristiche economico-finanziarie e patrimoniali degli equilibri di gestione delle singole banche. Sia, infine, le caratteristiche d'insieme di ciascun singolo sistema finanziario nazionale, nonché i modi e i dati dei suoi collegamenti e delle sue interconnessioni nel tempo con tutti gli altri sistemi finanziari nazionali. Ricordando nel contempo, ovviamente, che i sistemi finanziari dei singoli paesi che hanno scelto la via della liberalizzazione dei movimenti dei capitali finanziari sono sistematicamente collegati. E, sul piano dei rendimenti finanziari dei capitali investiti e sul piano dei costi dei debiti contratti, fortemente correlati.

In breve, guardando all'Italia – paese caratterizzato da elevata incidenza del debito pubblico sul PIL, con un sistema finanziario bancocentrico – il ruolo di supporto delle banche ai fabbisogni finanziari dello Stato appare strutturalmente più significativo e anche più elevato in termini percentuali di sostegno, rispetto a quanto si rileva in altri paesi europei. Pertanto, a parità di volumi di debito pubblico da finanziare, minori sottoscrizioni da parte delle banche richiederebbero maggiori interventi da parte di altri investitori, con il rischio di: i) una maggiore esposizione verso operatori potenzialmente caratterizzati da una domanda di investimento più "instabile" (come, ad esempio, fondi o intermediari esteri); ii) l'assenza di sufficienti investitori sostitutivi, con conseguenti difficoltà di finanziamento del debito pubblico e impatti anche sulla sua rifinanziabilità e sul suo costo. Inoltre, in un contesto, come quello attuale, di necessario contenimento dei debiti e dei deficit statali, eventuali difficoltà di finanziamento (e rifinanziamento) del debito pubblico rappresenterebbero una difficoltà aggiuntiva nelle scelte di politica economica, con l'evidente rischio di concreti impatti negativi sia economici che sociali: si pensi, in particolare, all'importanza del livello degli investimenti pubblici in campi come l'assistenza sanitaria, le pensioni, il welfare.

Va aggiunta poi un'altra considerazione. Le banche – come già osservato – sono imprescindibilmente e significativamente esposte per loro natura al rischio sovrano: che – anche attraverso il ruolo di canale di trasmissione assunto dai titoli di Stato (e dalle altre esposizioni) – impatta trasversalmente sia sull'attività di impiego che di raccolta delle stesse banche, condizionando la gestione di tutti i rischi tipici dell'attività bancaria.

Pertanto, occorre chiedersi se abbia effettivamente senso interrogarsi sulla eventuale futura presenza di un limite massimo che una banca dovrebbe osservare nel dimensionamento del proprio portafoglio di esposizioni sovrane (soprattutto domestiche): come se l'individuazione e il rispetto di quest'ultimo limite potessero rendere la banca in grado di contenere effettivamente gli impatti negativi di shock derivanti da eventuali, future, tensioni sulla sostenibilità del debito pubblico, con tutte le ricadute sull'equilibrio economico e finanziario del paese che queste

comportano. Ricadute che, evidentemente, il sistema economico finanziario trasmetterebbe anche alle banche.

La dimensione, l'incidenza e la ripartizione geografica dei portafogli sovrani delle banche andrebbero dunque valutate con un approccio bilanciato che guardi sia agli aspetti "microeconomici" – ovvero, al profilo economico, finanziario e patrimoniale delle singole banche – che a quelli "macroeconomici". Questi ultimi includono la composizione e la dimensione del debito pubblico che, come è stato qui ricordato, comprendono anche molti altri aspetti del mondo economico-finanziario nazionale e internazionale. Aspetti che, nel loro insieme, possono sostenere, o rompere, equilibri aziendali di banche e di imprese, equilibri di sostenibilità di bilanci pubblici, equilibri economico-finanziari di persone. Ed equilibri politici internazionali tra Stati sovrani: alcuni in grado di indebitarsi e continuare crescere; altri nell'impossibilità di farlo agli stessi livelli e con la stessa continuità. Con evidenti impatti negativi, in questi ultimi paesi, che ricadono sulle classi e sulle persone con meno – o molto meno – risorse finanziarie per poter continuare a vivere o sopravvivere.

Riferimenti bibliografici

- Acharya V.V., Steffen S. (2015), "The 'greatest' carry trade ever? Understanding Eurozone bank risks", *Journal of Financial Economics*, 115(2), pp. 215-236.
- Altavilla C., Pagano M., Simonelli S. (2016), "Bank exposure and sovereign stress transmission", *ESRB Working Paper Series*, n. 11, maggio, Frankfurt a.M.: European Systemic Risk Board. [Disponibile online](#).
- Andreeva D.C., Vlassopoulos (2016), "Home bias in bank sovereign bond purchases and the bank sovereign nexus", *ECB Working Paper Series*, n. 1977, Frankfurt a.M.: European Central Bank. [Disponibile online](#).
- Angelini P., Grande G., Panetta F. (2014), "The negative feedback loop between banks and sovereigns", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 213, Roma: Banca d'Italia. [Disponibile online](#).
- BRI – Banca dei Regolamenti Internazionali (2013), "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea", in "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno", *Rassegna trimestrale BRI*, Dicembre, pp. 11-12. [Disponibile online](#).
- Banca d'Italia (2023), *Relazione annuale sul 2022*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (2024), *Relazione annuale sul 2023*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (2025), *Relazione annuale sul 2024*, 31 maggio, Roma: Banca d'Italia.
- Battistini N., Pagano M., Simonelli S. (2014), "Systemic risk, sovereign yields and bank exposures in the Euro crisis", *Economic Policy*, 29(78), pp. 203-251.
- Becker B., Ivashina, V. (2018), "Financial repression in the European sovereign debt crisis", *Review of Finance*, 22(1), pp. 83-115.
- Bonner C. (2016), "Preferential regulatory treatment and banks' demand for government bonds", *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(6), pp. 1195-1221.
- Borio C., Farag M., Zampolli F. (2023), "Tackling the fiscal policy-financial stability nexus", *BIS Working Paper*, n. 1090, Basilea: Bank for International Settlements. [Disponibile online](#).
- Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), "Sovereign debt markets in turbulent times: credit discrimination and crowding-out effects", *Journal of Monetary Economics*, 61(Jan), pp. 114-142.
- Crosignani M. (2017), "Why are banks not recapitalized during crises?", *ESRB Working Paper Series*, n. 57, novembre, Frankfurt a.M.: European Systemic Risk Board. [Disponibile online](#).
- De Marco F., Macchiavelli M. (2015), "The political origin of home bias: the case of Europe", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2016-060, Washington (DC): Board of Governors of the Federal Reserve System. [Disponibile online](#).
- Farhi E., Tirole J. (2017), "Deadly embrace: sovereign and financial balance sheets doom loops", *The Review of Economic Studies*, 85(3), pp. 1781-1823.
- Garcia J.A., Gimeno R. (2014), "Flight to liquidity flows in the euro area sovereign debt crisis", *Bank of Spain Working Paper*, n. 1429, Madrid: Banco de España. [Disponibile online](#).
- Gennaioli N., Martin A., Rossi S. (2014), "Banks, government bonds, and default: what do the data say?", *IMF Working Paper*, n. 14/120, Washington (DC): International Monetary Fund. [Disponibile online](#).

- Kirschenmann K., Korte J., Steffen S. (2017), "The zero risk fallacy? Banks' sovereign exposure and sovereign risk spillovers", *ZEW Discussion Papers*, n. 17-069, Mannheim: Centre for European Economic Research (ZEW). [Disponibile online](#).
- Ongena S., Popov A., van Horen N. (2016), "The invisible hand of the government: 'moral suasion' during the European sovereign debt crisis", *ECB Working Paper*, n. 1937, Frankfurt a.M.: European Central Bank. [Disponibile online](#).
- Pagano M. (2016), "The sovereign-bank nexus and the case for European Safe Bonds", *European Economy. Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2016.1. [Disponibile online](#).
- Popov A., van Horen N. (2013), "The impact of sovereign debt exposure on bank lending: evidence from the European debt crisis", *DNB Working Paper*, n. 382, giugno, Amsterdam: De Nederlandsche Bank. [Disponibile online](#).
- Tutino (2019), *Il nuovo bilancio delle banche. Introduzione alla lettura. Percorsi e strumenti di analisi*, in collaborazione con G.C. Brugnoni e M.G. Siena, Roma: Bancaria Editrice.
- Tutino F. (2023), *Dalla parte del debito. Finanza globale e diseguaglianze sociali*, Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino Editore.
- Tutino F., Mosca D. (2017), "Le esposizioni sovrane nei bilanci delle banche europee: quali effetti sistematici dalle proposte di riforma?", *Bancaria*, 73(9), pp. 30-48.
- Tutino F., Mosca D. (2018), "Banche e titoli di Stato: verso un nuovo framework efficacie?", *Bancaria*, 74(6), pp. 60-70.
- Tutino F., Mosca D., Adamini M. (2024), "Inflazione, rialzo dei tassi e bilanci delle banche: intensità degli impatti e fattore tempo", *Bancaria*, 80(2).