

# L'Italia unita? Debito sovrano e lo scetticismo degli investitori \*

Stéphanie Collet °

## Sommario

Questo documento fornisce uno studio empirico di integrazione del debito sovrano e analizza l'evoluzione dei costi del debito sovrano, quando molti paesi si fondono per diventare un "paese unito", o quando la probabilità di un evento del genere esiste. Sulla base di un database originale dei bond pre-italiani, il presente documento mostra l'impatto dell'unificazione dell'Italia sui prezzi dei bond (*titoli di stato*).

L'unificazione d'Italia è stato un processo di lunga durata.

L'analisi mostra che, prima dell'unificazione nel 1862, le obbligazioni emesse dalle parti future del regno hanno reagito in modo idiosincratico. Circa l'integrazione del debito sovrano, questo documento mette in evidenza un aumento significativo del rischio per le obbligazioni a basso rendimento. Attraverso un'analisi dei punti di rottura e di un Modello Bayesiano Fattoriale Dinamico, il documento dimostra che fino a fine degli anni 1860 il mercato finanziario non credeva nell'Unificazione dell'Italia.

JEL Codes: F34, G12, G15, N23

Keywords: State Succession, Unification, Financial History, Sovereign debt, Italy

---

\* Ringrazio sinceramente Kim Oosterlinck per la sua supervisione e impegno. Ringrazio anche Frans Buelens per il suo aiuto e la disponibilità, in particolare per raccogliere i dati. Sono grato all'Università di Anversa Scob centro e il Centre des Archives Economiques et Financières (CAEF) per la raccolta dei dati. Apprezzo i commenti dei partecipanti al Summer 2010 Scuola EHES e il loro modulo di formazione Eurocommonfactor da Martin Uebele, Samad Sarferaz e Ulrich Woitek. Apprezzo i commenti e i suggerimenti di Marc Flandreau, Anne Murphy, Albrecht Ritschl, Peter Sims, Robert Vermeulen, i partecipanti alla London School of Economics PhD workshop, i partecipanti del 2010 Economic History Society di formazione post-laurea, i partecipanti del Comitato economico 2011 History Society Conference annuale, i partecipanti al Meeting 2011 Primavera dei giovani economisti, i partecipanti alla Conferenza 2011 Storia economica annuale e i partecipanti del Consiglio europeo 2011 Historical Society Conference Economics. Il FNRS (Fonds National de Recherches Scientifiques) Fonds e Le Marie-Christine Adam che hanno fornito un utile sostegno finanziario.

° Université Libre de Bruxelles, SBS-EM, 50 av. Roosevelt, CP 114/03, 1050 Bruxelles, Belgio, scollet@ulb.ac.be.

## Introduzione

I Bond sovrani hanno caratteristiche singolari (Eaton e Fernandez, 1995; Shleifer, 2003). Da un lato, data la natura ufficiale dell'emittente, le obbligazioni sovrane sono spesso considerate attività (asset) a rischio libero. Infatti, lo Stato, essendo in grado di aumentare le tasse e di emettere moneta, non può, in teoria, andare in bancarotta. D'altra parte, la capacità reale degli investitori di forzare il risarcimento è estremamente limitata. Uno stato sovrano può decidere unilateralmente di non rimborsare il suo debito, lasciando gli investitori senza alcun ricorso legale. Comprendere le implicazioni di questa situazione paradossale, rappresenta uno delle principali sfide di questo argomento (Eaton e Fernandez, 1995). Per quanto riguarda la capacità dello Stato di rimborsare, la letteratura ha cercato di identificare le macro-economiche (Manasse et al, 2003), le storiche (Eichengreen et al, 2003; Reinhart et al, 2003.) e le istituzionali e politiche cause di default (Kohlscheen, 2004; Van Rijckhegem e Weder, 2004). La Letteratura accademica ha esaminato più approfonditamente le motivazioni di rimborso degli Stati (Bulow e Rogoff, 1989; Mitchener e Weidenmier, 2004 e 2005; Tomz, 2007).

Studi recenti hanno cercato di determinare l'impatto di determinati eventi sui tassi attesi di ritorno sui titoli sovrani. Il ben noto esempio di un evento che turba il corso dei titoli di Stato è la guerra. In effetti, quando scoppia una guerra, i prezzi delle obbligazioni spesso sperimentano cambiamenti bruschi. L'impatto della guerra vari eventi correlati è stato analizzato per la guerra civile americana (Willard et al, 1996; Weidenmier, 2002; Oosterlinck e Weidenmier, 2007), per la Seconda Guerra Mondiale (Frey e Kucher, 2000; Waldenström e Frey, 2004) e per la rivoluzione russa (Landon-Lane e Oosterlinck, 2006). Per periodi più pacifici, le reazioni dei prezzi dei bond a seguito di cambiamenti politici sono stati esaminati. Per esempio, gli effetti sui prezzi delle obbligazioni differiscono tra democrazie e autocrazie (McGillivray e Smith, 2003; Dhillonand Sjostrom, 2009). Come i default potrebbero essere collegati con un ricambio politico (Saiegh, 2004; Bordo e Oosterlinck, 2005; Saiegh, 2005), i cambiamenti politici possono influenzare i prezzi delle obbligazioni sovrane. La reazione dei mercati finanziari nel caso di un'annessione è stata indagata per i debiti Texani (Burdekin, 2006) e Hawaiiani (Burdekin e Laney, 2008). L'ultima documentazione si trova nella svolta del debito delle Hawaii in relazione alla sua annessione una settimana dopo il voto del senato di annessione.

Simile alla annessione, un altro evento può perturbare i mercati obbligazionari sovrani: l'unificazione dello Stato. Questo documento si concentra sulle implicazioni per le obbligazioni di Stato in un paese che affronta la probabilità di unificazione. I debiti sovrani delle entità vecchie verranno probabilmente integrati. Questo studio descrive dettagliatamente l'evoluzione dei prezzi del debito sovrano quando un paese si unifica (o quando esiste una tale probabilità) e si indaga sull'integrazione del debito sovrano. Sconcertante, a dispetto della rilevanza del fenomeno in questione, la scarsità di indagini sull'impatto finanziario determinato dall'unificazione di uno Stato. Poiché il diritto internazionale richiede la continuità di diritti e doveri, il nuovo paese dovrebbe di norma

farsi carico delle obbligazioni sovrane. Tuttavia, esistono le eccezioni come il debito di guerra. L'impatto dell'unificazione dello Stato e l'integrazione del debito sovrano hanno una eco contemporanea ed è regolarmente evocato nei dibattiti sul debito europeo.

Il lavoro analizza l'unificazione d'Italia nel 19° secolo, al fine di studiare come i debiti sovrani hanno reagito alla progressiva unificazione degli Stati (1848-1870) e l'integrazione del debito sovrano (1862-1863). La scelta dell'Italia si basa sulla singolarità della sua storia dell'unificazione. L'Italia fu il risultato della unificazione di sette entità che ebbe luogo gradualmente. Conte ed altri (2003) hanno anche scelto l'Italia per analizzare l'unificazione valutaria (1862-1905) derivata dopo l'integrazione del debito sovrano, concentrandosi sui prezzi del debito sovrano integrato attraverso borse valori regionali. In Italia l'unificazione si distingue per scopi accademici, perché ogni entità ha il suo tasso sui bond e propria storia con eventi non collegati agli altri stati. Fino alla metà del 19° secolo in Italia era costituita da diverse nazioni indipendenti. L'unificazione d'Italia è stata effettuata in modo graduale, pertanto, solo i debiti del territorio che sta per essere unificato saranno influenzati. L'unificazione italiana ha integrato tutti quei diversi debiti sovrani. Ciò offre un'opportunità di studiare l'impatto finanziario dell'integrazione del debito sovrano.

Il resto del capitolo è organizzato come segue. Sezione 1 delinea un contesto storico che portò a breve l'unificazione italiana e all'integrazione del debito sovrano pre-Italia. Sezione 2 si concentra sull'integrazione del debito sovrano che conduce al primo debito sovrano italiano. La sezione 3 presenta i dati e la metodologia econometrica mentre la sezione 4 fornisce i principali risultati e conclude. Sezione 5 stabilisce un parallelo con i problemi del debito sovrano europeo.

## I. Sulla strada per l'Italia

Per comprendere l'integrazione del debito sovrano italiano, un quadro del contesto storico che portò all'unificazione è necessario. In parallelo, questa sezione è dedicata al debito sovrano pre-Italia, emesso dai sette Stati prima dell'unificazione. Eventi occorsi ai singoli Stati pre-Italia sono legati al debito sovrano corrispondente. I diversi livelli di rendimento nelle diverse entità forniscono le condizioni richieste da parte degli investitori a seconda dello Stato. In questo modo, gli Stati con un elevato rapporto debito/popolazione come il Piemonte avevano un tasso superiore per i loro bond. Accanto al livello generale dei rendimenti dei titoli di ciascuno Stato, i movimenti legati ad eventi possono essere individuati nell'evoluzione dei tassi. Prima dell'unificazione, una guerra in Piemonte avrebbe fatto aumentare i rendimenti delle obbligazioni piemontesi, ma nessun impatto negativo sarebbe stato percepito nel Regno delle Due Sicilie. Il contesto internazionale e la storia dell'unificazione d'Italia sono le chiavi per comprendere l'integrazione del debito sovrano italiano.

Nel 1815, il Trattato di Vienna è stato firmato e la dominazione austriaca è stata restaurata nella parte settentrionale d'Italia. Secondo questo trattato, l'Italia doveva essere divisa in diversi territori (vedi Appendice 1): il Regno di Piemonte-Sardegna, Lombardo-Veneto, lo Stato Pontificio, Regno delle Due Sicilie, il Ducato di Parma, il Ducato di Modena e il Ducato della Toscana. La maggior parte di loro sono stati controllati da altre nazioni. I Ducati sono controllati da monarchi (Killinger, CL, 2002, pag 9). Il Lombardo-Veneto era sotto il dominio austriaco. Il Regno di Piemonte-Sardegna era sotto la guida della Casa di Savoia. Gli Stati Pontifici erano controllati da Pio IX e dei Borboni il governo delle Due Sicilie. In questo momento, l'unificazione d'Italia era improbabile alla luce della grande eterogeneità che esisteva tra le entità (Foreman-Peck, 2005). L'Italia è rimasta solo "un'espressione geografica" (Metternich, 1847). Infatti, l'Italia avrà bisogno di tre guerre d'indipendenza per diventare unificata.

L'unificazione italiana, chiamata anche il Risorgimento, è stata promossa inizialmente dal Regno di Piemonte-Sardegna. La prima iniziativa ha avuto luogo durante il 1848-1849 ma non riuscì. La seconda iniziativa ha avuto luogo nel 1859 ed è durata fino al 1861. Dopo la Seconda Guerra d'Indipendenza, l'Italia era quasi unita. Il 17 marzo 1861, l'Italia fu proclamata regno da Vittorio Emanuele II, il nuovo re d'Italia. Solo il Veneto e Roma non erano stati annessi all'Italia infatti Roma era ancora un possedimento papale e il Veneto apparteneva all'Austria. L'unità italiana è stata completata dalla Terza Guerra d'Indipendenza (1866 – 1871). Venezia sarà unita all'Italia il 21 ottobre 1866, dopo la sconfitta austriaca durante la guerra delle Sette Settimane (24/06/1866 – 23/08/1866). L'unificazione italiana sarà finalmente raggiunta quando i francesi si ritirarono da Roma nel settembre 1870. I prossimi due paragrafi evidenziano fatti ed eventi storici che impattano sui tassi delle obbligazionari del debito pre-sovrano italiano, dati utilizzati nell'analisi empirica (vedi Figura 1).

La rivoluzione del 1848 si è svolta separatamente nelle diverse aree italiane (Perrens, FT, 1857, p II). Essa è stata preceduta, all'inizio del 1848 dall'emergere di nuove costituzioni a Napoli, nel Ducato di Toscana, nel Regno di Piemonte-Sardegna e nello Stato Pontificio (Zeller, 1853, p475). Questo ha dato luogo a uno spirito di libertà in tutta Italia. Le insurrezioni iniziarono a Milano nel marzo 1848 e da lì si diffusero rapidamente a Firenze, Modena, Parma, Napoli e Sicilia. Il 23 marzo 1848, Carlo Alberto, re di Piemonte-Sardegna, decise di sostenere la Lombardia nel suo tentativo di diventare indipendente, attaccando gli austriaci che governavano la regione. Nell'agosto del 1848, entrò a Milano con le sue truppe, ma pochi giorni dopo dovette lasciare a causa degli austriaci, guidati dal maresciallo Radetzky (Lubiensky, E., 1852, pp 197-198). Gli attacchi di Carlo Alberto durarono fino alla battaglia di Novara, dove subì una grave sconfitta il 23 marzo 1849 a causa del ritiro delle truppe papali e napoletane. Di conseguenza, Carlo Alberto dovette abdicare in favore del figlio Vittorio Emanuele II (Perrens, FT, 1857, pp 182-215; Lubiensky, E., 1852, pp 330-331), che accettò le condizioni di pace austriache, in particolare di pagare 75 milioni di franchi come indennità di guerra (Zeller, 1853, P511). Pio IX costretto all'esilio il 25 novembre 1848, chiese l'aiuto delle potenze cristiane, al fine di recuperare il suo "trono". La Francia intervenne e lo reinsediò nel mese di aprile 1850 (Perrens, FT, 1857, pp 75-126).

La prima rivoluzione finì, tutti gli ex governanti ripresero possesso del loro territorio e severamente repressero le insurrezioni. Seguirono esecuzioni capitali, la cancellazione delle costituzioni e l'accettazione di un prestito obbligatorio di 300 milioni da parte di Milano. (Zeller, 1853, p506). Garibaldi era un liberale molto coinvolto nella prima e nella seconda guerra di Indipendenza. Il suo fallimento nell'unificare l'Italia durante la Prima Guerra d'Indipendenza e in particolare la sua incapacità di difendere la nuova Repubblica Romana contro le truppe francesi lo costrinsero a fuggire dall'Italia nel giugno 1849. Garibaldi tornò durante la Seconda Guerra d'Indipendenza. Il Piemonte-Sardegna fu l'unica regione a rimanere indipendente, ma una guerra contro l'Austria non era più fattibile in quanto la sconfitta di Novara era ancora viva nelle loro menti e l'indennità di guerra aveva indebolito le sue finanze (Zeller, 1853, pp511-512; Vimercati, C., 1863, pp 17-18). Alla fine del 1852, Cavour divenne primo ministro del Piemonte-Sardegna (Duggan, C., 1984, p 123). Giocò un ruolo importante nell'unificazione italiana entrando nell'alleanza franco-britannica durante la guerra di Crimea in cambio della loro protezione a garanzia dell'indipendenza del Piemonte-Sardegna. Questo gli permise di ripristinare l'immagine del re Carlo Alberto dopo la vittoria nella battaglia della Cernaia e di parlare della situazione italiana e delle minacce provenienti da Austria, dallo Stato Pontificio e dal re di Napoli. Nel 1859, Camillo Benso Cavour presentò un progetto di finanziamento volto a difendere il Piemonte-Sardegna. Un ultimatum (austriaco) che ordinava il disarmo del Piemonte fu respinto da Cavour che convinse Napoleone III ad aiutare il Piemonte-Sardegna per cacciare gli austriaci dal Lombardo-Veneto. La sua strategia ebbe successo. Il 27 aprile 1859, la Seconda Guerra d'Indipendenza scoppiò e dopo due battaglie importanti (Magenta e Solferino), gli austriaci furono sconfitti e lasciarono la Lombardia. Allo stesso

tempo, i monarchi austriaci che controllavano i ducati fuggirono.

Nel luglio 1859, l'imperatore francese Napoleone III offrì la pace all'imperatore d'Austria Francesco Giuseppe, una pace che fu firmata a Zurigo. Per raggiungere l'unificazione italiana Garibaldi concordò con Vittorio Emanuele II di mettere insieme un esercito di volontari che furono detti 'I Mille'. Hanno iniziato liberando la Lombardia (giugno 1859), poi la Sicilia (giugno 1860) e infine Napoli (settembre 1860). Successivamente, Cavour chiese di annettere lo Stato Pontificio e le Due Sicilie, sulla base della volontà del popolo (Zeller, 1853, pp526-527). Nel marzo del 1860, la Lombardia fu trasferita da Napoleone III a Vittorio Emanuele II e la Francia in cambio ricevette le provincie di Savoia e di Nizza. Tutte le regioni del Nord Italia erano state riunificate al Regno di Piemonte-Sardegna. Il Regno Unito di Italia fu proclamato nel marzo 1861 (Killinger, CL, 2002, P117), con Torino come capitale fino al 1865 quando fu sostituita da Firenze.

Table 1: Pre 1863 Italian Bonds

Entities	Converted Amount (million)	Unconverted Amount (million)	Debts on Anvers and Paris Market	Issue Date	Amount (million)	Nominal Value (fr)	Interest	Payback	End Date	Conversion	Data Start Date	Data End Date	Market
The Two Sicilies Kingdom	32.80	0	Naples Bonds	1806	25.6	114	5%, 1st January and July	payback at 114fr	-	Y	01-Jan-47	19-Sep-62	Paris
The Piedmont-Sardinia Kingdom	55.29	8.55	Piedmont Bonds	1834, March 1849, 1850	1.8	1000	4%, 1st January and July	lottery	1870, 1885, 1886	N	01-Jan-47	15-Jan-64	Paris
			Piedmont 1849 Loan	June 1849	45.0	100	5%, 1st January and July	buyback at market price	-	Y	09-Nov-49	02-Jan-63	Paris
			Sardinia 1849 Loan								02-Nov-49	28-Dec-60	Antwerp
			English Piedmont	1851	4.5	various	5%, 1st June and December	lottery	-	N	02-Jan-52	09-Jan-63	Paris
			Sardinia 36Fr Bonds	1844	0.1	36	0%, 1st May and December	lottery	1869	N	Not enough data		
Lombardy-Venetie	7.53	0*	Lombard Bonds	1850	2.0	various	5%, 1st January and July	buyback at market price	-	Y	01-Jan-58	02-Jan-63	Paris
The duchy of Parma	0.56	0*	-										
The duchy of Modène	0.76	0*	-										
The duchy of Tuscany	4.20	1.66	Tuscan Loan 5%	1849	0.8	840	5%, 30th June and December	payback at 924fr	1874	N	Not enough data		
			Italy's Center Bonds	1852	2.5	840	3%, 1st January and July	buyback at market price	-	Y			
			Tuscan Loan 3%										
The Papal States	-	-	Rome Bond Anvers	1831-1857	-	various	5%, 1st June and December	buyback at market price	-	N	01-Jan-47	03-Jan-73	Antwerp
			Rome Bond Paris								01-Jan-47	03-Jan-73	Paris
			Rome Certificate							N	01-Jan-47	03-Jan-73	Antwerp

Sources : Bourse de Paris Cours Authentique seul officiel ; Bourse d'Anvers Cours Officiel ; Compagnies des agents de change 1880, 1881, 1882 ; Courtois 1863, 1878, 1883, Vitu 1864 and Gille 1965.

## II. L'integrazione del debito sovrano

L'unificazione di Stati diversi, molto spesso implica un'immagine comune di detti Stati. L'Italia ha avuto la volontà di essere vista come un paese e non un'espressione geografica come prima. Avere un'immagine comune ha costretto i diversi debiti sovrani a fondersi in un debito comune. Questo è stato il caso per l'Italia. Il 1° gennaio 1863, il debito italiano fu ricondotto a solo pochi fondi dalla conversione dei vecchi fondi emessi dai diversi Stati annessi nei fondi del nuovo Regno italiano Unito (Courtois 1863, p41-48). I nuovi titoli di debito italiani al tasso del 5% e del 3% furono emessi nel mese di luglio 1861. Questi prestiti potevano essere scambiati in parte con i debiti dei paesi annessi fino ad ottobre 1862. Come risultato, la maggior parte <sup>1</sup> dei fondi degli Stati annessi furono convertiti alla pari <sup>2</sup> con titoli del nuovo debito italiano unificato. Informazioni dettagliate su queste singole obbligazioni sono elencate nella Tabella 1. L'importo convertito rappresenta la quantità totale dei debiti convertiti nel 1863 nel primo debito sovrano italiano. I mercati di Parigi e Anversa permettono di identificare una parte principale di tali debiti dei singoli sovrani. Per esempio i Naples bond (*Obbligazioni di Napoli*) rappresentano 25,6 milioni di franchi dei 32,8 milioni di franchi del debito sovrano del Regno delle Due Sicilie. Il valore 25,6 milioni è un valore complessivo per tutti i mercati che emettono Naples bond. La colonna indica se la conversione del debito sovrano è stata effettuata o meno. L'importo non convertito e le ragioni sottostanti sono studiati in questo documento.

Mentre Anversa mantenne gli scambi legati alle varie nazioni separate dalle italiane, il mercato di Parigi riferì la somma complessiva al debito italiano. Informazioni dettagliate sui titoli post-1863 sui mercati di Parigi e Anversa sono presenti nella tabella 2. Tuttavia, il 15% <sup>3</sup> del debito del Piemonte-Sardegna e il 40% <sup>4</sup> del debito toscano non sono stati convertiti (Vitu 1864, P220-227). Ad esempio, il certificato Inglese del Piemonte, chiamato anche Piemonte-Sardegna 1851, non è stato convertito. Un Credito lombardo relativo alle garanzie notarili, nonché due prestiti di Modena e Parma non sono stati anche convertiti. Fatta eccezione per *Piemonte-Sardegna* 1844, 1849, 1850 e 1851, gli altri prestiti scomparvero dalla circolazione sui mercati di Anversa e Parigi. Tre motivi potrebbe aver determinato il rifiuto di anticipare la conversione di alcuni dei prestiti. <sup>5</sup> In primo luogo una parte del debito rappresentato da importi trascurabili <sup>6</sup>. Una seconda ragione per la non conversione è stata una data vicina <sup>7</sup> alla data di scadenza. La maggior parte del debito

1 Piemonte-Sardegna (1819, 1831, 1838, 1841, 1848, giugno 1849, 1853), Napoli e Sicilia (tutte le date di emissione), Toscana (1852, 1859, 1860), Lombardia (tutte le date di emissione), Modena (1818, 1825, 1852, 1859), Parma (1827, 1849, 1859)

2 Le differenze derivanti dai diversi tempi di pagamento delle cedole sono compensate in contanti. Per le obbligazioni napoletana il cambio è fissato a 4,25, per il ducato e il Lombardo-Veneto è fissato allo scambio di 86 C. contro 41/100 della libbra austriaca

3 Questo si riferisce alle seguenti emissioni obbligazionarie del Piemonte-Sardegna: 1834, 1844, marzo 1849, 1850, 1851 nota come l'inglese *Piemonte Certificate*, 1855, 1859 e il 1860

4 Questo si riferisce alle seguenti emissioni obbligazionarie Toscana: 1847, 1849 e 1851

5 Sulla base delle Compagnie degli agenti di cambio 1880-1882, 1863-1883 Courtois, Vitu 1864 e Gille 1965.

6 Importo inferiore a 100.000 franchi.

7 Data di completamento prima del 01/01/1865.

non convertito che presentava queste due prime caratteristiche subito scomparve dai mercati obbligazionari. Infine, le obbligazioni con le caratteristiche della lotteria <sup>ndr</sup> furono spesso lasciate come erano. Il *Prestito Piemonte-Sardegna* del 1844 fornisce un esempio di un tale prestito. Questo prestito di 36 franchi contro 41 franchi rimborsato maggiorato di un premio dipendente dalla lotteria. Nel 1863, questo prestito è stato quotato 55.5 franchi tenendo conto dei premi della lotteria. Allo stesso modo, il Piemonte-Sardegna 1849, 1850 e 1851 erano basati su prestiti lotteria. Questo tipo di prestito è stato fortemente influenzato dai risultati della lotteria e quindi continuarono ad essere commercializzati separatamente.

Debiti della lotteria sono stati esclusi dal campione a causa delle loro caratteristiche uniche. Anche prendendo le serie estratte di dati insufficienti, quattro serie di dati emergono (vedi Figura 1): Due serie Sicilie ("*Obbligazioni Napoli*" e "*Obbligazioni Italia-napoletani*"), il Piemonte-Sardegna della serie ("*Obbligazioni Piemonte*", "*Prestito Piemonte 1849*" e "*l'Italia del 5%*"), il lombardo-Veneto della serie ("*titoli lombardi*" e "*Obbligazioni Italia-veneziani*") e la serie Roma ("*Obbligazioni Roma*").

---

ndr Sono un tipo di Titoli di stato in cui sono rimborsate alcune obbligazioni casualmente selezionate ad un valore superiore al valore nominale del prestito.

Table 2: post 1863 Italian Bonds

Entities	Debts on Anvers and Paris Market	Issue Date	Nominal Value	Interest	Payback	Data Start Date	Data End Date	Market
Italy	Italian Loan 5%	1861	various	5%, 1st January and July	-	09-Aug-61	03-Jan-73	Paris
	Italian Loan 3%	1861	various	3%, 1st April and October	-	Not enough data		
	Italian Line Bonds	1861	various	3%, 1st April and October	-	Not enough data		
	Italy tobacco Bonds	1868	175	-	lottery	01-Jan-69	03-Jan-73	Paris
	Italy-Venetian Bonds					21-Feb-68	03-Jan-73	Antwerp
	Italy-Lombard Bonds					21-Feb-68	03-Jan-73	Antwerp
	Lombard Lines Bonds	1866	500	-	lottery	27-Jul-66	03-Jan-73	Paris
	Italy-Neapolitan Bonds					04-Dec-68	03-Jan-73	Antwerp
	Victor-Emmanuel Loan guaranteed by Italy	1863	500	3%, 1st April and October	lottery	02-Jan-63	03-Jan-73	Paris
	Victor-Emmanuel Loan	1864	500	3%, 1st April and October	lottery	03-Jun-64	11-Feb-70	Paris
The Papal States	Rome Bonds Anvers	1831-1857	various	5%, 1st June and December	buyback at market price	01-Jan-47	03-Jan-73	Antwerp
	Rome Bonds Paris					01-Jan-47	03-Jan-73	Paris
	Rome Certificate					01-Jan-47	03-Jan-73	Antwerp
	Rome Loan	1862	500	3%, 1st January and July	lottery	03-Jan-62	03-Jan-73	Paris
	Pontifical Loan 1860	1860	100	5%, 1st April and October	payback at 100fr	21-Feb-68	03-Jan-73	before 1872 : Antwerp from 1872: Paris
	Pontifical Loan 1866	1866	100	5%, 1st April and October	buyback at market price	30-Apr-69	03-Jan-73	before 1872 : Antwerp from 1872: Paris

Sources : Bourse de Paris Cours Authentique seul officiel ; Bourse d'Anvers Cours Officiel ; Companies des agents de change 1880, 1881, 1882 ; Courtois 1863, 1878, 1883, Vitu 1864 and Gille 1965.

### III. Serie di dati e metodologia

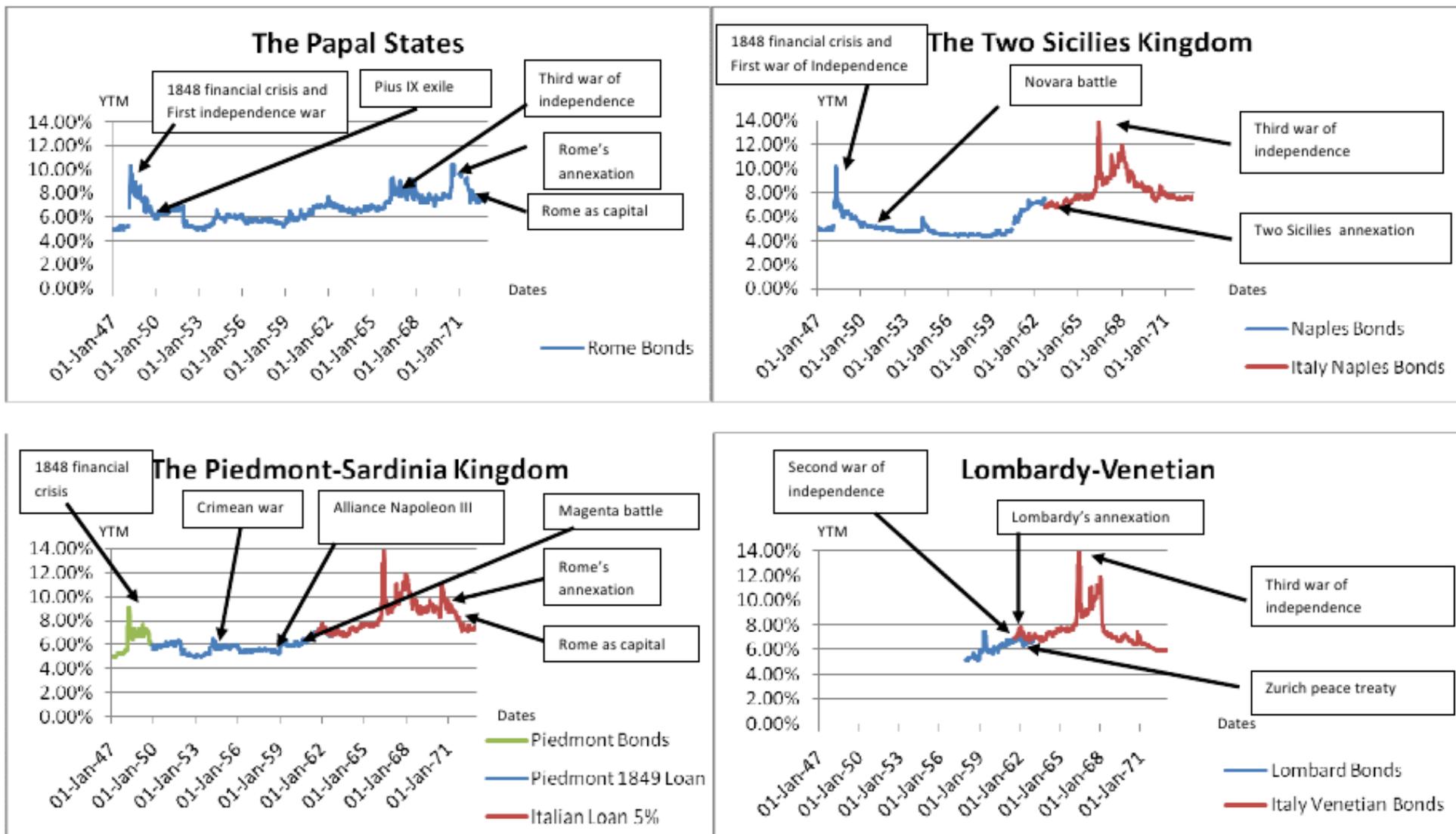
I prezzi del debito sovrano dei diversi enti italiani sono stati raccolti manualmente dagli archivi e sono un database originale. I dati sono costituiti da prezzi settimanali che si estendono dal 1° gennaio 1847 al 3 Gennaio, 1873. Il database di Conte e altri (2003), invece, inizia solo nel 1862, perché essi si concentrano sulla unificazione monetaria, una volta che l'Italia fu unificata. Questo documento raccoglie un database di 26 anni proveniente da due mercati: il mercato di Parigi negli archivi della Borsa ufficiale di Parigi solo Corso Autentico e il mercato di Anversa attraverso degli archivi ufficiali della Borsa d'Anversa. Tali valori sono i prezzi veri di trading. Dopo il 1863, Anversa mantiene gli scambi legati alle varie nazioni italiane separati. L'origine del debito è stato menzionato perché permette la costruzione delle quattro serie separatamente anche dopo l'integrazione debito. Per esempio, il *Corso Ufficiale* menziona "*Italy-Neapolitean*".

Nel complesso, 27 diversi titoli italiani sovrani sono stati negoziati su questi due mercati nel corso del periodo (vedi tabelle 1 e 2). Quattro serie di dati sono stati costruiti (vedi Figura 1) perché rappresentano le quattro più grandi nazioni pre-Italia: le Due Sicilie, Piemonte-Sardegna, Lombardo-Veneto e Stato Pontificio. Anche se alcuni valori sono stati persi, perché furono completati durante la guerra ed i periodi di annessione<sup>8</sup>. I periodi di pace con alcuni valori mancanti sembrano indicare i livelli di trading bassi. Poiché la metodologia richiede dati continui, l'ultimo prezzo di negoziazione viene poi applicato. I prezzi delle obbligazioni sovrane pre-italiane e italiane sono stati convertiti in rendimento a scadenza date le loro caratteristiche. Usando i rendimenti questo documento permette di concentrarsi su altri cambiamenti a lungo termine anticipandone le mosse. Tali rese del debito sovrano saranno oggetto di indagine per identificare i cambiamenti di rendimento grandi e duraturi.

---

8 Tranne la chiusura del mercato di Anversa e Parigi.

Figure 1: The four sovereign bond series



L'obiettivo è quello di indagare come la gente percepisce l'unificazione d'Italia e l'integrazione del debito sovrano. Utilizzando un'analisi empirica sul mercato obbligazionario sovrano permette di leggere gli eventi così come avvenne in quel momento. L'anticipazione avrebbe portato ad un "evento" che poi è successo, ma potrebbe essere anche avvenuto che si è creduto in un evento che non si è verificato, non osservabile dagli storici. Pertanto, per valutare la percezione in quel momento, la metodologia di questo documento si basa su una combinazione di punti di rottura del rendimento del debito sovrano e un Modello Fattoriale Dinamico.

La metodologia dei punti di rottura (Bai e Perron, 1998 e 2003) suppone che la serie tempo segua un processo autoregressivo. Una rottura si verifica quando l'intercetta del processo autoregressivo cambia improvvisamente. Questo cambiamento improvviso nel valore medio rappresenta un cambiamento nella percezione degli investitori in quel momento. L'identificazione di questi spostamenti avviene in due fasi.

In primo luogo, è stata calcolata una successione delle regressioni di rotolamento su dati appartenenti a finestre di 140 giorni. L'analisi di regressione si basa sul processo autoregressivo con cinque<sup>9</sup> ritardi della variabile dipendente.

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{q=1}^5 \beta_q Y_{t-q} + \epsilon_t$$

Dove  $Y_t$  è il rendimento del prestito obbligazionario nel giorno  $t$ ,  $\epsilon_t$  è una componente di errore e  $\beta_1, \dots, \beta_5$  sono i parametri da stimare nella regressione. Il processo viene ripetuto per l'intero periodo: 01/01/1847-01/03/1873. Questa prima fase permette di evidenziare finestre dove è più probabile che accadano i punti di svolta.

In secondo luogo, le equazioni sono state poi ri-stimate in queste finestre aggiungendo una settimana variabile fittizia nell'equazione.

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{q=1}^5 \beta_q Y_{t-q} + \gamma_s D_{st} + \epsilon_t$$

Dove  $D_{st}$  è la variabile fittizia con il valore 1 su e dopo il giorno  $s$  e lo zero prima.  $\beta$  e  $\gamma_s$  sono i parametri stimati dalla regressione. Per ogni finestra, la statistica F-associata ad un Test Wald<sup>ndr</sup> su  $\gamma_s$  viene calcolata e la data che massimizza la statistica fornisce un potenziale punto di svolta. Infine, questo metodo viene ripetuto per ogni vincolo pre-italiano.

Dopo l'identificazione degli spostamenti, il Modello fattoriale dinamico (DFM) estrae il fattore comune componente dalle quattro serie (Geweke, 1977; Arminger e Muthen, 1998). Questo è stato fatto utilizzando un approccio bayesiano (Press, 1979 e 2003; Zellner, 1985) tramite il metodo di campionamento Gibbs (Gelfand e Smith, 1990). DFM

<sup>9</sup> Questo si basa sul criterio di informazioni di Akaike.

ndr Il Wald Test è una prova statistica, usata per esaminare se un effetto esiste oppure no. Cioè esamina se una variabile indipendente ha un rapporto statisticamente significativo con la variabile dipendente.

rappresenta le dinamiche dei processi guidati dai movimenti di variabile latente, chiamata fattore. Le serie di dati sono poi caratterizzate da una componente latente comune che cattura i co-movimenti e una serie specifica componente idiosincronica:

$$Y_{i,t} = \lambda_i f_t + u_{i,t}$$

Quando  $Y_{i,t}$  è la serie di dati,  $f_t$  è la matrice fattoriale latente,  $u_{i,t}$  è la componente idiosincronica che è specifica della serie e  $\lambda_i$  è il peso fattoriale. Il fattore latente cattura le dinamiche comuni del set di dati. In sostanza, la componente comune fattore latente è la misurazione dell'unità d'Italia.

Per  $f_t$  e  $u_{i,t}$  un processo autoregressivo (AR) si presume avente le stesse caratteristiche del processo di AR utilizzato per l'analisi del punto di rottura:

$$f_t = \sum_{q=1}^5 \Phi_q f_{t-q} + v_t$$

$$u_{i,t} = \theta^i u_{i,t-1} + \psi_{i,t}$$

Questo suppone una forma stabile del processo AR. Di conseguenza il modello ricomincia l'analisi fattoriale dinamica ad ogni punto di rottura trovato in precedenza. In questo modo, il DFM fornisce attraverso il fattore di caricamento una misurazione dell'unità d'Italia estraendo il componente comune delle quattro serie di dati italiani.

Di conseguenza il modello ricomincia l'analisi fattoriale dinamica ad ogni punto di rottura trovato precedentemente.

#### **IV. Risultati: unificazione dello Stato e lo scetticismo degli investitori**

Le date di rottura trovate per le Due Sicilie, le serie del Piemonte-Sardegna, di Lombardia-Venezia e di Roma sono elencate in tabella 3. Il segno, la grandezza (in punti base), nonché le possibili spiegazioni sono anche fornite. Gli eventi storici più noti sono presenti nella spiegazione, come guerre o la proclamazione del Regno d'Italia. Tuttavia, alcune pause non sono associate ad un evento e gli eventi storici più importanti risultano essere punti di rottura. Il matrimonio del principe Napoleone e la figlia di Vittorio Emanuele è un esempio.

La tabella mostra l'impatto di ogni guerra di indipendenza sul mercato finanziario. Queste guerre colpiscono i vincoli del soggetto che più coinvolto. Ad esempio, la Seconda Guerra d'Indipendenza iniziata nel Regno Piemonte-Sardegna. Si traduce in un'interruzione di grande ampiezza (vedi i punti di rottura 8 e 10). Dopo, colpisce i bond di Napoli a causa del Trattato di Zurigo, che rafforzò la posizione del Piemonte-Sardegna e indebolì l'influenza di Napoli (cfr. punto di rottura 11). Inoltre, la tabella evidenzia l'impatto della conseguente annessione (vedi punti di rottura 12).

Come ogni entità viene successivamente annessa per creare l'Italia, i debiti sovrani delle Entità sono individualmente interessati dai loro propri eventi storici, separate dalle altre entità. Di conseguenza, la maggior parte delle interruzioni pre-1863 sono "individuali" come i bond reagirono in modo idiosincratico. Ad esempio, quando Cavour stipula due alleanze, una con l'Inghilterra e una con la Francia, solo il prestito Piemonte ha avuto un positivo punto di rottura (cfr. punti di rottura 5 e 7). Queste alleanze con due nuovi alleati potenti rafforzano la posizione del Piemonte-Sardegna. Allo stesso tempo, questo aumento di potenza del Piemonte-Sardegna provoca un punto negativo di rottura per i bond Napoli perché viene visto come una minaccia (cfr. punto di rottura 6). L'alleanza tra la Francia ed il Piemonte è stata suggellata ancora di più quando il principe Napoleone<sup>ndr</sup> ha chiesto di sposare la figlia di Vittorio Emanuele. Ciò ha comportato un cambiamento di atteggiamento tra la Francia e l'Austria (Zeller, J., 1853, pp 516-517). Anche qui, Napoli reagisce in modo opposto (cfr. punto interruzione 9) alle alleanze.

---

ndr Napoleone Giuseppe Carlo Paolo (detto Girolamo) Bonaparte (1822–1891), cugino di Napoleone III sposò Maria Clotilde di Savoia, figlia di Vittorio Emanuele il 30 gennaio 1859. Il matrimonio una delle condizioni poste da Napoleone III per allearsi con il Piemonte (l'altra era la cessione di Nizza e della Savoia). Con questo matrimonio si accresceva il prestigio della famiglia Bonaparte, imparentandola con una delle più antiche dinastie europee.

Table 3: break dates

N°	Break Dates	Naples Bonds	Lombardy Bonds	Piedmont Loan	Rome Bonds	Potential Explanation
1	8/6/1849	-	4		+ 19	French seized Rome and Garibaldi had to flee with his troops.
2	3/8/1849	-	7			Venetia capitulation. This marks the end of the first independence war.
3	14/11/1851				- 8	Unknown
4	23/7/1852			+ 1		Cavour became prime minister.
5	26/1/1855			+ 2		End of the Crimean war where Cavour played an important role. Piedmont-Sardinia entered the alliance between English and French--> Strengthening of Piedmont-Sardinia position. It has new powerful allies.
6	21/9/1855	-	9			
7	11/7/1856			+ 4		
8	14/11/1856			- 58		The predicament of Piedmont against Austria
9	23/9/1858	-	3			On the 23rd of September 1858, the Prince Napoleon asked to marry Victor Emmanuel's daughter. The alliance between France and Piedmont is sealed.
10	22/7/1859			+ 125		In July 1859, the Emperor Napoleon offered peace to the Emperor François Joseph, Austrian Emperor from 1848 until 1916, which was signed in Zurich.
11	25/11/1859	+	126			Zurich Treaty marks the end of the second independence war. This treaty stipulates the transfer of Lombardy to Napoleon III and then to Victor Emmanuel II. Austria is weakened.
12	16/12/1859		+ 0.3			After the Zurich Treaty, strengthening position of Piedmont-Sardinia. Lombardy is attached to it.
13	24/2/1860	+	7		+ 8	François II represses an insurrection in Sicily. Moreover, annexation of the region of Nice and Savoy to France.
14	14/6/1861 - 12/7/1861		- 1		- 64	Cavour death. His successor, Ricasoli, established a centralized administration dominated by the Piedmontese which didn't please other regions.
15	18/10/1861	-	168			
16	8/11/1861	-	189			Sicily and Naples vote for their annexation to the kingdom of Italy
17	1/8/1862	-	12	- 1.6	- 1.4	Victor Emmanuel II refused the conquest of Rome by the Thousands
18	9/7/1864				- 8	Unknown
19	19/10/1866				+ 17	Unknown
20	21/8/1868	-	7	- 7	- 7	Unknown
21	8/1/1869	-	12	- 12	- 12	Unknown
22	19/2/1869	+	7	+ 7	+ 7	Unknown
23	15/4/1870				- 127	Rome is attached to Italy.
24	10/3/1871	+	4	+ 4	+ 4	The Kingdom of Italy is proclaimed.
25	28/7/1871	+	7	+ 7	+ 7	Rome became the capital of the Kingdom of Italy.

The sign refers to effect on bond prices while the amplitude measures the shift in basis point. For example, a negative break is found in April 1870 and represents an yield increase of 127 bp.

Table 4: intuitive yield

Bonds	Pre 1861 YTM	proportion	intuitive yield of 5.35%	End 1862 YTM	1870 YTM	Post 1871 YTM
Piedmont	5.70%	44%		6.90%	8.90%	7.50%
Lombardy	5.90%	2%		6.80%		
Two Sicilies	4.30%	25%		6.90%		
Rome	5.70%	29%	6.90%	7.80%	7.50%	

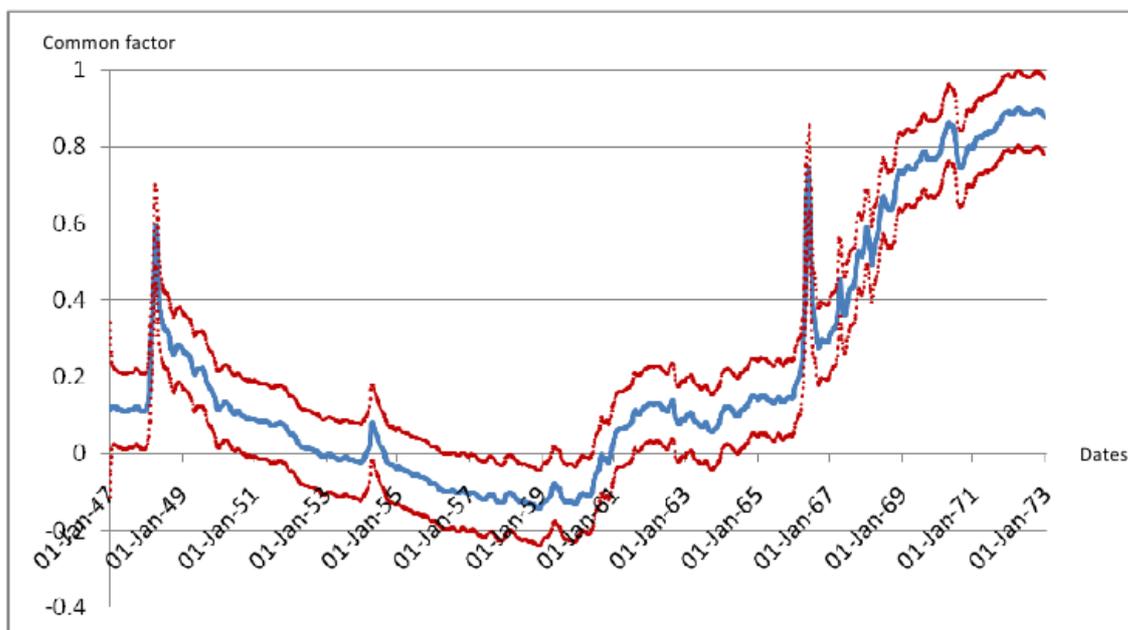
Verso l'unificazione nel 1861, un aumento dei tassi è stato osservato per tutti i titoli. Il fatto che tali premi per il rischio persistono nel tempo (cioè dopo la Guerra di Indipendenza) suggerisce che essi non sono legati alla guerra, ma piuttosto all'unificazione. Questo propone l'importanza della qualità del debito sovrano integrato per gli investitori. Un livello intuitivo del nuovo tasso italiano di rendimento basato sulle quattro serie usate con i loro rendimenti pre-1861 e l'importo che rappresentano nel debito integrato suggerisce un rendimento del 5,35% (vedi la tabella 4) invece del 6,9% osservato.

Le reazioni dei mercati finanziari ad una possibile unificazione provocano le più grandi interruzioni nella serie. Quando una regione ha optato per la sua annessione al Regno d'Italia, i suoi debiti sovrani sono stati influenzati. Ciò ha condotto ad una grande rottura durevole (vedi i punti di rottura 15, 16 e 23). Napoli, che ha avuto il tasso di rendimento più basso, risulta essere il più pesantemente influenzato dalla possibile integrazione del debito

sovrano. A quel tempo, i tassi di Napoli avevano un miglior rating rispetto agli altri debiti sovrani, per l'importanza della città.<sup>10</sup> Una volta avvenuta l'annessione, seguì una grave rottura. Questa rottura risulta da un aumento del rischio che può essere direttamente legato alla costruzione del debito sovrano. Il rischio del debito come parte del nuovo grande debito sovrano italiano è stato visto come più rischioso. D'altra parte, le obbligazioni Lombarde furono meno influenzate e i loro tassi furono superiori. La rettifica di anticipazione è bassa tra i singoli titoli lombardi e quei titoli in un'Italia unita.

Il Modello Fattoriale Dinamico fornisce il fattore comune "Italia" della serie. La Figura 2 fornisce il risultato dell'analisi DFM con i limiti di errore. Non deve sorprendere che, durante la crisi finanziaria 1848 e le guerre di indipendenza, un forte co-movimento nella serie ha determinato un improvviso aumento del fattore comune. Il risultato sorprendente è che i mercati finanziari non tornano a credere nella unificazione d'Italia fino a fine degli anni 1860. La rivalità tra le diverse nazioni costruisce il declino del fattore comune dopo il 1848. La proclamazione d'Italia nel 1861 ha creato una variazione nel fattore comune dell'Italia. Tuttavia, ritorna solo al livello 1847. La componente comune dell'Italia attraversa il livello 0,8 quando Roma è annessa. Il più alto fattore comune corrisponde al momento in cui Roma sta per diventare capitale d'Italia. I risultati indicano che gli investitori non hanno creduto alla possibilità di aggiungere Venezia e Roma all'unificazione dell'Italia.

Figure 2: the Italy Common Factor



L'analisi identifica le fasi della reazione sui mercati finanziari facendo uso dell'analisi dei

<sup>10</sup> Infatti, a quel tempo, Napoli era economicamente più importante di qualsiasi altra città in Italia, anche rispetto a Roma.

punti di rottura e di un Modello Fattoriale Dinamico. In una prima fase, prima dell'unificazione del 1862, i corsi delle obbligazioni delle sette nazioni hanno reagito in un modo caratteristico. Ogni serie di dati ha avuto spostamenti importanti in tempi differenti collegati alla loro propria storia nazionale. Anche vicino all'integrazione del debito sovrano, i diversi debiti sovrani non hanno reagito omogeneamente. Intorno all'integrazione del debito sovrano, gli aumenti del grande rischio per i bassi tassi di rendimento sono evidenziati nei corsi delle obbligazioni. Di conseguenza, in questa seconda fase, sembra che i diversi debiti sovrani hanno risentito dell'unificazione ed hanno reagito in base alla data della loro unificazione. Poche prove sono state trovate sulle reazioni del mercato finanziario dalla partecipazione di altre nazioni. Infine, questo documento dimostra che solo dalla fine degli anni '60, in una terza fase, il mercato finanziario ha iniziato a considerare l'Italia unificata.

## V. Paralleli con la crisi europea corrente del debito sovrano

L'attuale crisi del debito sovrano europeo è un tema di attualità. È cruciale utilizzare casi del passato per sviluppare la conoscenza su come affrontare meglio gli eventi attuali e fornire una migliore risposta alla crisi. In Europa, si discute regolarmente la possibilità di rilasciare un bond sovrano congiunto chiamato obbligazione in euro (Euro Bond) o obbligazione blu (Blue Bond).<sup>ndr</sup> L'emissione di obbligazioni blu rappresenterebbe un'integrazione parziale del debito sovrano. Sembra legittimo chiedersi se l'integrazione dei debiti sovrani non provocherebbe un aumento dei premi di rischio richiesto dagli investitori e dal mercato. Sebbene questa proposta sia discussa molto generalmente, altri casi di integrazione di debito sovrano non sono considerati in questa discussione.

Gli investitori si domandano se un'obbligazione integrata dell'euro potrebbe risolvere la crisi del debito sovrano europeo (per esempio vedi Reuters e Bloomberg, il 13 settembre 2011). Questo Euro Bond inoltre è chiamato eurozone Bond, E-Bond o bluebond. L'idea di fondo è di emettere un debito sovrano sottoscritto insieme da tutti e 17 i paesi nella zona euro. Accanto ai bond blu, i paesi potrebbero ancora sottoscrivere i Bond per il loro proprio paese che poi sarebbero stati denominati Red Bond. La proposta di un'euro-obbligazione può essere osservata come un esempio di integrazione del debito sovrano. L'Italia è l'esempio più vicino nella storia di tale integrazione del debito sovrano e quindi offre la chiave per valutare la proposta dei Bond blu.

Il confronto dell'Europa con l'Italia, prima dell'integrazione del debito sovrano e pochi anni dopo questa integrazione, fornisce un'analisi essenziale. Entrambi combinano stati eterogenei, che differiscono nella loro ricchezza e nella dimensione delle loro economie,

---

<sup>ndr</sup> Nel maggio 2010, gli economisti Jakob von Weizsäcker e Jacques Delpla, del gruppo di pensiero Bruegel, hanno pubblicato un articolo contenente la proposta di un mix di tradizionali strumenti nazionali (*red bonds*) ed eurobond emessi in comune (*blue bonds*), al fine di prevenire crisi del debito nei paesi più vulnerabili, forzando al contempo la sostenibilità fiscale. Gli autori argomentano che la proposta dei Blue bond delinea via d'uscita durevole e incentivata dal dilemma del debito, mentre, al contempo, "aiuta a preparare il terreno per la crescita dell'euro quale importante valuta di riserva, che ridurrebbe la spesa per interessi per chiunque ne faccia parte."

Secondo questa proposta, gli stati membri dell'Unione europea dovrebbero condividere fino al 60 per cento del Prodotto interno lordo (PIL) come debito nazionale senior, sotto garanzia della responsabilità proporzionale e solidale, riducendo così il costo per questa quota del debito. A tutto ciò che supera la quota di allocazione dei Blue bond, i governi nazionali farebbero fronte con emissioni di titoli di debito nazionale junior, per il quale sarebbero previste rigide procedure per un default finanziario controllato. Crescerebbe così il costo marginale del debito pubblico e ne risulterebbe incentivato il miglioramento della disciplina fiscale. Secondo la proposta, i paesi partecipanti devono anche creare un Consiglio di Stabilità Indipendente, eletto dai parlamenti degli stati membri. Al Consiglio di Stabilità spetterebbe il compito di proporre annualmente un'allocazione dei Blue bond e per salvaguardare il principio di responsabilità fiscale. I paesi più piccoli, con titoli sovrani relativamente poco liquidi (come l'Austria e il Lussemburgo) beneficerebbero molto della extra liquidità derivante dai blue bond, sebbene perfino il debito tedesco, nello schema dei blue bond, vedrebbe un abbassamento dei propri costi rispetto ai livelli precedenti. Paesi con alta incidenza debito/PIL (come Italia, Grecia e Portogallo) riceverebbero un forte incentivo a politiche fiscali rigorose.

riscuotono le tasse in proprio e parlano lingue differenti. Inoltre, in entrambi casi l'integrazione del debito sovrano è considerata utile a far avanzare l'integrazione politica.

Da un lato, coloro che sostengono l'emissione delle Obbligazioni del debito sovrano comune "credere che un tal evento potrebbe contribuire a risolvere la crisi del debito della regione, ma poca carne finora è stata messa sulle ossa dell'idea,, (settembre di Reuters il 13 2011). D'altra parte, i critici sostengono che senza riforme molto più profonde, le obbligazioni blu sarebbero solo un artefatto.

Siamo in grado di tracciare un confronto tra Napoli e la Germania. Simile a Napoli nel tempo prima dell'integrazione del debito sovrano, la Germania è l'economia più forte della zona euro e vanta i più bassi costi di indebitamento sovrano. Napoli registrò un forte aumento del costo del denaro poco prima dell'integrazione del debito. Nello studio del caso italiano, il forte incremento registrato dalle obbligazioni a basso rendimento tende ad evidenziare un aumento del premio per il rischio. Data l'attuale crisi del debito sovrano, un aumento del premio per il rischio finirebbe per aggravare la crisi piuttosto che risolverla. Ciò significa che la Germania avrebbe perso il proprio giudizio 'buono' se tali obbligazioni fossero state introdotte.

Ma si nota che i rendimenti italiani scesero nel corso del tempo. Di conseguenza, la questione delle "credenze" dovrebbe essere messa in avanti. Gli investitori non credono nell'Europa come un unico blocco? In altre parole, gli investitori credono che ci sia un piano di salvataggio vero e proprio nella zona euro? Gli investitori potrebbe credere che ci sarebbe stato un salvataggio, fino a un certo punto, il 60%. Bruegel, le cui ricerche informano spesso la politica dell'UE, ha presentato tale proposta l'anno scorso. Le obbligazioni sovrane sarebbero divise in 'rosso' e 'blu' obbligazioni. In questo quadro, le obbligazioni della zona euro o obbligazioni blu verrebbero rilasciate congiuntamente e collettivamente fino al valore del 60 per cento del PIL da ogni stato membro dell'eurozona. Se un singolo Stato vuole prendere in prestito oltre tale livello, deve emettere obbligazioni rosse senza la garanzia collettiva della zona euro. Il mercato è probabile che finirebbe per caricare un rendimento più elevato per riflettere il rischio aggiuntivo indotto.

Aumentare le tasse separatamente, ma metterle in un piatto comune è stato fatto a Torino durante l'integrazione del debito sovrano italiano nel 1865. Il Piemonte è stato considerato più operativo nell'aumentare le tasse, ma ci sono voluti anni prima che tale efficacia fosse trasmessa agli altri membri della neonata Italia, e che Firenze, che sostituì Torino come capitale, avesse il pieno controllo della finanza di tutti i membri. Di conseguenza, la questione della tassazione dovrebbe essere sollevata, verso la creazione di una fiscalità comune e sul controllo della finanza. La comparsa di un singolo Bond garantito per la zona euro sarebbe facilitata dalla convergenza fiscale e finanziaria tra le economie della zona euro.

## Conclusione

Debito sovrano e il suo rischio di default sono sempre stati considerati come una parte importante dei mercati finanziari. La recente crisi del debito sovrano si è concentrata ancora di più su di loro. Ciò solleva la necessità di studiare questo rischio del debito sovrano in una prospettiva storica. Che cosa può portare la storia agli attuali problemi finanziari? Ciò che è già noto nella storia per il rischio del debito sovrano e ciò che è nuovo?

I recenti dibattiti europei spesso evocano obbligazioni in euro o in obbligazioni blu, che sarebbero i debiti sovrani sottoscritti dai diciassette membri della zona euro. Il problema blue Bond è talvolta percepito come la soluzione per risolvere la crisi del debito della regione. Questo problema per varie nazioni sovrane rappresenterebbe un tipo specifico di integrazione del debito sovrano. Questo documento affronta la questione dell'integrazione del debito sovrano con il più vicino esempio storico, l'Italia. L'Italia è stata il risultato della graduale unificazione di sette soggetti che avevano un loro tasso d'interesse sui propri Bond e una propria storia con gli eventi non collegati agli altri stati. Pertanto, l'unificazione d'Italia nel 1861 rappresenta il più vicino caso relativo all'integrazione del debito sovrano e si distingue per esaminare l'evoluzione dei prezzi delle obbligazioni durante l'unificazione dello Stato. L'unificazione d'Italia fornisce indizi storici per rispondere a domande sulla contemporanea di integrazione del debito sovrano. Pertanto, questo capitolo ha studiato l'impatto di unificazione d'Italia sulle obbligazioni. Storicamente, ciò che è accaduto alle obbligazioni sovrane in fase di integrazione?

Il documento è costituito da uno studio empirico di integrazione del debito sovrano con i prezzi delle obbligazioni sovrane pre-Italia e Italia. Si esamina l'evoluzione dei prezzi delle obbligazioni sovrane, quando molti paesi si fondono per diventare un paese unificato o quando vi è una possibilità che ciò può succedere. I debiti sovrani delle entità vecchie sono suscettibili di essere integrati in quelle entità unificandi. Nonostante l'importo del debito coinvolto in tali casi, l'impatto finanziario dell'unificazione di uno Stato è stato poco indagato. Questo argomento ha una eco contemporanea e viene regolarmente discussa nei dibattiti sul debito europeo.

Questo documento ha studiato l'unificazione italiana nel 19° secolo, al fine di analizzare le reazioni dei debiti sovrani alla progressiva unificazione degli Stati (1848-1870) e dell'integrazione del debito sovrano (1862-1863).

Il documento è basato su un database originale fatto di obbligazioni pre-italiane e italiane per evidenziare l'impatto dell'unificazione d'Italia sulle obbligazioni.

Per raggiungere questo obiettivo, sono stati utilizzati l'analisi dei punti di interruzione e di un Modello Fattoriale Dinamico.

L'unificazione d'Italia è notevole, perché ha integrato tutti i debiti dei singoli sovrani nel debito italiano al 3% e il debito italiano al 5%.

Tuttavia, i bond ancora menzionano la loro origine.

Questi nuovi titoli italiani sono stati scambiati ad Anversa, sempre riferendosi all'origine dei bond.

Questa specificità ha portato alla realizzazione di diverse serie di dati per ciascuno Stato.

Il co-movimento, misurato dal Modello Fattoriale Dinamico, tra le serie fornisce il grado di integrazione verificatosi secondo gli investitori.

Pertanto, l'unificazione italiana consente di evidenziare l'impatto finanziario dell'integrazione del debito sovrano.

Le obbligazioni emesse dalle parti future del regno hanno reagito in modo idiosincratco prima l'unificazione nel 1862. Risalendo l'analisi dei punti d'interruzione (breakpoint) l'annessione ha dato luogo a punti di svolta ed a un aumento dei tassi sui bond che si osserva in particolare per le obbligazioni a basso rendimento. L'analisi propone che il mercato finanziario non credeva nell'Unità d'Italia fino alla fine del 1860. In effetti, un forte co-movimento è visto solo intorno al 1868. Secondo il Modello Fattoriale Dinamico, gli investitori hanno solo iniziato a credere nel processo di unificazione, quando Venezia e Roma sono state unite. Questo documento evidenzia che anche nel caso di unificazione completa, il mercato discrimina le obbligazioni sulla base della loro origine precedente anche anni dopo l'unificazione. In conclusione, la speranza di vedere un mercato integrato per i titoli sovrani della zona euro nel breve periodo sembra remota.

## References

- Arminger, G., Muthen, B., 1998, "A Bayesian Approach to non-linear latent variable models using the Gibbs Sampler and metropolis-hastings algorithm", *Psychometrika*, Vol 63, No3, pp. 271-300.
- Bai, J., Perron, P., 1998, "Estimating and testing linear models with multiple structural changes", *Econometrica*, Vol 66, No1, pp. 47-78.
- Bai, J., Perron, P., 2003, "Multiple structural change models: a simulation analysis", *Journal of Econometrics*, Vol 18, No1, pp. 1-22.
- Beales, D., Biagini, E.F., 2002, *The Risorgimento and the unification of Italy*, second edition, Pearson education limited, 297p.
- Bordo, M., Oosterlinck, K., 2005, "Do Political Changes trigger debt default and do defaults lead to political changes?", mimeo Rutgers University and NBER.
- Bulow, J.I., Rogoff, K.S., 1989, "A constant recontracting model of sovereign debt", *Journal of Political Economy*, Vol 97, pp. 155-178.
- Burdekin, R., 2006, "Bondholders gains from the annexation of Texas and implications of the US bailout", *Exploration in Economic History*, Vol 43, pp. 646-666.
- Burdekin, R., Laney, L., 2008, « Financial market reactions to the overthrow and annexation of the Hawaiian Kingdom : evidence from London, Honolulu and New York », *Clometrica*, Vol 2, No2, pp.119-141.
- Compagnies des agents de change, 1880, *Annuaire des valeurs admises a la cote officielle*, imprimerie Chaix, Paris, pp. 100-103, p174-182.
- Compagnies des agents de change, 1881-1882, *Annuaire des valeurs admises a la cote officielle*, imprimerie Chaix, Paris, pp. 127-140, 189.
- Conte, L., Toniolo, G., Vecchi, G., 2003, "Monetary Union, institutions and financial market integration: Italy, 1862-1905", *Explorations in Economic History*, Vol 40, Issue 4, pp. 443-461.
- Courtois, A., 1863, *Manuel des Fonds Publics et des sociétés par actions*, cinquième édition, Granier Frères, Paris, p41-48.
- Courtois, A., 1878, *Manuel des Fonds Publics et des sociétés par actions*, septième édition, Granier Frères, Paris, p81-86.
- Courtois, A., 1883, *Manuel des Fonds Publics et des sociétés par actions*, huitième édition, Granier Frères, Paris, p126-131.
- De la Varenne, C., Rasetti, E., 1861, *Histoire de l'Italie nouvelle et du roi Victor-Emmanuel*, annales du mouvement italien depuis 1815, Paris, Amyo, Libraire-éditeur,

Tome 1, 342p.

Dhillon, A., Sjostrom, T., 2009, "Leader Reputation and Default in Sovereign Debt", Warwick Economic Research Papers.

Duggan, C., 1984, A concise history of Italy, Cambridge University press, 320p.

Eaton, J., Fernandez, R., 1995, "Sovereign debt", NBER Working Paper 5131.

Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., 2003, "Currency Mismatches, Debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters", NBER Working Paper 10036.

Foreman-Peck, J., 2005, "Lessons from Italian Monetary Unification", Working Paper series of the Oesterreichische Nationalbank 113.

Frey, B., Kucher, M., 2000, "History as reflected in capital markets: the case of World War II", Journal of Economic History, Vol 60, No 2, pp. 468-496.

Garnier-Pagès, L.A., 1866, Histoire de la révolution de 1848, Paris, Pagnerre, Libraire-éditeur, 2nd édition, Tome 5, 389p.

Geweke, J., 1977, The Dynamic Factor Analysis of Economic Time Series, in Dennis J. Aigner and Arthur S. Goldberger, eds., Latent Variables in Socio-Economic Models, Amsterdam: North-Holland.

Gelfand, A. E., Smith, A. F. M., 1990, "Sampling-Based Approaches to Calculating Marginal Densities", Journal of the American statistical association, Vol 85, pp. 398-409.

Gille, B., 1965, Histoire de la maison Rothschild, Genève, Librairie Droz, Vol 1-2, 619p.

Graziano, L., 1977, « La crise d'un régime libéral-démocratique : l'Italie », Revue française de science politique, volume 27, pp 259-289

Hamilton, J.D., 1994, Times series analysis, Princeton University Press, Princeton.

Hoeflich, M.N., 1982, "Through a Glass Darkly: Reflections upon the History of the International Law of Public Debt in Connection with State Succession", University of Illinois Law Review, pp. 39-70.

Killinger, C.L., 2002, The history of Italy, United States of America, Greenwood press, 229p.

Kohlscheen, E., 2004, "Why are there serial defaulters? Quasi-experimental evidence from constitutions", University of Warwick, Mimeo.

Landon-Lane J., Oosterlinck K., 2006, "Hope springs eternal: French bondholders and the Soviet Repudiation (1915-1919)", Review of Finance, Vol 10, pp. 507-535.

Lubiensky, E., 1852, Guerres et révolutions d'Italie en 1848 et 1849, Paris, Jacques

Lecoffre et Cie, éditeurs, 488p.

Manasse, P., Roubini, N., Schimmelpfennig, A., 2003, "Predicting Sovereign Debt Crises", IMF Working Paper 03/221.

Mc Gillivray, F., Smith, A., 2003, "Who can be trusted? Sovereign debt and the impact of leadership change", Working Paper, Department of Politics New York University.

Mitchener, K., Weidenmier, M., 2004, "Empire, public goods, and the Roosevelt corollary", NBER Working paper 10729.

Mitchener, K., Weidenmier, M., 2005, "Supersanction and sovereign debt repayment", NBER Working Paper 11472.

Moeller, G., 1851, *Eclaircissements sur les derniers mouvements révolutionnaires de l'Allemagne et de l'Italie, les campagnes de 1848 et 1849 dans la péninsule, la vérité sur les désastres de Novare*, Genève, CH.Gruaz, imprimeur-éditeur, 510p.

Oosterlinck, K., 2003, "The bond market and the legitimacy of Vichy France", *Explorations in Economic History*, Vol 40, pp.326-344.

Oosterlinck, K., Weidenmier, M., 2007, "Victory or Repudiation: The Probability of the Southern Confederacy Winning the Civil War", NBER Working Paper W13567.

Pécout, G., 2004, *Naissance de l'Italie contemporaine (1770-1922)*, 407p.

Perrens, F.P, 1857, *Deux ans de révolutions en Italie (1848-1849)*, Paris, Librairie de L. Hachette et Cie, 546p.

Press, S. J., 1979, "Bayesian Computer Programs" in A. Zellner Ed., *Studies in Bayesian Econometrics and Statistics in Honor of Harold Jeffreys*, Amsterdam, North-Holland Publishing Co.

Press, S. J., 2003, *Subjective and Objective Bayesian Statistics*, second edition, New Jersey, John Wiley and Sons, 552p.

Reinhart, C., Rogoff, K., Savastano, M., 2003, "Debt intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 34, No 1, pp. 1-74.

Riall, L., 1994, *The Italian Risorgimento: state, society, and national unification*, New-York, Taylor and Francis Group, 123p.

Riall, L., 2002, *Sicily and the unification of Italy: liberal policy and local power, 1859-1866*, Oxford University Press, 252p.

Ricciardi, G., 1849, *Histoire de la révolution d'Italie en 1848, suivie d'un aperçu sur les événements des six premiers mois de 1849*, Paris, Hippolyte souverain, éditeur, 348p.

Saiegh, S., 2004, "Income Distribution, Political Competition and Sovereign Debt

- Repudiation”, Mimeo Dept of Political Science, University of Pittsburgh.
- Saiegh, S., 2005, "Can Democracy prevent default?", Mimeo Dept of Political Science, University of Pittsburgh.
- Shleifer, A., 2003, "Will the sovereign debt market survive?", *The American Economic Review*, 93, 2, pp. 85-90.
- Sims, C.A., 1980, "Macroeconomics and reality", *Econometrica*, Vol 48, No 1, pp. 1-48.
- Tomz, M., 2007, *Reputation and international cooperation Sovereign debt across three centuries*, Princeton University Press, Princeton.
- Van Rijckhegem, C., Weder, B., 2004, "The Politics of debt crises", CEPR Discussion Paper 4683.
- Vimercati, C., 1863, *Histoire de l'Italie 1789-1863*, Paris, Typographie de Gaittet, dixième édition, tome 4, 343p.
- Vitu, 1864, Von Metternich, K., 1847, letter to British Foreign Minister Lord Palmerston of August 6 1847.
- Waldenström, D., Frey, B., 2004, "Markets work in war: World War II reflected in Zurich and Stockholm bond markets", *Financial History Review*, Vol 11, No 1, pp. 51-67.
- Waldenström, D., Frey, B., 2008, "Did Nordic countries recognize the gathering storm of World War II? Evidence from the bond markets", *Explorations in Economic History*, Vol 45, pp. 107-126.
- Weidenmier, M., 2002, "Turning points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback market", *Southern Economic Journal*, Vol 68, No 4, pp. 875-890.
- Willard, K., Guinnane, T., Rosen, H., 1996, "Turning points in the Civil War: Views from the Greenback market", *The American Economic Review*, Vol 86, No 4, pp. 1001-1018.
- Zeller, J., 1853, *Histoire de l'Italie depuis l'invasion des barbares jusqu' à nos jours*, Paris, Librairie de  
L. Hachette et Cie, 670p.
- Zellner, A., 1985, "Bayesian Econometrics", *Econometrica*, Vol 54, No 2, pp. 253-269.
- Ziblatt, D., 2006, *Structuring the state: the formation of Italy and Germany and the puzzle of federalism*, 220p.

## **Archives**

Centre des Archives Economiques et Financières (CAEF), Savigny-le-temple, France.

Bibliothèque Nationale de France (BNF)

Guildhall Library, London, United Kingdom.

Koninklijk Bibliotheek van België (KBR), Brussels, Belgium.

Studiecentrum voor Onderneming en Beurs (SCOB), Antwerp, Belgium.