

BANCA D'ITALIA

**I conti finanziari: la storia,  
i metodi, l'Italia, i confronti  
internazionali**

Atti del convegno  
Perugia, 1-2 dicembre 2005

*Il volume raccoglie i lavori presentati nel corso del convegno “I conti finanziari: la storia, i metodi, l’Italia, i confronti internazionali”, che si è svolto a Perugia, nei giorni 1-2 dicembre 2005.*

*Il progetto di ricerca è stato coordinato da RICCARDO DE BONIS.*

*L’organizzazione del convegno è stata curata da CARLO MUSCARIELLO e ALESSANDRA PICCININI. La redazione della pubblicazione è stata curata da EDVIGE LUCCI.*

*Le opinioni e i giudizi espressi nei lavori raccolti in questo volume non impegnano la responsabilità della Banca d’Italia.*

## INDICE

<i>Salvatore Rossi</i>	
Intervento introduttivo.....	p. 9

### Sessione 1

#### LA STORIA

Presidente: *Stefano Fenoaltea*

<i>Riccardo De Bonis e Alfredo Gliobianco</i>	
Le origini dei conti finanziari negli Stati Uniti e in Italia: Copeland, Baffi, le istituzioni.....	p. 15
<i>Giuseppe Della Torre</i>	
Discussione.....	p. 61
<i>Riccardo Massaro</i>	
Financial accounts in Europe: beginnings, development and harmonisation.....	p. 71
<i>Claudio Gnesutta</i>	
Discussione.....	p. 105

### Sessione 2

#### I METODI

Presidente: *Enrico Giovannini*

<i>Riccardo Bonci e Massimo Coletta</i>	
I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi .....	p. 115
<i>Alfonsina Caricchia</i>	
Discussione.....	p. 181

<i>Giuseppe Bruno</i>	
La trimestralizzazione delle serie storiche annuali dei conti finanziari .....	p. 187
<i>Tommaso Di Fonzo</i>	
Discussione .....	p. 213
<i>Gabriele Semeraro</i>	
È possibile tener conto delle pensioni future nei conti finanziari? .....	p. 219
<i>Elsa Fornero</i>	
Discussione .....	p. 255
<i>Riccardo Bonci, Grazia Marchese e Andrea Neri</i>	
La ricchezza finanziaria nei conti finanziari e nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane .....	p. 263
<i>Daniele Fano</i>	
Discussione .....	p. 311

### **Sessione 3**

#### **L'ITALIA**

Presidente: *Luigi Spaventa*

<i>Riccardo De Bonis</i>	
Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004 .....	p. 315
<i>Giorgio Calcagnini</i>	
Discussione .....	p. 359
<i>Giacomo Ricotti e Alessandra Sanelli</i>	
Conti finanziari e fiscalità: un'analisi storica .....	p. 369
<i>Silvia Giannini</i>	
Discussione .....	p. 489

*Riccardo Bonci e Francesco Columba*

Effetti della politica monetaria sui flussi finanziari: il  
caso italiano .....p. 493

*Francesco Nucci*

Discussione .....p. 527

## **Sessione 4**

### **I CONFRONTI INTERNAZIONALI**

Presidente: *Luigi Federico Signorini*

*Laura Bartiloro, Riccardo De Bonis, Andrea Generale e  
Irene Longhi*

Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali:  
un'analisi di medio periodo .....p. 539

*Emilio Barucci*

Discussione .....p. 583

*Valter Di Giacinto e Luciano Esposito*

Convergenza nelle strutture finanziarie europee:  
un'applicazione dell'analisi delle matrici fattoriali .....p. 589

*Alberto Zazzaro*

Discussione .....p. 627

*Luigi Federico Signorini*

Intervento conclusivo .....p. 635

## INTERVENTO INTRODUTTIVO

*Salvatore Rossi\**

Vorrei porgere a tutti gli intervenuti al convegno che sta per aprirsi un saluto di benvenuto in questa storica scuola di formazione della Banca d'Italia. Il convegno segue una formula già posta a base di analoghe iniziative della Banca. La formula è la seguente: se un tema che sentiamo esserci proprio in quanto Banca centrale si impone alla nostra attenzione, se sappiamo di avere già messo insieme, intorno a questo tema, delle riflessioni, delle analisi, degli studi, allora raccogliamo il materiale disponibile, pur se a volte ancora non rifinito, in un programma seminariale e lo sottoponiamo al vaglio preliminare della comunità scientifica. La formula prevede quindi che i lavori da discutere siano di ricercatori della Banca d'Italia, mentre i *discussants* e anche i presidenti di sessione vengano scelti all'esterno, nel mondo accademico e in altri centri di ricerca. L'utilità di questa formula è evidente e non c'è bisogno che la sottolinei. Il vaglio della comunità scientifica è necessario per evitare di diventare autoreferenziali, anche se i temi in questione afferiscono direttamente alla nostra tipica attività di ricerca e al nostro ruolo istituzionale.

Il tema dei conti finanziari è uno di questi. È un tema molto caro alle Banche centrali di tutto il mondo e da molto tempo. Anche qui la ragione è evidente: disporre di un quadro chiaro dei flussi di fondi finanziari tra i diversi settori istituzionali di un'economia è essenziale ai fini del disegno della politica monetaria. La politica monetaria non può prescindere da una conoscenza tempestiva dei meccanismi allocativi e del loro funzionamento. Naturalmente i conti finanziari sono parte del quadro statistico generale di una economia nazionale: la loro costruzione e la loro analisi implica di necessità il raccordo con gli istituti statistici nazionali. È una classica area di confine fra le competenze e gli interessi naturali di una Banca centrale e quelli dell'Istituto nazionale di statistica dell'economia di riferimento. Nell'esperienza italiana i conti finanziari costituiscono un terreno sul quale la collaborazione fra Banca d'Italia e Istat è di antica data e prosegue, anzi intensificandosi; lo dimostra, tra l'altro, la presenza in questa sala di qualificati esponenti dell'Istat.

---

\* Banca d'Italia, Capo del Servizio Studi.

La Banca d'Italia ha rivolto la sua attenzione ai conti finanziari del Paese fin da tempi che possiamo definire remoti, dai primi anni sessanta. Quelli erano anni in cui in Italia cominciavano a penetrare i primi semi del sistema di pensiero keynesiano, insieme con le teorie di portafoglio e il pensiero di Tobin. In Banca d'Italia gli ambasciatori, i portatori di queste idee, sono stati Franco Modigliani e Albert Ando. Entrambi hanno a lungo prestato la loro opera di consulenza nella Banca. Modigliani per un periodo di tempo relativamente limitato, Ando per un periodo molto più lungo; fino a pochi anni fa, fino alla sua scomparsa. Ed è da quegli anni, da quel fermento culturale, da quelle idee che nasce l'interesse della Banca per i conti finanziari. Nascono allora i conti finanziari del Paese.

È stata pertanto una scelta molto felice da parte degli organizzatori di questo convegno, Riccardo De Bonis innanzitutto, insieme con Grazia Marchese e Luigi Federico Signorini, quella di situare in esordio una sessione storica. La storia delle statistiche in generale, e non soltanto quella dei conti finanziari, si intreccia spesso con gli sviluppi dell'analisi economica. Come è frequente nella storia economica, essa si intreccia anche con il ruolo delle istituzioni e la loro evoluzione.

Questo intreccio stretto fra analisi statistica e analisi economica è visibile in modo plastico nella stessa organizzazione del Servizio Studi della Banca d'Italia. In una prima fase pionieristica, che è durata fino a venti anni fa, questo intreccio era molto stretto. Semplificando, si potrebbe dire che ogni singolo ricercatore in quella prima fase si costruiva da sé le sue statistiche, un po' come il bravo artigiano di una volta usava costruirsi i suoi strumenti di lavoro e procacciarsi i suoi materiali. Una tale commistione veniva considerata un valore: soltanto, si pensava, chi avrebbe poi dovuto elaborarvi sopra della buona analisi economica poteva saper curare con grande dettaglio, con amore quasi, la qualità del dato statistico occorrente.

L'evoluzione dei tempi e del pensiero ci ha fatto scoprire quello che nel linguaggio dell'attualità politica odierna si potrebbe definire il "conflitto di interessi" dello statistico-economista. Noi della Banca fummo antesignani in questa scoperta. A fronte dell'economia di scopo insita nel fatto che una stessa persona combini costruzione del dato statistico e analisi di quello stesso dato, sta il rischio, forse remoto ma non inesistente, che la persona in questione sia tentata di costruirsi un dato "comodo", ai fini di un "a priori" analitico. Ci ponemmo questo problema, lo discutemmo a lungo, e alla fine optammo per una soluzione intermedia, che risolvesse il *trade-off*. La soluzione fu quella di raccogliere la funzione

di costruzione dei dati statistici, allora diffusa in modo capillare nel Servizio Studi, in una unità organizzativa autonoma, l'attuale Direzione per l'Informazione e l'Elaborazione Statistica (IES), lasciandola però situata all'interno del Servizio Studi. L'internalizzazione aveva lo scopo di avvicinare al massimo l'analisi statistica e l'analisi economica, per non perdere del tutto l'effetto di fertilizzazione incrociata. Di questa stagione riorganizzativa sono stato testimone e corresponsabile. A quel tempo mi occupavo di bilancia dei pagamenti, un Ufficio in cui la commistione a cui prima facevo cenno era particolarmente evidente. Quando fu creata la Direzione IES, l'Ufficio Bilancia dei Pagamenti, a quel tempo parte della Direzione Settore Reale, fu collocato nella neonata unità. Fu una decisione dolorosa e non priva di contrasti, ma, credo, felice.

L'Ufficio Bilancia dei Pagamenti e tutte le altre unità organizzative che fanno parte della Direzione IES, da quelle che si occupano di statistiche monetarie e finanziarie a quelle che trattano i dati degli intermediari, a quelle che gestiscono le indagini campionarie, a quelle che amministrano le basi dati, hanno in questi anni affinato il mestiere, hanno cioè sviluppato secondo i più avanzati e moderni standard la professione statistica, ma non hanno mai cessato di produrre della buona analisi economica, tanto migliore quanto più ha potuto trarre beneficio dalla vicinanza con la produzione del dato.

Questo convegno si articola in quattro sessioni. Come ho già accennato, la prima sessione ha un respiro storico e accoglie due lavori: uno sulle origini dei conti finanziari, sull'esperienza americana e sui primi sviluppi in Banca d'Italia; un secondo sui conti finanziari in Europa e sul lungo processo che sta portando alla loro armonizzazione.

Segue una sessione metodologica, con più lavori: uno che illustra la ricostruzione all'indietro dei conti finanziari con dati annuali dal 1950; un secondo sui conti finanziari trimestrali; un terzo sulla questione spinosissima di come includere le passività pensionistiche nei conti finanziari; un quarto di confronto fra i dati desumibili dai conti finanziari e quelli desumibili dalla indagine campionaria della Banca sui bilanci delle famiglie italiane.

Segue ancora una sessione centrata sull'Italia, con un primo lavoro sulla ricchezza finanziaria e l'indebitamento dell'economia italiana dal 1950 a oggi, che offre uno strumento credo molto utile di analisi agli storici contemporanei; un secondo lavoro su come la fiscalità influenzi le scelte di portafoglio; un terzo sull'impatto di shock di politica monetaria sui flussi

di attività e passività finanziarie, a testimoniare, ove mai ce ne fosse bisogno, la rilevanza dei flussi finanziari ai fini della comprensione delle condizioni monetarie e del disegno della politica monetaria.

La sessione conclusiva è dedicata ai confronti internazionali ed è centrata sul tema dell'integrazione, un fenomeno in Europa già ampiamente in corso e molto rilevante. Un primo lavoro offre una veduta ampia sull'insieme dei paesi industriali; un secondo focalizza l'attenzione sull'Europa e si pone il problema di verificare empiricamente l'ipotesi di convergenza delle strutture finanziarie europee, che è un tema centrale nel dibattito sull'integrazione europea e sul ruolo che in essa ha giocato e sta giocando la costruzione monetaria.

Tale è il ventaglio dei lavori che saranno offerti alla discussione in questo convegno. Il tempo a disposizione di ciascun relatore e di ciascun *discussant* sarà severamente razionato. Ne traggo insegnamento per terminare questo mio saluto di benvenuto e augurare a tutti buon lavoro.

**Sessione 1**

**LA STORIA**

Presidente: *Stefano Fenoaltea*

# LE ORIGINI DEI CONTI FINANZIARI NEGLI STATI UNITI E IN ITALIA: COPELAND, BAFFI, LE ISTITUZIONI

*Riccardo De Bonis e Alfredo Gigliobianco\**

## 1. Introduzione

Thomas Kuhn ci ha resi consapevoli di quanto sia difficile, scorrendo di rivoluzioni scientifiche, rispondere a domande del tipo “Quando sono avvenute?” o “Dove sono avvenute?” L’invenzione dei conti finanziari, di cui la stragrande maggioranza della popolazione mondiale non ha avuto alcun sentore, può al massimo aspirare al rango di “piccola rivoluzione”; le si applicano tuttavia le cautele metodologiche consigliate da Kuhn. Anche se, forzando i dati offertici dalla cronaca, a quelle domande volessimo rispondere “negli anni cinquanta” e “negli Stati Uniti”, dovremmo fronteggiare un’altra difficoltà. Le rivoluzioni scientifiche di rado sono dovute al genio individuale, come immaginato dalla tradizione romantica dell’inventore genio solitario. Esse sono più spesso attribuibili allo sforzo di più studiosi, che possono arrivare alla stessa conclusione sulla base di approcci diversi. Gli studiosi, infine, difficilmente sarebbero in grado di produrre un risultato senza l’appoggio di organizzazioni dotate dei mezzi necessari. L’analisi del modo in cui entrano in contatto le motivazioni degli studiosi e quelle delle organizzazioni è dunque essenziale per comprendere i progressi della conoscenza.

In questo lavoro mostriamo che la nascita dei conti finanziari è il frutto di una elaborazione complessa, iniziata in modo quasi autonomo in diversi paesi, a opera di economisti e statistici. Tale elaborazione, pur rispondendo a un fascio di interrogativi teorici e di preoccupazioni pratiche comuni, non è riconducibile a un unico movente. Essa ha dato origine a schemi e apparati concettuali simili, ma distinti. Ciò detto, non pare dubbio che il grande sistematizzatore statistico dei conti è stato Morris A.

---

\* Banca d’Italia, rispettivamente Servizio Studi e Ufficio Ricerche Storiche. Il lavoro è dedicato alla memoria di Curzio Giannini. De Bonis ha curato i paragrafi 2 e 4, Gigliobianco il paragrafo 3. Giuseppe Acito, Roberto Barbato e Maurizio Castellani hanno curato la preparazione della tavola. Si ringraziano Franco Cotula e Eugenio Gaiotti per gli utili suggerimenti ed Elisabetta Loche, dell’Archivio Storico della Banca d’Italia, per la collaborazione fornita alla ricerca. Le opinioni degli autori non impegnano l’Istituto di appartenenza. Il contributo si concentra sugli anni quaranta e cinquanta; non approfondisce gli sviluppi dei conti finanziari negli anni sessanta.

Copeland (1895-1989), il quale pubblicò uno studio preliminare nel 1947, poi, nel 1952, il fondamentale “*A Study of Moneyflows in the United States*”.

Descriveremo prima il lavoro di Copeland, dalle origini ideali che collochiamo nel periodo della seconda guerra mondiale fino all’opera del 1952 e al successivo intervento della Federal Reserve, *grosso modo* fino alla fine degli anni cinquanta (par. 2). Affronteremo poi i paralleli sviluppi in Italia (par. 3). Concluderemo con alcuni filoni di ricerca successivi sui conti finanziari (par. 4).

Un tratto comune a tutto il lavoro è l’importanza delle istituzioni per lo sviluppo delle statistiche. Anche i conti finanziari hanno avuto le loro *Royal Society* e Accademie dei Lincei<sup>1</sup>: le banche centrali, gli organismi di ricerca semipubblici come il National Bureau of Economic Research, gli istituti centrali di statistica, gli enti internazionali.

Il saggio soffre di uno sbilanciamento, che in parte è giustificato dalla stessa materia trattata: mentre il paragrafo “americano”, in cui è necessario analizzare una costruzione teorica complessa, si colloca per un ampio tratto nell’ambito della storia delle dottrine, quello “italiano” è più rivolto a spiegare come le politiche economiche, e i discorsi intorno alle politiche, hanno potuto condizionare la struttura stessa dei conti finanziari.

## **2. I moneyflows di Copeland e i flow of funds della Federal Reserve**

### **2.1 Che cosa sono i moneyflows ?**

Nel 1944 Copeland ricevette l’incarico dal National Bureau of Economic Research (NBER) di costruire un quadro statistico del circuito monetario. Il progetto fu svolto in collaborazione con la Federal Reserve, in particolare con la Division of Research and Statistics del Board. Dopo la prima guerra mondiale, lavorando nel NBER, Wesley Mitchell aveva costruito stime annuali del reddito nazionale<sup>2</sup>. Il punto di partenza di Copeland è una nota non pubblicata di Mitchell del 1944, nella quale l’economia è divisa in quattro settori. Ogni settore origina e riceve flussi monetari (*moneyflows*) dagli altri. Un sistema di registrazione a doppia

---

<sup>1</sup> Il ruolo delle istituzioni nella storia della scienza moderna è enfatizzato da Clericuzio (2005) e da Gemelli (1997).

<sup>2</sup> Si vedano Fabricant (1984) e Rutheford (2003) sulla storia del NBER e il ruolo di Mitchell.

entrata riporta da un lato i flussi in uscita da ogni settore, dall'altro i flussi in entrata. Ogni flusso appare al passivo di un settore e all'attivo di un altro.

Il primo risultato pubblico del lavoro di Copeland è un articolo del 1947, apparso nell'*American Economic Review*. Nel 1952 vede la luce la sua opera principale. In essa sono analizzati i *moneyflows* dei settori istituzionali americani dal 1936 al 1942<sup>3</sup>. Lo schema iniziale presenta due settori – le famiglie; gli altri settori aggregati insieme – e sei tipi di *moneyflows*. Successivamente l'analisi si allarga, fino a comprendere undici settori: le famiglie; le imprese agricole; le imprese industriali; le imprese individuali; il governo federale; gli Stati e gli altri governi locali; le banche; le compagnie assicurative del ramo vita; le altre imprese assicurative; altri intermediari finanziari che non rientrano nelle categorie precedenti; il resto del mondo.

Copeland individua quattro origini, o moventi, dei *moneyflows*: le quote distributive, la vendita di beni e servizi, i trasferimenti, i finanziamenti che un settore accorda agli altri. Esistono 14 tipi di *moneyflows* e tutti possono essere ricondotti ai quattro moventi ricordati. Quattro *moneyflows* sono riconducibili alle quote distributive delle famiglie: stipendi e salari, pagamenti di interessi, dividendi, ricavi delle imprese individuali. Altri quattro derivano da transazioni legate alla produzione: pagamenti dei clienti alle imprese per la vendita di beni e servizi; affitti; pagamenti rateali ai costruttori; pagamenti per vendite immobiliari. Altri cinque *moneyflows* – premi assicurativi, benefici assicurativi, tasse, rimborsi fiscali, spese pubbliche – rientrano nella categoria dei trasferimenti. Il quattordicesimo *moneyflow* registra transazioni finanziarie ed esaurisce il quarto movente.

Le statistiche costruite da Copeland forniscono informazioni sulla ripartizione dei *moneyflows* tra le transazioni legate alla produzione, quelle collegate a trasferimenti e quelle riconducibili a canali finanziari. Ogni settore ha un suo bilancio, con le sue attività e le sue passività. Ricorrente è

---

<sup>3</sup> La convinzione di Kunh – le rivoluzioni scientifiche non sono mai dovute a un solo studioso – è confermata dallo stesso Copeland, che nella prefazione del suo volume scriveva: "*Mention should be made, too, of a study that to some extent parallels the present attempt to organise debt and credit information and relate it to gross national product information, Raymond Goldsmith's study of saving and capital markets in the United States. Had some of the results of Goldsmith's study become available a year or so earlier, my task would have been easier*". Il riferimento di Copeland era ai lavori di Goldsmith che sarebbero confluiti nel monumentale "*A Study of Saving in the United States*". L'uso dei bilanci dei settori istituzionali e dei conti finanziari da parte di Goldsmith esula dagli obiettivi di questo lavoro e avrebbe meritato un contributo *ad hoc*.

la distinzione tra grandezze misurate in termini di cassa e aggregati basati sul principio della competenza economica, anche se Copeland propende per una misurazione in termini di cassa. I *moneyflows* sono presentati come un'estensione della contabilità nazionale, un tema al quale Copeland aveva dedicato molti contributi a partire dalla fine degli anni venti; continuo è il confronto tra i *moneyflows* e il concetto di reddito nazionale. Copeland sostiene che sia il suo approccio sia quello del reddito nazionale sono basati sull'idea dell'economia come un circuito. L'impostazione dei *moneyflows* consente di analizzare operazioni di debito e credito che non fanno parte dei concetti della produzione e della distribuzione del reddito.

Copeland inquadra il suo lavoro come un'estensione del “*social accounting to moneyflows measurement*”<sup>4</sup>, sottolineando i vantaggi della sua impostazione nei confronti dell'equazione degli scambi; in particolare, l'approccio disaggregato rende disponibili per ogni settore “*money inflows*” e “*money outflows*”. Pur in presenza di una definizione diversa dei settori istituzionali, Copeland afferma che il lavoro di Leontief è simile al suo<sup>5</sup>. I *moneyflows* vanno da un settore all'altro dell'economia, con le passività che finanziano le attività. Leontief parla di input che producono output. Tra i due approcci c'è una similitudine visiva, dato che le misurazioni dei fenomeni sono realizzate attraverso la costruzione di grandi matrici a doppia entrata.

Accanto ai flussi registrati dai *moneyflows*, Copeland si occupa di consistenze, misurate dai *loanfunds*, vale a dire da attività e passività finanziarie dei settori istituzionali. Richiama l'opera di Irving Fisher del 1906, *The Nature of Capital and Income*, che traccia una distinzione tra consistenze e flussi. Copeland sottolinea l'importanza dell'uso dei bilanci in economia, secondo un approccio già seguito, tra gli altri, da Robertson, Mitchell, Hawtrey, Lutz, J. Hicks<sup>6</sup>. Ricorda le difficoltà di dialogo tra contabilità e statistiche, soprattutto per le diversità nelle convenzioni utilizzate.

<sup>4</sup> “The moneyflows accounts are in a sense an extension of the national income accounts, an extension that provides more detail by sectors”, Copeland (1952), p. 41.

<sup>5</sup> “The Leontief set of measurement resembles the set of moneyflows measurement presented here”, Copeland (1952), p. 42.

<sup>6</sup> Nel lavoro fondamentale del 1935, Hicks invitava a “formulare un tipo di bilancio generalizzato che vada bene per ogni individuo o istituzione”. La teoria monetaria deve basarsi non sull'analisi del “conto del reddito, bensì sul conto del capitale”. Giannini (2004) sottolinea l'importanza del contributo di Hicks per aver influenzato la teoria monetaria verso l'interpretazione della moneta come fondo di valore piuttosto che come mezzo di scambio. Su Hicks si veda anche l'articolo di Massaro in questo volume.

Chiara è la distinzione tra bilanci consolidati, dove le posizioni tra settori sono al netto delle posizioni reciproche, e bilanci aggregati, che sono al lordo dei rapporti tra i settori. Sono presentati temi sui quali economisti e statistici continuano a lavorare, quali le discrepanze tra contabilità reale e contabilità finanziaria, e, nel caso delle imprese individuali, la distinzione tra beni attribuibili all'azienda e attività riferibili alla famiglia dell'imprenditore. Copeland rimarca le difficoltà di far "quadrare" attività e passività complessive dell'economia, per colpa di tre differenze: momento di registrazione delle operazioni; classificazione disomogenea delle stesse operazioni; criteri di valutazione di attività e passività<sup>7</sup>.

## 2.2 La teoria monetaria di Copeland

Dopo aver presentato la ricostruzione statistica dei *moneyflows*, Copeland discute la teoria monetaria del suo tempo. Secondo Copeland, l'economia è basata sugli scambi tra soggetti economici, attraverso un sistema di prezzi e il funzionamento di istituzioni diverse. La moneta è una delle istituzioni che consentono a un'economia di funzionare. La moneta svolge una funzione di registrazione dei *moneyflows*, è mezzo di scambio e fondo di valore che consente di far fronte agli sfasamenti che i settori istituzionali hanno tra incassi e pagamenti, accumulando o decumulando "*loanfunds*". Nelle sue funzioni la moneta è aiutata da attività e passività finanziarie, così come da debiti e crediti commerciali.

Copeland studia il ruolo della moneta nell'influenzare il ciclo economico. Nell'affrontare il nesso tra espansioni e contrazioni della moneta, da un lato, e andamento della produzione, dall'altro, propone "*a partial reformulation of economic theory*". Critica la teoria quantitativa della moneta, soprattutto la sua visione aggregata, nella quale la moneta arriva senza distinzioni a tutta l'economia. A questa visione "idraulica" dell'attività economica, Copeland contrappone la sua visione dell'economia come un circuito elettrico, nel quale esistono diversi settori che si scambiano moneta (tav. 1). Anche se talvolta confusa e troppo enfatizzata<sup>8</sup>, la metafora del circuito elettrico ha l'obiettivo di sottolineare che ogni settore ha due poli diversi, ai quali le risorse affluiscono o dai quali si dipartono, e che la trasmissione dei fondi è sostanzialmente istantanea.

---

<sup>7</sup> Cfr. in particolare il capitolo 8.

<sup>8</sup> Cfr. la recensione del volume di Copeland da parte di Baumol (1954).

I settori compiono scelte discrezionali nel decidere dimensioni e composizione dei *moneyflows*. Il saldo di ogni settore dipende in parte dalle proprie scelte, in parte dalle decisioni degli altri settori. L'equazione degli scambi non ci dice quali settori “*were advancing or returning money through financial channels and which sectors were obtaining money by financing*”. Nel circuito di Copeland esistono almeno quattro settori (Amministrazioni pubbliche, famiglie, imprese, intermediari finanziari) che producono redditi, ricevono e concedono trasferimenti, danno luogo a flussi finanziari. Alcuni settori devono ricorrere a fondi esterni per finanziare le proprie spese, mentre altri concedono i fondi. Secondo Copeland, Keynes ha una visione simile, ma con una prospettiva aggregata. A Keynes interessa come gli aggiustamenti tra risparmio e investimenti influenzano il livello del reddito. L'approccio dei *moneyflows* mette in relazione le variazioni del prodotto con le variazioni dei saldi monetari e con la struttura dei debiti e dei crediti dell'economia. I comportamenti dei settori influenzano le variazioni della produzione; alcuni settori istituzionali possono diminuire le proprie attività finanziarie e aumentare la spesa; altri settori possono invece accumulare risorse finanziarie.

Copeland esamina il ruolo delle banche nel ciclo economico, confrontando la posizione di Fisher – le banche influenzano le fluttuazioni – con il punto di vista di Hansen – le banche non possono influenzare il ciclo<sup>9</sup>. I flussi più importanti per le banche sono le variazioni del volume e della composizione dei depositi e del credito all'economia, dato dalla somma di prestiti e obbligazioni detenute in portafoglio. Il volume del credito offerto dalle banche non è determinato autonomamente ma è influenzato dalle decisioni della Fed, attraverso l'offerta di liquidità, l'acquisto e la vendita di titoli, la fissazione di riserve minime obbligatorie. L'influenza che la Fed esercita sul sistema creditizio consente di parlare delle banche in termini aggregati, astraendo dalle differenze che esistono all'interno della compagine degli intermediari.

Sul comportamento delle banche durante il ciclo economico, Copeland ritiene ci siano asimmetrie nei quattro momenti del ciclo, vale a dire nella depressione, nella fase di ripresa, nel picco dell'espansione, nella fase recessiva. Nel cuore di una depressione, una disponibilità delle banche ad aumentare il credito può avere un effetto positivo, ma da sole le banche non sono in grado di determinare una ripresa dell'economia. Quando si

---

<sup>9</sup> Le due tesi sono sostenute, rispettivamente, in Fisher (1935) e Hansen (1941).

avvia la ripresa, essa può essere aiutata da una maggiore disponibilità di prestiti. Se la fase espansiva è vicina a un picco, tassi bancari più alti e politiche del credito più severe possono avere effetti negativi sui *moneyflows* e indurre un peggioramento del ciclo. Quando l'economia è in recessione le banche possono peggiorare le cose, se attuano politiche restrittive, ma politiche più "facili" del credito non possono autonomamente interrompere la recessione. In sintesi, le banche influenzano i *moneyflows* e le fluttuazioni economiche, ma soprattutto nelle fasi espansive. Sono posizioni vicine al consenso tradizionale che la politica monetaria può essere "un ottimo freno ma non una buona frusta".

Copeland conclude il suo contributo indicando direzioni di ricerca sulle quali indirizzare gli sforzi in futuro. Auspica la costruzione di statistiche che distinguano i bilanci delle famiglie povere e di quelle ricche, un obiettivo perseguito ancora oggi. Si augura che si possa arrivare a dati trimestrali sull'attività delle imprese e ad analisi regionali dei *moneyflows* negli Stati Uniti. Si interroga soprattutto sull'utilizzo di statistiche che per gli strumenti finanziari individuino non solo l'emittente ma anche il detentore; questo principio, denominato "*from whom to whom*", appare nel suo libro, per carenza di statistiche, solo in pochi casi; è stato introdotto negli Stati Uniti e in Italia tra gli anni cinquanta e sessanta, ma in maniera sistematica nei conti finanziari europei solo con il Sistema europeo dei conti del 1995. Copeland conclude ricordando l'enfasi posta da Keynes sul ruolo della domanda nel determinare variazioni del reddito nazionale. Secondo Copeland, anche il suo approccio basato sulla discrezionalità delle scelte dei settori offre una base per sottolineare l'importanza della domanda. Quando quest'ultima aumenta, cresce il livello generale dei prezzi, ma i prezzi relativi si muovono in modo diverso e le loro variazioni possono essere analizzate esaminando il circuito monetario.

### 2.3 *Un'interpretazione del lavoro di Copeland*

Come già anticipato, il contributo di Copeland si riconnette a diversi filoni di analisi, tra loro legati. Un primo collegamento è agli sviluppi della contabilità nazionale che seguirono la Teoria Generale di Keynes. Come ricordato da Caffè, Keynes inventò non solo una disciplina, ma anche le parole per discuterne, ponendo su nuove basi la contabilità nazionale. Non fu un processo facile. Blanchard ha descritto la macroeconomia prima della II guerra mondiale come "*an age of confusion*". Dopo Keynes, i progressi della contabilità nazionale furono dovuti soprattutto a Kuznets, Stone e Hicks (la prima edizione di *The social framework* è del 1942); una

sistematizzazione importante fu il *System of national accounts* (SNA) delle Nazioni Unite del 1947. Copeland già prima della seconda guerra mondiale si era occupato di contabilità nazionale, pubblicando tra l'altro nella collana "Studies in Income and Wealth" del NBER. Suoi contributi del 1935 (*National Wealth and Income – An Interpretation*) e del 1937 (*Concepts of National Income*) furono citati da Richard Stone nei lavori preparatori dello SNA. Dopo lo SNA, codificati i concetti della contabilità nazionale reale, fu naturale passare alle nozioni della contabilità finanziaria.

Una seconda ispirazione dei *moneyflows* fu il dibattito sul ciclo economico, in particolare, l'impegno verso la raccolta di statistiche sul tema da parte di Mitchell. Il rapporto tra Mitchell e Copeland fu stretto; il progetto dei *moneyflows* fu l'ultimo che Mitchell intraprese prima di andare in pensione. I *moneyflows* si rifanno a una tradizione istituzionalista statunitense – da Veblen a Commons, da Ayres allo stesso Mitchell – che ha sottolineato l'importanza dell'approccio empirico nell'interpretazione dei fenomeni economici e la necessità di costruire statistiche basate su serie storiche<sup>10</sup>. Non è un approccio scontato: è famoso il giudizio sferzante di "measurement without theory" che Koopmans pronunciò nel 1947 recensendo il volume di Burns e dello stesso Mitchell sulla misurazione dei cicli economici<sup>11</sup>.

Anche l'approccio di Copeland è prevalentemente empirico. Rimproverava a Keynes che la sua impostazione teorica era tra i motivi che avevano concorso a far riassorbire la "Teoria generale" nella sintesi

<sup>10</sup> Per simili esigenze italiane di costruzione di serie statistiche si vedano Rey (2004) e Ciocca (2004). Va ricordata la provocazione di McCloskey (1985) "... la scienza economica non sarebbe mai incorsa nella rivoluzione keynesiana se avessero prevalso i canoni modernisti della scienza. Le intuizioni keynesiane non furono espresse in forma statistica fino ai primi anni cinquanta, quindici anni dopo la loro formulazione, durante i quali la maggior parte degli economisti più giovani si era persuasa della loro validità. All'inizio degli anni sessanta le nozioni keynesiane della trappola della liquidità e dell'acceleratore degli investimenti, nonostante i ripetuti insuccessi delle loro applicazioni statistiche, facevano ormai parte del normale insegnamento scientifico impartito di routine agli studenti di economia. La metodologia modernista avrebbe bloccato questo malanno già nel 1936: dov'era l'evidenza di verifiche statistiche, controllate ed oggettive?" Patinkin (1982) ha analizzato le interazioni tra rivoluzione keynesiana e progressi statistici nel periodo tra le due guerre.

<sup>11</sup> Una difesa parziale di Mitchell si ritrova in Kydland e Prescott (1990). Cfr. Della Torre (1993) e (2000) sui nessi tra istituzionalismo, contabilità nazionale sviluppata al NBER, lavoro di Mitchell e teoria del ciclo economico.

neoclassica<sup>12</sup>. Già nel 1931 Copeland aveva attaccato l'astrattezza dell'approccio neoclassico, guadagnandosi le riserve di Frank Knight<sup>13</sup>. Si sbaglierebbe comunque a classificare il contributo di Copeland come solo empirico e a rivolgergli l'accusa che Koopmans rivolgeva alla coppia Burns-Mitchell. Oltre che l'opera di Keynes, Copeland ha ben presente i lavori di Hicks, in particolare "Valore e Capitale", la cui prima edizione è del 1939, in particolare il capitolo 14, sulle difficoltà di definire e misurare il reddito di un'economia, e il capitolo 19, sulla domanda di moneta. Dichiarando una somiglianza delle sue idee con quelle presentate in "Valore e capitale", sottolinea come Hicks si concentri solo su famiglie e imprese. Copeland ha soprattutto una visione nella quale un sistema economico ricco di attività specializzate e interconnesse è coordinato da istituzioni legali: diritti di proprietà, norme sui contratti e sugli strumenti negoziabili, regole sui risarcimenti e sui fallimenti, libertà di associazione. La moneta e altre "*pecuniary institutions*" sono altri elementi che consentono a un'economia di funzionare<sup>14</sup>. Dopo il lavoro sui *moneyflows*, continuò a interessarsi della moneta, in particolare dell'origine delle economie monetarie e dello sviluppo della moneta bancaria. Confermando il suo interesse per tutti i settori istituzionali di un'economia, si occupò di debito delle Amministrazioni pubbliche statunitensi, con un'attenzione particolare ai rapporti tra Governo federale, da un lato, e organismi statali e locali, dall'altro<sup>15</sup>.

## 2.4 I conti finanziari dopo Copeland: la Fed nel 1955 e nel 1959

La storia delle rivoluzioni scientifiche è fatta di aggiustamenti, adattamenti e assimilazione delle nuove scoperte. Prima di tutto ci fu il passaggio dai *moneyflows* ai *flow of funds*. Il lavoro di Copeland era stato seguito da due economisti della Fed: Winfield Riefler, che scrisse l'introduzione del libro, e Ralph Young, direttore della Divisione Research and Statistics, il dipartimento della Fed responsabile per la ricerca, l'analisi economica e le statistiche. Fu Young a portare avanti il lavoro di Copeland nella Fed degli anni cinquanta, insieme a Dan Brill, che era stato l'assistente principale di Copeland nella ricostruzione statistica<sup>16</sup>. Nel 1955 la Fed produsse la prima versione dei *flow of funds*, presentando flussi

<sup>12</sup> Si veda Millar (1991).

<sup>13</sup> Il dibattito è sintetizzato in Asso e Fiorito (2001).

<sup>14</sup> Su Copeland come economista istituzionalista si veda Rutheford (2002).

<sup>15</sup> Cfr. Copeland (1961), con la prefazione di Kuznets.

<sup>16</sup> Si veda Taylor (1991).

annuali dal 1939, per settore istituzionale e per strumento; per le banche e gli altri intermediari furono presentati anche statistiche sulle consistenze di attività e passività finanziarie. Il cambiamento di nome, da *moneyflows a flow of funds*, fu dovuto a diversi motivi. In primo luogo l'espressione *moneyflows* aveva creato ambiguità, perché era stata confusa con variazioni nelle consistenze della moneta. In secondo luogo, Copeland aveva usato *moneyflows*, un'unica parola, per distinguere il suo schema dalla contabilità aziendale, dove l'espressione *moneyflows* indicava i flussi di cassa. Ma la Fed volle essere più chiara, per evitare ogni confusione con la terminologia usata nella contabilità aziendale.

Come Copeland, anche la Fed pone i *flow of funds* in una triade che comprende la contabilità nazionale e le tavole input-output, sottolineando le differenze tra i tre schemi. La contabilità nazionale mette l'enfasi su produzione e distribuzione di beni e servizi. Le tavole input-output si concentrano sulle relazioni tra industrie diverse. Le specificità dei *flow of funds* sono due: l'economia è divisa in settori e sono considerate, accanto a transazioni non finanziarie tipiche della contabilità nazionale, transazioni finanziarie. I *flow of funds* registrano le transazioni che implicano un trasferimento di credito e/o di moneta; considerano non solo la produzione di beni nuovi, come fa il conto del PIL, ma anche transazioni che coinvolgono beni che già esistono, come, ad esempio, la vendita di abitazioni e terreni. La Fed sottolinea le differenze tra i *flow of funds* e il conto della produzione e della distribuzione del reddito: esse riguardano la classificazione delle transazioni e dei settori, i criteri di compensazione, i metodi di consolidamento, i tempi di registrazione delle operazioni, le regole di valutazione, i metodi di stima.

Nella versione del 1955 dei *flows of funds* c'è attenzione non solo ai nessi tra transazioni finanziarie e transazioni non finanziarie, ma soprattutto alla composizione delle seconde (tav. 2). Per le famiglie, le transazioni non finanziarie danno luogo ai seguenti usi prevalenti dei fondi: acquisti di beni e servizi, acquisti di case e beni di consumo durevoli, pagamenti di premi assicurativi e tasse. Le fonti non finanziarie dei fondi sono gli stipendi, la vendita di case e beni durevoli, i rimborsi fiscali, le pensioni e gli altri contributi pubblici. Le transazioni finanziarie contengono informazioni su circolante e depositi, titoli dell'Amministrazione federale, mutui per l'acquisto di abitazioni, titoli emessi dalle imprese e dalle amministrazioni locali.

Dopo il 1955, il Board della Fed chiese un aumento della frequenza delle statistiche. Nel 1959 *flow of funds* trimestrali furono pubblicati nel

Federal Reserve Bulletin, con una revisione delle statistiche a partire dal 1949. Lo schema delle transazioni non finanziarie fu semplificato (tav. 3). Molte voci, ad esempio i salari, non erano disponibili su base trimestrale e furono abbandonate, così come molte delle informazioni per le quali Copeland aveva fornito delle stime. Rispetto alla versione del 1955, furono eliminati molti dettagli sulle transazioni non finanziarie, sia per le famiglie sia per le imprese, concentrandosi sulla relazione tra risparmio e investimento<sup>17</sup>. In sintesi, per ogni settore e per l'economia nel suo complesso la Fed presentò la relazione tra risparmio, investimento, acquisizione di attività e passività finanziarie. L'enfasi si spostò sulle variabili finanziarie, la cui disaggregazione aumentò rispetto al 1955, diminuendo le informazioni sugli aggregati reali, la cui produzione statistica fu lasciata al *Department of Commerce*. Apparvero per la prima volta informazioni su depositi a risparmio e a scadenza, su compagnie assicurative e fondi pensione, sul credito al consumo, sulle azioni. Si mantenne l'attenzione per l'integrazione dei conti finanziari con il sistema generale della contabilità nazionale<sup>18</sup>. Aumentò la discussione sui nessi tra le statistiche monetarie e bancarie e i *flow of funds*.

I *flow of funds* si affermarono come uno strumento per l'analisi economica e della congiuntura. Si guardava, come oggi, ai volumi dei fondi raccolti dallo Stato, dalle imprese, dalle famiglie e all'offerta di fondi da parte delle banche e degli altri intermediari. Per le imprese il volume degli investimenti era confrontato non solo con la quantità ma anche con le forme dei finanziamenti ricevuti; per le famiglie si guardava alla composizione delle attività finanziarie. L'analisi delle consistenze si basava soprattutto sull'esame dei debiti dei settori istituzionali. I dati del resto del mondo erano confrontati con le statistiche della bilancia dei pagamenti, spesso ricchi di maggiori informazioni di dettaglio, ma non integrati con le altre statistiche finanziarie. I conti finanziari dei diversi paesi venivano confrontati con la *Monetary survey* dell'*International financial statistics* del Fondo monetario internazionale, una fonte classica per i confronti tra i paesi, studiando vantaggi e svantaggi rispettivi delle due statistiche.

<sup>17</sup> Young (1957) presenta un'applicazione economica dei conti finanziari americani agli anni 1953-1955. Cfr. pure Taylor (1958). Il passaggio dai *flow of funds* del 1955 a quelli del 1959 è riassunto in Ritter (1963).

<sup>18</sup> Sigel (1962) discute l'integrazione dei *flow of funds* americani nella contabilità nazionale. Per una presentazione recente dell'integrazione dei conti macroeconomici statunitensi si veda Teplin *et al.* (2005).

### 3. I primi passi dei conti finanziari in Italia

Copeland indubbiamente fece scuola, ma non prima della metà degli anni cinquanta: fu allora che il suo metodo acquisì una forza di irradiazione aggiuntiva rispetto a quella derivante dal puro valore scientifico del lavoro. Era la forza determinata dal fatto che la Banca centrale del paese leader dell'Occidente, gli Stati Uniti, l'aveva adottato e messo in pratica con mezzi adeguati alla difficoltà dell'impresa. Prima di allora, pur date alcune radici intellettuali comuni alle quali abbiamo accennato all'inizio, gli studiosi e le istituzioni dei vari paesi, *in primis* le banche centrali, avevano proceduto in ordine sparso. Lo scopo di questo paragrafo è appunto di mostrare la "via italiana" ai conti finanziari e di spiegare il motivo di alcune sue peculiarità originarie.

#### 3.1 Paolo Baffi

Centrale, per comprendere l'esperienza italiana, è la figura di Paolo Baffi. Già prima dell'ultima guerra mondiale, e più chiaramente durante, Baffi, influenzato da Giorgio Mortara, suo maestro, e da Mitchell, del quale era stato traduttore<sup>19</sup>, si pose il problema di costruire i bilanci finanziari delle varie categorie di operatori, al fine di prevedere meglio l'impatto dei provvedimenti monetari della banca centrale e, più in generale, le reazioni a mutamenti ciclici o strutturali dei tassi di interesse, dei costi, della produttività. Il programma scientifico di Baffi, già formulato nelle sue grandi linee durante la guerra, è di portare alla luce il nesso, o meglio l'insieme dei nessi, anche statistici, tra fenomeni reali e fenomeni finanziari. La definizione del problema è chiara in una lettera scritta nel gennaio 1941 al capo dell'Ufficio Studi della Banca (Baffi, allora trentenne, si trovava a Pola, da poco richiamato alle armi):

Caro Commendatore, all'Ufficio Studi, seguendo e analizzando statistiche per la maggior parte di carattere monetario e finanziario, siamo in condizioni poco vantaggiose per conoscere i movimenti delle quantità non monetarie (tranne quelle degli scambi con l'estero e di talune produzioni). Eppure questi movimenti sono tra le determinanti dei fenomeni finanziari: ad es. può affluire alle sottoscrizioni di titoli di debito pubblico, od ai depositi bancari, denaro prima investito in scorte che non si è voluto o potuto rinnovare; o denaro rappresentante quote di ammortamento di beni e impianti che, date le attuali circostanze, non si rinnovano appieno (navi, fabbricati).

---

<sup>19</sup> W.C. Mitchell, *Fenomeni e fattori dei cicli economici*, in Mortara (1932). Lo scritto di Mitchell tradotto da Baffi è il primo capitolo della sua opera *Business Cycles*.

In condizioni ugualmente svantaggiose ci troviamo rispetto alla conoscenza dei problemi aziendali: eppure sono i dati di questi problemi quelli che condizionano la situazione degli interi “rami” di industria. Ad esempio si può osservare che in un’industria gli impianti non sono sfruttati in pieno (mentre, con un ragionamento di prima approssimazione, si potrebbe concludere che in tempo di guerra lo dovrebbero essere); perché? Sono le imprese a costo basso che battono e costringono alla inoperosità le coesistenti imprese a costo alto? Mancano la mano d’opera, la materia prima? (E – incidentalmente – perché c’è viceversa della mano d’opera che non trova impiego?) Sono venuti a mancare sbocchi remunerativi all’estero? Il mercato non sostiene i costi accresciuti?<sup>20</sup>

Tale programma si iscrive nel quadro degli interessi teorici del gruppo degli statistici-economisti degli anni trenta e quaranta, cioè di studiosi che, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, attribuivano un ruolo centrale alla misurazione dei fenomeni economici. A questo gruppo potremmo ascrivere, oltre all’italiano Mortara e all’americano Mitchell, il sovietico Kondratiev e il britannico Beveridge, del quale Baffi seguì le lezioni alla London School of Economics nel 1931<sup>21</sup>.

Baffi si trovò subito dopo la guerra a essere il capo di fatto del servizio Studi della Banca d’Italia, in una posizione di notevole potere riguardo agli indirizzi da dare alla ricerca, considerato anche che nessun’altra istituzione, a parte l’IRI, poteva mettere in campo un gruppo altrettanto forte di economisti. La situazione monetaria del dopoguerra gli dette importanti spunti di riflessione sulla liquidità dei settori, specialmente perché il settore delle famiglie aveva a lungo detenuto forti quantità di biglietti che erano rimasti tesaurizzati, e quindi inattivi, fino a quando, con il cambiamento del quadro congiunturale nell’estate del 1946, essi avevano alimentato il più acuto episodio inflazionistico della storia italiana. Nelle relazioni della Banca d’Italia relative agli anni 1945, 1946 e 1947 (scritte le prime due regnante Einaudi, la terza Menichella) si trovano infatti vari riferimenti al problema. È però solo nella Relazione sul 1948 che si pubblica una tavola di flussi, chiamata “bilancio monetario nazionale” (v. oltre tav. 4). In essa l’economia è divisa in due settori, “Tesoro” e “economia”. Le passività di questi settori (debiti a breve e a lungo termine, titoli, ma esclusi i debiti del Tesoro verso la Banca centrale) sono bilanciate dalla “raccolta tra il pubblico” (depositi in conto corrente e a risparmio, ancora titoli; quest’ultima grandezza è puramente identica alla sua contropartita) di pertinenza dell’economia (ma essenzialmente delle

---

<sup>20</sup> Banca d’Italia, fascicolo personale.

<sup>21</sup> Si veda il profilo biografico di Baffi in Gigliobianco (2006).

famiglie) e da una posta definita “residuo”, nella quale si evidenziano i finanziamenti della Banca centrale all’“economia”. Confinati sotto la linea rimangono i rapporti della Banca centrale con il Tesoro e con l’estero. Una ulteriore linea di totali consente di apprezzare il complesso della creazione di circolazione, nonché il totale delle nuove attività e passività finanziarie del sistema.

### 3.2 Un’analisi del “bilancio monetario nazionale”

Ci occupiamo qui del “bilancio monetario nazionale” in quanto lo riteniamo l’embrione dei conti finanziari apparsi nella Relazione della Banca sull’anno 1964. Sembra necessaria, prima di procedere con l’analisi, una breve dimostrazione del rapporto genetico esistente fra i due schemi. Va subito chiarito, per sgombrare il campo da possibili equivoci, che la parola “monetario” non deve far supporre che le prime statistiche fossero soltanto monetarie e quelle varate in seguito anche finanziarie: tutte davano in realtà la stessa importanza alle attività finanziarie a medio e lungo termine, come si evince dalle righe 25, 26 e 27 del bilancio monetario. Fra il 1948 e il 1960 non vi sono variazioni di rilievo (salvo una sulla quale torneremo). Lo schema pubblicato nella Relazione sul 1960 (tav. 5) è molto diverso dal suo predecessore nella forma della presentazione, e tuttavia si chiama ancora “formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie” (p. 286 della Relazione). Il rapporto con il precedente schema è dichiarato apertamente: “Nella presente Relazione, in luogo delle predette tavole, ne sono state predisposte altre che conservano le linee essenziali del bilancio monetario e delle tavole ora menzionate, ma introducono alcune varianti” p. 276). La linea di ragionamento ha una sua continuità, e in sostanza, a parte la presentazione, i dati sono gli stessi. Un ulteriore cambiamento avviene con la Relazione per l’anno 1964, nella quale compare finalmente l’espressione “conti finanziari” ancor oggi usata (p. 454) e una grande tavola a doppia entrata denominata “Attività e passività finanziarie del Paese” (tav. 6). Sebbene il cambiamento sia assai rilevante, soprattutto perché si afferma largamente il criterio *from whom to whom*, la linea di pensiero è la medesima (soprattutto per quanto riguarda il “movente statistico” – un concetto che spiegheremo fra poco)<sup>22</sup> e i dati derivano in buona parte da un lavoro di ricerca (sulle assicurazioni, gli enti previdenziali, il bilancio dello Stato) già compiuto o impostato. Questo

<sup>22</sup> Il “movente statistico”, con riferimento alla tavola del 1964, si percepisce chiaramente nello studio pubblicato da due dei suoi maggiori artefici: cfr. Ercolani e Cotula (1969).

della continuità della linea di ricerca – dal 1948 al 1964 – è un primo punto da sottolineare, una **prima conclusione**.

Possiamo ora tornare alla tavola del 1948, che sarà l'oggetto principale della nostra indagine (tav. 4). In primo luogo essa colpisce l'osservatore odierno per il fatto che si combinano elementi di una (per noi oggi) classica tavola dei conti finanziari con elementi di una tavola di creazione e utilizzo della base monetaria. Questa circostanza trova una spiegazione nel fatto che lo schema non si è sviluppato in ambito accademico, bensì in una istituzione gerarchica, come tale restia alle innovazioni radicali. In essa il discorso riguardante l'origine della circolazione (il termine *base monetaria* entrerà nel lessico una quindicina di anni dopo) aveva una lunga tradizione, tradizione che aveva avuto origine dal fatto che la circolazione proveniente dal canale Tesoro aveva un trattamento fiscale diverso – in tempi normali meno favorevole – di quella proveniente dai canali “economia” e “estero” (i quali fra loro non erano distinti). Nelle relazioni della Banca si era sempre parlato di “circolazione per conto del Tesoro” e di “circolazione per conto del commercio”.

In secondo luogo va notato che la tavola, essendo una tavola di flussi e non distinguendo tra famiglie e imprese, non sarebbe stata di grande utilità nell'analisi volta a prevedere o contenere un eventuale episodio inflazionistico del tipo verificatosi nel 1947. Devono quindi essere intervenuti altri elementi, oltre alla volontà di analizzare l'inflazione, per portare alla nascita di una tavola di quel tipo, cioè non chiaramente utile per valutare la liquidità dei settori. Il primo elemento è la difficoltà di discernere, all'interno dei depositi, quelli di pertinenza delle famiglie e quelli di pertinenza delle imprese: non solo per la presenza notevole di depositi al portatore, ma anche per la confusione, nella contabilità delle piccole imprese, tra finanza dell'impresa e finanza dell'imprenditore. Una seconda difficoltà era quella di separare il credito alle imprese dal credito alle famiglie<sup>23</sup>.

A questi due elementi che hanno carattere negativo, di ostacolo, dobbiamo aggiungere due elementi positivi, che hanno carattere di movente. Essi sono menzionati nella Relazione della Banca in cui compare per la prima volta la tavola (1948). Vale la pena di citare letteralmente la Relazione, in cui, dopo aver tracciato un sintetico quadro degli investimenti effettuati nel corso dell'anno dai vari settori economici, si afferma:

---

<sup>23</sup> A entrambe le difficoltà, del resto universalmente note, accenna Baffi stesso, ammettendo la lentezza dei progressi compiuti dal 1948 (Baffi 1957, p. 316).

Alla copertura del fabbisogno di finanziamento connesso all'insieme degli investimenti lordi prima indicati hanno evidentemente concorso, in misura però difficilmente precisabile, tanto i mezzi attinti alle disponibilità monetarie affluite sul mercato quanto le disponibilità derivanti dalle quote di ammortamento (e pertanto comprese nel prezzo di vendita dei prodotti), sia, infine, gli autofinanziamenti veri e propri da profitti non distribuiti. Non è purtroppo possibile, sulla base dei dati disponibili, un confronto diretto tra investimenti da un lato e risparmio monetario e autofinanziamenti dall'altro. È però possibile fornire un quadro abbastanza preciso delle disponibilità monetarie affluite sul mercato e delle operazioni di impiego del sistema creditizio sia a vantaggio del Tesoro che dell'economia. Tale prospetto permette, inoltre, attraverso la considerazione dell'effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori, di ottenere l'effetto complessivo dell'insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria<sup>24</sup>.

Ecco quindi, espressi ma non del tutto svelati, i due moventi dei quali dicevamo. Il primo sta nell'individuare le fonti di finanziamento degli investimenti; ma l'accento all'impossibilità di procedere, con i dati disponibili, a un confronto diretto fra investimenti e risparmio ("Non è purtroppo possibile...") mostra che l'obiettivo di lungo periodo è riconciliare la misura degli investimenti con quella delle fonti che hanno contribuito al loro finanziamento. La conferma di questo intento, che chiameremo "statistico", la si trova in un breve appunto interno dell'ottobre 1949, nel quale Baffi indica le grandi linee della Relazione della Banca che sarebbe stata presentata l'anno successivo:

Per la prossima relazione, sarebbe utile porre mente alla possibilità di redigere un bilancio nazionale degli investimenti per rami di attività economica, costruito coi dati finanziari, e cioè [segue specifica: crediti bancari, emissioni azionarie, spese dello stato per investimenti, finanziamenti esteri]. Il quadro dovrebbe essere collegato con i totali del bilancio monetario nazionale ed i risultati potranno essere messi a raffronto con quelli ottenuti da Guidotti<sup>25</sup> per la via "reale"<sup>26</sup>.

In questo documento viene dunque più chiaramente enunciato l'ambizioso programma, realizzato solo in piccola parte negli anni

<sup>24</sup> Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1948, pp. 189-192.

<sup>25</sup> Salvatore Guidotti, dirigente del Servizio Studi, si occupava appunto di economia reale. Nel 1956 sarebbe divenuto Capo del Servizio.

<sup>26</sup> Archivio Storico della Banca d'Italia (d'ora in poi ASBI), Studi, cart. 343, fasc. 1, ultimo foglio.

cinquanta, di riconciliare le grandezze reali e le grandezze finanziarie della contabilità nazionale<sup>27</sup>.

Il secondo movente può essere definito, in forma generica, come il tentativo di inserire in uno schema rigoroso di bilancio le grandezze monetarie e finanziarie del sistema: dovendo quadrare, il bilancio avrebbe stimolato l'affinamento dei dati. Se scendiamo ora più in dettaglio, osserviamo che il desiderio di quadratura è espresso, in maniera piuttosto sorprendente, come intento di ricavare "l'effetto complessivo dell'insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria" (leggi: variazione della circolazione creata attraverso il canale aziende di credito e privati) "attraverso la considerazione dell'effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori" (leggi: somma delle differenze fra impieghi e raccolta osservabili nei vari settori). Questa presentazione, non tanto per l'uso della parola "residuo" (che troviamo anche nella tavola, nell'intestazione dell'ultima colonna), quanto per il discorso che vi si accompagna, nel corpo della Relazione e soprattutto nelle Considerazioni finali, accredita l'idea di una Banca centrale sostanzialmente passiva nel processo di creazione monetaria, quasi costretta negli schemi di un *gold standard* postumo.

Questo secondo movente va ulteriormente analizzato. Esso si riconnette a un problema più generale, che investe il compito stesso della Banca centrale nella fase della ricostruzione e del *catching up*, così come esso era percepito dal Governatore Donato Menichella e dallo stesso gruppo dirigente politico dell'epoca. Una necessità "retorica" molto sentita – probabilmente anche per fronteggiare ricorrenti critiche di politiche timide, deflazioniste e simili, provenienti sia dal mondo politico e sindacale, sia, qualche volta, da istituzioni internazionali – era mostrare che il sistema bancario aveva "fatto il suo dovere" rispetto all'imperativo dello sviluppo economico. Più in dettaglio, possiamo dire che le "considerazioni finali" di quegli anni comprendevano due punti tipici, centrali nell'economia del discorso, riguardanti il sistema finanziario.

Il primo punto consisteva nel dimostrare che il sistema aveva dato "tutto" quello che poteva dare. Ecco uno fra i primi esempi, tratto dalla Relazione sul 1948: "Tali disponibilità sono state utilizzate per intero, sia a favore dell'economia privata sia a favore dello Stato per quella parte che quest'ultimo ha dovuto necessariamente attingere [...] al sistema creditizio

---

<sup>27</sup> Si vedano in proposito: Guidotti (1954) e, molto più sofisticato, Giannone (1961).

onde evitare un più ampio ricorso all'istituto di emissione. [...] il sistema creditizio ha compiuto interamente il suo dovere, senza apriorismi, senza pavidità"<sup>28</sup>. In quest'altro esempio, tratto dalla Relazione per il 1949, si evidenzia l'importanza del discorso riguardante l'apporto del sistema finanziario: "Con la dimostrazione che crediamo di aver dato [...] che il sistema del credito ha efficacemente promosso, durante gli anni scorsi ed in modo particolare durante l'ultimo anno, lo sviluppo ordinato della produzione, e con la misurazione che abbiamo fatto sia dell'entità dell'azione svolta sia dei risultati che ne sono conseguiti, potremmo ritenere di avere esaurito il nostro compito istituzionale"<sup>29</sup>. (Seguono altre 8 pagine dedicate a spiegare che il mancato utilizzo delle riserve, ovvero la loro accumulazione, rappresenta una garanzia per il futuro, e quindi che pure quelle risorse sono "utilizzate" al meglio).

Il secondo punto consisteva nel dimostrare che le risorse erano state indirizzate in misura crescente verso l'economia piuttosto che verso il Tesoro. Nella Relazione sul 1949 si afferma: "Né l'esistenza dell'obbligo della riserva bancaria ha impedito nell'ultimo anno uno spostamento a favore dell'economia delle disponibilità monetarie [...] nel 1948, attingendosi tanto al sistema bancario quanto al mercato finanziario in genere, il Tesoro raccolse 445 miliardi e l'economia 504; mentre nel 1949 il Tesoro ha ridotto il suo prelievo a 376 miliardi; e l'economia ha, invece, avuto 586 miliardi con un aumento di 82 miliardi rispetto all'anno precedente"<sup>30</sup>. In un discorso sul credito agrario tenuto a Sassari nel 1953, Menichella disse: "Vi è un solo sistema perché una parte di quei risparmi che oggi si raccolgono attraverso le casse postali di risparmio defluisca in futuro alle aziende di credito e in particolare alle casse di risparmio ordinarie e quindi si rivolga a sussidiare l'agricoltura, ed esso consiste nel fare in modo che lo Stato possa sopperire alle sue necessità più con le imposte e con le tasse, che con l'indebitamento"<sup>31</sup>. Ancora: "dei 500 miliardi di maggior gettito del mercato del risparmio fra il 1950 e il 1953, lo Stato ha preso solo 56 miliardi e l'economia privata 444"<sup>32</sup>.

<sup>28</sup> Le "Considerazioni finali" di Menichella sono ora ristampate in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2. La citazione si trova a p. 24.

<sup>29</sup> Ivi., p. 48.

<sup>30</sup> Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, p. 38.

<sup>31</sup> Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1, p. 473.

<sup>32</sup> Menichella (1954), p. 507.

Questi punti sono perfettamente congrui con la visione che Menichella aveva dell'economia italiana. Tale visione, in estrema sintesi, è questa: l'obiettivo da perseguire è lo sviluppo; lo sviluppo dipende dagli investimenti (mentre ai consumi non viene riconosciuto alcun ruolo); gli investimenti dipendono, in positivo, dal risparmio, in negativo, dai fondi che il Tesoro assorbe e non destina a finanziare investimenti. Date queste determinanti uniche degli investimenti, si deve bandire ogni illusione monetaria o creditizia, che avrebbe l'unico risultato, attraverso l'inflazione, di alterare ingiustamente la distribuzione dei redditi.

Funzionale a questo tipo di discorso è la scelta di presentare la liquidità creata dalla Banca centrale attraverso il rifinanziamento delle banche come un "residuo" effetto *sulla* circolazione delle operazioni di raccolta e di impiego che avvengono nell'economia, attraverso il mercato e il sistema bancario. Un esempio: "La straordinaria espansione nella formazione di disponibilità monetarie ha consentito di ridurre l'aumento della circolazione da 283 miliardi nel 1947 a 175 miliardi nel 1948"<sup>33</sup>. Si accredita così il concetto di una economia "naturale", che procede con un ritmo che è vano pensare di alterare con artifici monetari: la moneta è sostanzialmente un lubrificante. Una politica monetaria "attiva" non era contemplata (ma la politica monetaria, per quanto rude, non era affatto assente). Nelle Considerazioni finali, accanto ai temi che riconosciamo oggi tipici della politica monetaria (ma, questo è da sottolineare, *con riferimenti quasi nulli ai tassi di interesse*), si tratta ampiamente di distribuzione del credito, delle risorse finanziarie, delle "disponibilità monetarie" (e Menichella avrebbe volentieri parlato, se non fosse stato per il purismo di Baffi, di distribuzione del risparmio: in effetti questo concetto trapela qua e là nelle Considerazioni finali). Tale distribuzione è concepita come il risultato dei comportamenti collettivi dei banchieri, più che delle loro scelte individuali. Prevale una visione ancora corporativa del sistema finanziario: esso veicola, o quanto meno dovrebbe veicolare, obiettivi pubblici, non tanto per effetto degli strumenti di regolazione previsti dalla legge (tasso di sconto, riserva obbligatoria, limite di fido ecc.) quanto perché tali obiettivi vengono introiettati dai dirigenti bancari. La Banca centrale entra in gioco perché pone le regole scritte ma anche quelle non scritte, diviene il pastore del gregge delle banche. S'intende che ognuna di esse è libera di brucare un po' più in qua o un po' più il là, ma i grandi spostamenti del gregge devono essere promossi dall'autorità.

---

<sup>33</sup> Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, p. 21.

Pure interessante è la scelta di tracciare una prima linea di totali lasciando al di sopra di essa i finanziamenti della Banca centrale alle banche e ai privati (alle cui variazioni vanno a sommarsi quelle dei depositi), e ponendo al di sotto di essa i finanziamenti della Banca centrale al Tesoro. Una spiegazione di tale scelta è quella fornita dallo stesso Baffi in *L'analisi monetaria in Italia*: "I confini dell'area coperta da questa riga di totali sono quelli assegnati dalla legge bancaria e dalle disposizioni sull'emissione di titoli al controllo delle autorità monetarie"<sup>34</sup>. Si tratta chiaramente di una spiegazione "difensiva", che significa: tracciamo questa linea per mostrare quello che succede nell'area di nostra competenza; la moneta creata attraverso il Tesoro e l'estero noi non la possiamo controllare. Si deve però notare che anche questo modo di presentare i dati contribuisce a rendere possibile e a legittimare un discorso centrato sulla struttura e sul comportamento di una "economia naturale". Certo non mancava la consapevolezza che "tutto" il nuovo circolante entra in gioco nel processo moltiplicativo<sup>35</sup>, e tuttavia non è questo il discorso sul quale si insiste. Si insiste piuttosto sul "gettito" (e non è casuale l'uso di questo termine dal sapore fiscale) di risorse che viene dagli operatori (in sostanza: dalle famiglie) e si spartisce fra l'economia e il Tesoro.

A queste due peculiarità della presentazione se ne deve aggiungere una terza, rilevata dallo stesso Baffi, il quale, passati molti anni dai suoi lavori sul bilancio monetario, ne fece un riesame critico. Nel saggio *Via Nazionale e gli economisti stranieri*, del 1985, scrisse:

impropria era forse [...] la configurazione della variazione della circolazione come quantità residuale; impostazione, a ben vedere, rivolta al passato, perché la base monetaria di nuova creazione si fissa nella circolazione quando la variazione all'insù dei prezzi e dei redditi è già avvenuta: quando il "delitto" è già stato consumato. In una impostazione *forward looking*, come quantità residuale si sarebbero dovute assumere le riserve bancarie libere, cioè il serbatoio dal quale si alimentano l'espansione del credito e la circolazione"<sup>36</sup>.

In altri termini: poiché il pubblico chiede circolazione quando l'aumento dei prezzi è già avvenuto, il dato "circolazione" ci dice quello che è già avvenuto: l'indicatore più pregnante delle prospettive di

<sup>34</sup> Baffi (1965), p. 5. Questo lavoro è la traduzione, con lievi modifiche, di Baffi (1957).

<sup>35</sup> Si veda per esempio la Relazione della Banca sul 1949, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, a p. 38.

<sup>36</sup> Baffi (1985), § 11.

inflazione (o se vogliamo della *stance* della politica monetaria), non è la circolazione ma le riserve bancarie.

La forma del discorso di Baffi non deve ingannare: ciò che appare come un'autocritica è in realtà una critica, una critica postuma a Menichella. A Baffi non mancava affatto, nel 1948, la percezione che la rappresentazione fornita dal bilancio monetario era inadeguata: un ragionamento assai simile a quello svolto nel saggio del 1985 egli l'aveva già svolto, infatti, in un appunto interno risalente addirittura all'ottobre 1944:

Il momento attuale è, sotto l'aspetto della liquidità del mercato e della ristrettezza dell'azione statale, molto favorevole non solo alla stabilizzazione, ma anche alla riduzione della circolazione monetaria. È un momento che non si ripeterà, perché (a parte la prossima ripresa dei bisogni finanziari [...] per la ricostruzione) se il denaro che affluisce alle banche viene rimesso in circolazione finirà col produrre tutto il suo effetto sui redditi e sui prezzi; il che, accrescendo il bisogno di circolante, lo tratterrà definitivamente nella circolazione attiva<sup>37</sup>.

Prova ulteriore della consapevolezza di Baffi è l'esistenza di una tavola per uso interno, conservata nell'Archivio storico della Banca, in cui si trovava, accanto alla colonna della circolazione (o meglio del circolante, secondo la definizione odierna) quella delle riserve delle banche (che invece nella tavola pubblicata venivano detratte, convenzionalmente, dalla raccolta)<sup>38</sup>.

Sebbene manchino prove certe, molti indizi conducono alla conclusione che la non evidenziazione delle riserve bancarie fosse dovuta a Menichella, il quale non era troppo entusiasta di mostrare la "cucina" della politica monetaria. Ricorda Antonio Fazio che prima dell'Assemblea del 1969 venne mostrato a Menichella, ormai Governatore onorario, il capitolo della Relazione della Banca dedicato alla base monetaria; il suo commento fu: "un capitolo molto bello, ma perché volete raccontare all'esterno tutti questi fatti che attengono alla vita interna e al bilancio della Banca d'Italia"?<sup>39</sup> Le variazioni delle riserve bancarie vennero infine inserite nel bilancio monetario nel 1951 (Relazione sul 1950, pp. 296-297), ma non in

---

<sup>37</sup> L'appunto, dattiloscritto, è intitolato "La situazione monetaria italiana e il problema del cambio"; si trova in ASBI, Studi, cart. 302, fasc. 11.

<sup>38</sup> La tabella, relativa agli anni 1950 e 1951, si trova in ASBI, Carte Baffi, cart. 75, fasc. "Relazione sul 1950".

<sup>39</sup> Convegno in memoria di Guido Carli organizzato da BNL e ABI a Roma l'11.11.1993, ora in *Ricordo di Guido Carli* (1994). Lo stesso episodio è raccontato in Ossola (1986), p. 359.

una colonna apposita: venne adottata una scelta grafica che certo non agevolò l'analisi.

La lunga esegesi della tavola del 1948 ci porta a una **seconda conclusione**: le esigenze “retoriche” della Banca hanno condizionato, in più modi, la presentazione dei dati. Ciò conferma la validità di un nuovo filone di storiografia della statistica attento ai significati culturali e comunicativi, non puramente tecnici, della disciplina: secondo questi autori le statistiche non sono il mero specchio della realtà, esse “costruiscono” la realtà, influiscono cioè profondamente sul modo di identificare e di affrontare i problemi<sup>40</sup>. La Banca d'Italia, come la maggior parte delle altre organizzazioni, non ha soltanto una politica “delle cose”, ma anche una politica della comunicazione, inclusa la comunicazione statistica, e ciò prima e indipendentemente dalle discussioni degli anni ottanta e novanta riguardanti il nesso fra la credibilità delle banche centrali e le loro strategie di comunicazione.

A conferma di questa tesi, osserviamo che quelle che abbiamo chiamato peculiarità nella presentazione dei dati terminano con la Relazione per l'anno 1960, la prima fatta sotto la guida del nuovo Governatore Carli: i dati sono sostanzialmente gli stessi (anche se tavole aggiuntive offrono un maggiore dettaglio), ma la presentazione è radicalmente mutata. Mentre in altra parte della relazione si distingue, ovviamente, tra finanziamento della Banca centrale al Tesoro e finanziamento alle banche<sup>41</sup>, nella tavola dei conti finanziari la creazione di moneta è consolidata, e scompare il concetto di “residuo” riferito al rifinanziamento del sistema bancario. Una tavola di creazione e utilizzo della base monetaria comparirà tre anni dopo, nella Relazione per il 1963, sotto il titolo “Andamento della liquidità bancaria” (p. 286), ma diverrà sfortunatamente assai più farraginosa nella Relazione per il 1964 (p. 348).

L'esame compiuto della tavola del 1948 ci ha fatto mettere da parte, momentaneamente, quella che abbiamo indicato come l'ispirazione originaria di Baffi, legata alla conduzione della politica monetaria. Di essa troviamo traccia in *Via Nazionale e gli economisti stranieri*: “Pur con questi ed altri possibili difetti, il “bilancio monetario” costituì un primo tentativo di presentazione complessiva dei flussi finanziari (seppure per quantità nette) e di individuazione degli impulsi espansivi e contrattivi che

---

<sup>40</sup> Si vedano Desrosières (1993) e Tooze (2001).

<sup>41</sup> La distinzione è fatta nella tav. 109 della Relazione.

provengono dalle fonti di creazione della base monetaria (tesoro, economia, estero) assai utile per l'analisi delle relazioni reciproche fra queste e con gli usi della base stessa"<sup>42</sup>. (Affermazione che conferma la non univoca ispirazione originaria della tavola). Nel saggio del 1957 *Monetary Analysis in Italy* si forniscono alcuni esempi di utilizzo della tavola: 1. Raffronto fra flusso dei fondi e investimenti, dal quale si possono trarre indicazioni sulla dinamica dell'autofinanziamento in relazione al ciclo: durante i periodi di inflazione (ma meglio forse dovremmo dire di surriscaldamento) crescono i profitti e si abbassa il rapporto fra flusso dei fondi e investimenti; 2. Constatazione (una volta ammesso che i biglietti di banca sono detenuti principalmente dalle famiglie e che le famiglie reagiscono lentamente all'incremento dei prezzi) che "L'assorbimento dei biglietti da parte del pubblico esercita un'influenza moderatrice sul processo inflazionistico, nel senso che riduce la liquidità delle banche, e quindi il coefficiente di espansione del credito applicabile alle loro disponibilità liquide presso l'istituto di emissione. L'uso di coefficienti medi di espansione [leggi: moltiplicatore dei depositi] non sembra perciò appropriato all'analisi del ciclo del credito, ogni qual volta i biglietti siano una parte importante della massa monetaria"<sup>43</sup>; 3. Cautela nell'interpretare gli spostamenti ciclici del volume dei depositi dal loro trend"<sup>44</sup>.

### 3.3 *Il contesto intellettuale del bilancio monetario*

Diamo ora uno sguardo più ampio al contesto intellettuale in cui gli studi sul bilancio monetario si svilupparono. Si è mostrato il nesso fra Baffi e Mitchell prima della guerra (mediazione di Mortara, traduzione di Mitchell), ma non emerge alcun contatto con Copeland nel dopoguerra, anche se è naturalmente possibile, e probabile, che Baffi avesse letto il suo articolo del 1947. Il primo rapporto documentabile con studiosi stranieri impegnati sul fronte dei conti finanziari è del giugno 1953, quando ormai, però, lo schema italiano era fatto: fu allora che Baffi si recò in Olanda, ospite della Banca centrale olandese che era all'avanguardia in questo campo<sup>45</sup>. Vi furono poi incontri, nel 1956-57, con il gruppo organizzato dal Fondo monetario internazionale, animato da Earl Hicks, che promosse il

---

<sup>42</sup> Questo passo è la continuazione di quello citato in precedenza.

<sup>43</sup> Baffi (1957), p. 322.

<sup>44</sup> Ibid.

<sup>45</sup> La documentazione di questo viaggio di studio, con scambio di lettere fra Menichella e il Governatore olandese Holtrop, si trova in ASBI, Studi, cart. 383, fasc. 2, sfasc. 83.

numero di febbraio del 1957 degli Staff Papers dedicato in buona parte all'argomento<sup>46</sup>. In un articolo di quel numero, firmato da Holtrop, presidente della Banca d'Olanda, si afferma: "*The purpose of the method of monetary analysis [...] is to provide the Bank with a tool to help it unraveling the mechanism of inflationary and deflationary disturbances and thus to aid the Bank in framing its policies.*"<sup>47</sup> Dello stesso avviso Earl Hicks: "*Monetary Analysis [...] is an inquiry into the sector origins of changes in the quantity of money made for the purpose of trying to understand the forces pushing towards expansion or contraction.*"<sup>48</sup> L'articolo di Baffi, il già citato *Monetary Analysis in Italy*, pure negli Staff Papers del 1957, va in sostanza in quella direzione. Un po' più spostato verso temi reali appare J.J. Polak, forse l'economista più notevole del gruppo: "*we want to isolate autonomous spending, that is, spending that does not constitute a mere passing on in the next round of income received in the previous round of the income stream. Fluctuations of the expenditure not associated with fluctuations in income by the same sector are precisely what financial statistics focus on*"<sup>49</sup>. Il tutto, del resto, è coerente con l'impostazione dello stesso Copeland, come l'abbiamo descritta nel paragrafo 2.2.

Considerata la successione dei contatti scientifici, o dei non-contatti, come essa emerge dai documenti fino a oggi rinvenuti, si può concludere che la versione originale del bilancio monetario è interamente frutto dell'interazione Baffi-Menichella, e vada quindi ricondotta essenzialmente a quattro fattori: 1. la rielaborazione del bilancio tradizionale della Banca centrale (circolazione per conto del commercio e circolazione per conto del Tesoro); 2. le esigenze conoscitive emerse durante e dopo la guerra, soprattutto in Baffi e nel suo *entourage*, dovute anche all'influenza di Mitchell e di Mortara (ciclo, politica monetaria, movente statistico); 3. le difficoltà di reperire i dati; 4. le esigenze politiche e retoriche di Menichella. Questa è una **terza conclusione**, la quale conferma quella natura "multipla" dei conti finanziari (molte origini e molti usi) alla quale abbiamo accennato nell'introduzione e con riferimento all'esperienza americana.

<sup>46</sup> La corrispondenza si trova in ASBI, Carte Baffi, cart. 346.

<sup>47</sup> Holtrop (1957), p. 303.

<sup>48</sup> Hicks (1957), in ASBI, Carte Baffi, 346/2.

<sup>49</sup> Polak (1959), pp. 1-8.

Giunti quasi alla fine del nostro ragionamento, indichiamo almeno una delle strade che si sarebbero potute percorrere e che non furono percorse *nonostante* il Governatore Menichella avesse chiaramente un interesse in materia: non risulta che sia stato fatto alcun tentativo per sviluppare i conti finanziari nel senso in cui si erano sviluppati originariamente negli Stati Uniti (i *flow of funds* del 1955), con attenzione ai flussi derivanti da transazioni reali, al fine di cogliere le fonti dell'autofinanziamento degli operatori. Questo sarebbe stato utile ai fini di un certo tipo di polemica che la Banca era spesso chiamata a sostenere: Menichella in più occasioni si rivolse a determinate categorie di operatori, che lamentavano una insufficiente assistenza creditizia, facendo considerazioni sulle risorse complessive del settore, risultanti dall'evoluzione dei prezzi relativi. Agli agricoltori e alle casse di risparmio disse, nel 1955: "se il volume del credito affluito all'agricoltura è stato proporzionalmente minore del volume del credito affluito a tutte le altre attività economiche, questa era una condizione naturale di cose perché il credito all'agricoltura lo fornivamo noi, lei, io, pagando prezzi che erano notevolmente superiori alla media degli altri prezzi"<sup>50</sup>.

### 3.4 *Il rinnovamento degli schemi promosso da Guido Carli: un cenno*

L'ingresso di Guido Carli in Banca d'Italia segnò un cambiamento di politiche, di mentalità, di rapporto con il pubblico. Sul piano delle politiche, ciò che ai nostri fini più rileva è il tentativo, in parte riuscito, di fondare un mercato monetario, prima inesistente: strumento principale fu il nuovo sistema di collocamento dei buoni del Tesoro varato nel 1962. Si cominciò quindi a creare lo spazio per una politica monetaria meno rudimentale. Sul piano della mentalità, conviene sottolineare il nuovo impulso dato alla ricerca, con conseguente ampio spiegamento di risorse, e l'abbandono di vecchi schemi e tradizioni. Molto si potrebbe dire a questo proposito, ma ci limitiamo a richiamare un particolare minore, altamente indicativo del cambio generazionale: a pochi mesi dal suo insediamento Carli decise di far finalmente sparire dal bilancio della Banca la voce dell'attivo "Oro depositato all'estero dovuto dallo Stato", che rappresentava nientemeno che l'oro depositato a Londra all'inizio della prima guerra mondiale a garanzia di un prestito che l'Italia non aveva mai restituito integralmente: sparivano dall'orizzonte, insieme con quella voce, le preoccupazioni e le paure della classe dirigente che si era formata nel

---

<sup>50</sup> Menichella (1955), p. 589.

periodo del *gold standard* e del suo crollo durante la guerra. Sul piano del rapporto con il pubblico, aumentò considerevolmente la quantità della comunicazione e si valorizzò la funzione “didattica” della Banca centrale.

Il nuovo schema dei conti varato nel 1960, che sostituisce il bilancio monetario, aderisce alle mutate esigenze, sostanziali e “retoriche” della Banca centrale. Se è vero che permane un interesse importante per l’indirizzamento delle risorse finanziarie, è anche vero che con Carli la politica monetaria vuole e può uscire allo scoperto: emerge quindi la necessità di un ragionamento che faccia perno sulla creazione monetaria complessiva. Conseguentemente, la Banca centrale può cessare di autorappresentarsi come passiva: il concetto di residuo scompare.

Pochi anni dopo viene attuata la riforma principale, quella che porta alla grande matrice che appare nella Relazione sull’anno 1964. Si tratta di una matrice a doppia entrata, nella quale ad ogni settore (economia, banche, istituti a lungo termine, mercato, Tesoro) è intestata una riga e una colonna. In ogni casella XY troviamo indicati, strumento per strumento (moneta, depositi, obbligazioni...) i flussi finanziari dal settore X al settore Y.

Questa forma dei conti, che assomiglia molto a quella attuale (salvo per il fatto che quella particolare presentazione matriciale fu poi abbandonata) e che viene adottata per la prima volta, come si dice espressamente nella relazione e nelle note metodologiche pubblicate sul Bollettino della Banca<sup>51</sup>, nell’ambito di una convergenza metodologica all’interno della CEE<sup>52</sup> (ma anche, senza dubbio, in seguito alle esperienze attuate presso la Federal Reserve di cui abbiamo detto), risponde a nuove esigenze del banchiere centrale. Mentre il discorso sulla politica monetaria si poggia sulle tavole della liquidità e il discorso sul finanziamento degli investimenti si vale pure di un nuovo consistente apparato statistico, la matrice dei conti finanziari diviene funzionale a un discorso mirato allo sviluppo del mercato finanziario. Un mercato finanziario maturo e spesso – questo il discorso di Carli – è necessario perché in sua assenza modeste variazioni dell’offerta di obbligazioni spostano considerevolmente i corsi dei titoli (e i tassi), costringendo la Banca centrale a intervenire con

---

<sup>51</sup> Banca d’Italia (1965), pp. 107-125 (il punto che interessa si trova a p. 122).

<sup>52</sup> Si fa riferimento al gruppo di lavoro che portò alla pubblicazione del SEC70.

immissioni di moneta che possono avere effetto inflazionistico<sup>53</sup>. A partire da quegli anni, i conti finanziari, pur mantenendo e grandemente affinando quella “funzione statistica” che avevano avuto fin dall’inizio (molto interessante è il lavoro per collegarli agli schemi di contabilità nazionale, che giunge a un risultato concreto nel 1968)<sup>54</sup>, diventano anche la palestra per raffronti internazionali relativi allo sviluppo dei mercati e degli intermediari.

La pecca più grave, la mancata distinzione tra famiglie e imprese (cfr. il par. 3.2), verrà sanata nella Relazione sul 1965. Da allora gli studiosi e gli operatori avranno materiale più solido per la discussione sulla propensione al risparmio delle famiglie e sull’indebitamento delle imprese. Non solo: potrà essere finalmente tentata la strada, che era rimasta fino a quel momento una mera possibilità teorica, di individuare il settore di origine di tendenze espansive o contrattive per mezzo dell’analisi finanziaria settoriale (una ripresa, in sostanza, dei discorsi di Holtrop e di Polak che abbiamo citato sopra)<sup>55</sup>.

Quest’ultima parte relativa agli anni sessanta è deliberatamente poco sviluppata perché il nostro intento non era quello di tracciare la storia dei conti finanziari “maturi” (maturi, s’intende, dal nostro punto di vista). Tuttavia gli elementi qui presentati consentono già di estendere nel tempo la validità della seconda conclusione che abbiamo tratto in precedenza: le esigenze “retoriche” del banchiere centrale non cessano di accompagnare l’elaborazione degli schemi dei conti finanziari. Ciò non deve essere inteso come una critica alla validità delle statistiche, ma piuttosto come un richiamo al fatto che, in ogni tempo, il lavoro statistico si trova ad essere condizionato e stimolato non solo dagli strumenti teorici di cui può disporre e dalle difficoltà di rilevazione che incontra, ma anche dalle “visioni del mondo” che sono proprie dei committenti; d’altra parte le statistiche, una volta fatte e rese pubbliche, hanno un potere che non può essere sottovalutato: quello di consolidare, perfino di bloccare, le griglie di lettura della realtà adottate dall’opinione pubblica e dagli stessi specialisti.

---

<sup>53</sup> Relazione della Banca d’Italia sul 1964, Considerazioni finali, p. 493 e sgg.

<sup>54</sup> Nella Relazione della Banca per il 1967 si fece il primo tentativo esplicito – cioè non confinato agli appunti interni – di collegare i conti finanziari con il conto del capitale. Per i precedenti in questa linea di ricerca si vedano i citati studi di Guidotti e di Giannone.

<sup>55</sup> Sul punto si veda ancora Ercolani e Cotula (1969), p. 20.

#### 4. Ascesa, declino e ripresa dei conti finanziari

Negli anni sessanta i conti finanziari si aprirono ad altre direzioni di ricerca, con una interazione tra teoria economica e applicazioni di *policy*. Ci limitiamo a descrivere due sviluppi, ognuno dei quali meriterebbe una trattazione monografica: l'enfasi di Tobin sullo studio delle interazioni tra settore finanziario e settore reale dell'economia; l'utilizzo dei conti finanziari nei modelli econometrici e per previsioni economiche.

In Keynes la domanda di moneta dipende dal reddito, piuttosto che dalla ricchezza; nel movente speculativo l'individuo sceglie di detenere o solo moneta o solo titoli. Con Tobin si passa dalla domanda di moneta a una domanda di attività finanziarie, dove gli strumenti sono scelti sulla base della correlazione rendimento-rischio: è la teoria delle scelte di portafoglio.

La ricchezza è composta da moneta, altre attività finanziarie e beni reali. Più che al legame tra moneta domandata e reddito, Tobin ha guardato a come gli operatori ripartiscono la ricchezza tra attività, finanziarie e reali. L'enfasi si sposta sul conto capitale dei bilanci dei singoli operatori, anche per l'importanza del dibattito di quegli anni sull'effetto ricchezza. Le consistenze della ricchezza, nella sue varie forme, influenzano non solo la domanda di nuove attività finanziarie, ma anche la domanda aggregata: consumi e investimenti non dipendono solo dal reddito (Tobin, 1952 e 1961). L'attenzione per il complesso delle attività finanziarie scambiate in un'economia portò Tobin a interrogarsi sulle differenze esistenti tra le banche, da un lato, e gli altri intermediari, dall'altro. Insieme ai lavori di Gurley and Shaw, quello di Tobin (1963) è uno dei primi contributi sulla specificità o meno delle banche, un tema al centro degli interessi della scuola di Yale<sup>56</sup>.

Nel 1962 Duesenberry notava che il Keynes dei conti finanziari non era ancora apparso<sup>57</sup>. I conti finanziari erano uno schema contabile, ma non esisteva un corpo compiuto di equazioni di comportamento che utilizzasse le statistiche. Negli anni seguenti Tobin presentò modelli stock-flussi del settore finanziario dell'economia e delle sue interazioni con il settore

---

<sup>56</sup> Hester e Tobin (1967a), (1967b), (1967c) raccolsero nei tre volumi editi dalla Cowles Foundation i contributi più importanti della scuola.

<sup>57</sup> "National income analysis had Keynes, and the Keynes of flow-of-funds analysis has not revealed himself", Duesenberry (1962).

reale<sup>58</sup>. In particolare Tobin (1969) pone al centro dell'analisi il conto capitale dei settori istituzionali. Le relazioni di un'economia sono sintetizzate in una tavola coincidente con la normale presentazione dei conti finanziari, con i diversi settori che appaiono sulle colonne e gli strumenti finanziari disposti nelle righe. Tobin sottolinea l'interdipendenza tra settore finanziario e settore reale. In prima istanza le variabili reali e gli stock di attività finanziarie sono assunti come esogeni e determinano gli strumenti finanziari che ogni settore vuole detenere. Secondo la logica tipica di un modello di equilibrio economico generale, gli input finanziari al settore reale devono poi riprodurre quei valori che sono stati considerati come input reali iniziali per il settore finanziario.

Passiamo ora all'uso dei conti finanziari nei modelli econometrici e nelle previsioni economiche. Un primo approccio puntava alla costruzione di schemi del settore finanziario dell'economia, che talvolta venivano inseriti nei grandi modelli macroeconomici<sup>59</sup>. Questa impostazione ricevette un impulso dal contributo di Brainard e Tobin (1968), che presentarono uno schema del settore finanziario nel quale si determinano i flussi, le consistenze e i rendimenti delle attività finanziarie assumendo come esogene le variabili di *policy* o gli aggregati reali<sup>60</sup>.

Una seconda direzione di ricerca, legata alla prima e intrapresa soprattutto dalle banche centrali, ha utilizzato i conti finanziari per prevedere i flussi futuri dei fondi. Il punto di partenza erano le previsioni sulle variabili reali. Una volta assunte queste come date, in particolare assumendo come esogeni i risparmi e gli investimenti dei diversi settori, si stimavano i flussi di attività e passività finanziarie di famiglie, imprese, Amministrazioni pubbliche e resto del mondo. Un aspetto che differenziava le esperienze nazionali erano le forme della retroazione dal settore finanziario a quello reale. Un punto di forza delle previsioni era la

<sup>58</sup> Come ha notato Buiter (2003) *"Tobin's mistrust of the representative agent approach and his relaxed attitude towards micro foundations are consistent with his decision to pursue the empirical implementation of complete systems of portfolio balance and flow-of-funds models using asset demand specifications that were eclectic or ad-hoc as regards the selection of arguments"*.

<sup>59</sup> Si tratta di applicazioni eterogenee, un tratto comune ai modelli macroeconomici keynesiani (cfr. Visco, 2005).

<sup>60</sup> Un'applicazione italiana è rappresentata da Modigliani e Cotula (1973). Per l'inserimento nel modello econometrico della Banca d'Italia cfr. Fazio *et al.* (1970). Una sintesi dei modelli stock-flussi è offerta da Gnesutta (1992).

coerenza dei comportamenti dei vari settori<sup>61</sup>. Le previsioni dei flussi furono utilizzate nell'ambito della programmazione dei flussi finanziari, perseguita in molti paesi industrializzati, ad esempio in Francia e in Italia, non sempre con esiti soddisfacenti<sup>62</sup>.

Una terza classe di modelli ha sottolineato il rapporto tra fonti e corrispondenti usi dei fondi. Un sistema economico può essere riassunto da una tavola input-output, con un certo strumento finanziario considerato come input per la produzione di un determinato output. L'ammontare di ogni input richiesto per produrre un'unità dell'output è un coefficiente tecnico fisso del sistema. Stone è stato probabilmente il costruttore maggiore di questi modelli, basati sull'idea che in un sistema economico esistono relazioni stabili tra passività finanziarie, da un lato, e attività finanziarie e reali, dall'altro, in termini di consistenze e flussi (cfr. ad esempio Stone, 1966). La difficoltà principale di questa impostazione fu che in economie avanzate i coefficienti tecnici nella realtà non erano fissi, perché l'innovazione finanziaria, soprattutto nelle forme di finanziamento delle imprese e delle Amministrazioni pubbliche, e l'attività internazionale mutavano la relazione tra passività e attività finanziarie. L'approccio input-output fu giudicato più promettente in economie pianificate o in via di sviluppo, dove la regolamentazione e l'intervento pubblico, piuttosto che gli sviluppi dei mercati dei capitali, dominavano l'allocazione dei flussi finanziari.

Un quarto gruppo di modelli si riferisce alle previsioni dei tassi di interesse effettuate da istituzioni private negli Stati Uniti e in Canada. I modelli si basavano sulle statistiche dei flussi dei fondi e su ipotesi sul comportamento futuro delle autorità monetarie. Confrontando la richiesta di finanziamenti da parte dei settori economici con l'offerta di fondi, si ottenevano stime dei tassi di interesse.

Le tre rassegne alle quali abbiamo attinto – Cohen (1972), Roe (1973), Bain (1973) – elencano circa 250 lavori sui *flow of funds* apparsi nei venti anni successivi alla pubblicazione dell'opera di Copeland. Dalla seconda metà degli anni settanta, i conti finanziari vissero una fase di

<sup>61</sup> Per gli Stati Uniti "... we see more and more clearly one of the ways in which everything depends on everything else ... as Bob Solow once put it", Taylor (1963). Per il Regno Unito "The whole is reasonable only if the parts are", Bank of England (1972).

<sup>62</sup> Per una valutazione dei risultati e dei limiti dell'esperienza italiana di programmazione dei flussi finanziari cfr. Vaciago (1983). Caranza (1981) ha sottolineato le potenzialità dei conti finanziari per le previsioni dei flussi, ma ha ricordato i problemi creati alle previsioni dall'instabilità delle variabili reali negli anni settanta.

stanca, tanto che una rassegna degli sviluppi più recenti non è disponibile. La crisi dell'impostazione keynesiana; l'attenzione crescente per i fondamenti microeconomici della macroeconomia; le difficoltà dei modelli macroeconomici, anche nel valutare le interazioni tra settore finanziario e settore reale; il venir meno della programmazione economica e della programmazione dei flussi finanziari; l'abbandono dei controlli amministrativi di politica monetaria e il ruolo crescente dei prezzi, rispetto alle quantità considerate nei conti finanziari, nel raggiungimento dell'equilibrio dei mercati; gli insuccessi delle applicazioni empiriche dei modelli dei flussi dei fondi, anche a causa della collinearità esistente tra i rendimenti degli strumenti finanziari che appaiono come variabili indipendenti nelle funzioni di domanda delle attività finanziarie<sup>63</sup>; l'affermazione degli aggregati monetari e creditizi come strumento per la conduzione della politica monetaria; il progressivo concentrarsi da parte delle banche centrali sull'obiettivo della stabilità dei prezzi, a scapito talvolta di un'analisi generale del sistema finanziario; le difficoltà di armonizzazione internazionale delle statistiche, anche legate alla fase di stallo del processo di integrazione europea perdurata fino alla metà degli anni ottanta; le oscurità dei produttori dei dati nella divulgazione e nell'uso delle statistiche; questi sono tra i motivi del ridimensionamento dell'importanza dei conti finanziari protrattosi fino a pochi anni fa.

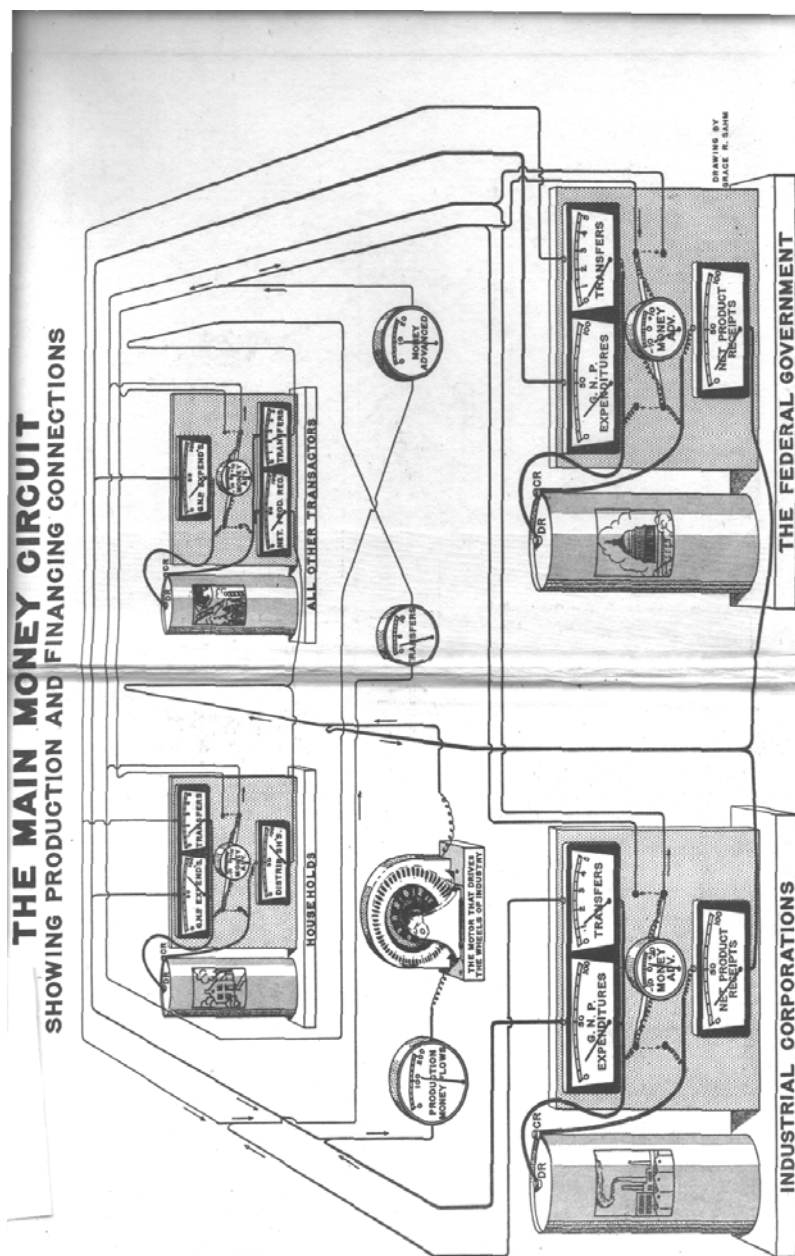
La storia delle idee è fatta di improvvise scomparse di filoni di ricerca, che poi riappaiono, come fiumi carsici, in forme diverse. La ripresa d'interesse più recente per i conti finanziari, che speriamo non sia un'estate di San Martino, è dovuta non tanto a sviluppi teorici, quanto all'impegno di Eurostat, istituti nazionali di statistica, Eurosystem, OCSE. Ciò conferma il ruolo che le istituzioni hanno nella storia della scienza<sup>64</sup> ma al tempo stesso ci richiama al dovere di non perdere di vista l'approccio teorico. Un obiettivo di queste pagine è stato quello di ricordare i giganti sulle cui spalle poggiano i lavori odierni sui conti finanziari.

---

<sup>63</sup> Altri problemi della stima della domanda di attività finanziarie sono sottolineati da Walsh (1981).

<sup>64</sup> Sul punto si veda anche il contributo di Massaro in questo volume.

Tav. 1







Tav. 4

**Bilancio monetario nazionale**  
(miliardi di lire)

	A N N O 1 9 4 8				
	Impieghi		Raccolta tra il pubblico		Differenza tra impieghi e raccolta (effetto residuo sulla circolazione)
	per il Tesoro	per l'economia	Esclusi i c/c	Conti correnti	
<i>Banca d'Italia</i> (operazioni dirette col pubblico ed istituti speciali)					
1 — Anticipazioni a } privati.....		1,1			
2 — Prorogati pagamenti a privati...		3,0			
3 — Sconti diretti .....		—			
4 — Risconto ammassi istituti e sezioni di credito agrario.....		3,4			
5 — Risconto Consorzio sovvenzioni su valori industriali .....		— 1,1			
		6,4			
6 — Depositi privati .....			29,9		
7 — Vaglia, assegni, altri impegni a vista				1,7	
			31,6		— 25,2
<i>Aziende di credito</i>					
8 — Investimenti in B.T.O. ai fini del rapporto, diretti .....	72,7				
9 — Gli stessi, tramite B. I. ....	61,1				
10 — Altri investimenti in B. T. O. ....	73,6				
11 — Investimenti in altri titoli di stato	3,9				
12 — Depositi presso il Tesoro.....	— 16,6				
	194,7				
13 — Impieghi commerciali .....		349,1			
14 — Depositi fiduciari e c/c corrispondenza con clienti .....			277,0	229,4	
15 — Vaglia e assegni.....				13,8	
16 — Eccedenza delle partite varie passive sulle partite varie attive...			27,2		
			547,4		
Copertura della differenza tra impieghi e raccolta:					
17 — Risconti .....					— 10,6
18 — Anticipazioni passive.....					13,3
19 — Prorogati pagamenti .....					0,1
20 — meno Depositi ai fini del rapporto non investiti in B. T. O. ....					13,3
21 — meno Altri depositi bancari presso B. I. ....					— 6,9
					3,6
22 — C/c col Tesoro .....	132,8				
23 a) — Investimenti in B. T. O. ....	—				
23 b) — Investimenti in altri titoli di stato (compr. Elfer).....	4,5				
	137,3				
24 — Altri investimenti.....		23,7	143,0	18,0	
			161,0		

segue

*segue Tav. 4*

**Bilancio monetario nazionale**  
(miliardi di lire)

ANNO 1948					
	Impieghi		Raccolta tra il pubblico		Differenza tra impieghi e raccolta (effetto residuo sulla circolazione)
	per il Tesoro	per l'economia	Esclusi i c/c	Conti correnti	
<i>Istituti speciali e mercato finanziario</i>					
25 — Emissione azioni a pagamento....		86,1			
26 — Emissione obbligazioni industriali		24,4			
27 — Istit. spec. { obbligazioni .....		39,8			

Tav. 5

**Formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie**  
(variazioni in miliardi di lire)

Anni e trimestri	Tesoro (1)			Settore privato				Estero	Totale crediti e investimenti 9=3+7+8
	Crediti a breve (1)	Titoli di stato (2)	Totale 3 = 1 + 2	Crediti a breve	Prestiti e mutui	Titoli	Totale 7 = 4/6		
	1	2		4	5	6	8		
1956 . . . . .	91,7	170,4	262,1	546,8	450,1	223,0	1.219,9	103,8	1.585,8
1957 . . . . .	53,0	73,6	126,6	356,1	487,9	259,8	1.103,8	136,8	1.367,2
1958 . . . . .	295,3	2,0	293,3	202,7	580,0	440,5	1.223,2	459,0	1.975,5
1959 . . . . .	44,1	328,7	372,8	677,8	691,3	372,4	1.741,5	517,9	2.632,2
1960 . . . . .	16,6	159,8	143,2	1.201,8	879,9	758,2	2.839,9	273,0	3.256,1
1956 - I trimestre . . .	119,8	181,6	61,8	4,4	86,4	42,5	133,3	36,1	231,2
II » . . .	88,2	13,6	101,8	188,8	123,7	68,8	381,3	0,6	280,1
III » . . .	149,3	0,9	148,4	55,5	94,7	45,3	195,5	93,8	437,7
IV » . . .	150,4	3,3	153,7	298,1	145,3	66,4	509,8	26,7	636,8
1957 - I trimestre . . .	91,7	84,5	7,2	8,2	123,5	33,8	149,1	69,7	72,2
II » . . .	97,9	6,7	104,6	107,2	134,8	71,1	313,1	47,7	256,2
III » . . .	76,5	1,4	75,1	22,0	96,2	72,5	190,7	101,7	367,5
IV » . . .	166,1	2,8	163,3	235,1	133,4	82,4	450,9	57,1	671,3
1958 - I trimestre . . .	67,6	6,0	61,6	96,9	128,0	92,8	123,9	20,9	206,4
II » . . .	49,0	5,8	43,2	22,9	149,8	131,2	303,9	73,5	334,2
III » . . .	181,8	3,9	135,7	16,1	123,5	73,8	213,4	254,2	603,3
IV » . . .	144,9	5,7	139,2	260,6	178,7	142,7	582,0	110,4	831,6
1959 - I trimestre . . .	110,4	5,6	104,8	32,2	155,9	189,0	312,7	73,3	490,8
II » . . .	165,3	24,5	140,8	135,6	172,8	65,4	373,8	176,4	409,4
III » . . .	167,2	316,3	149,1	167,3	161,7	16,2	345,2	207,5	701,8
IV » . . .	266,2	6,5	259,7	407,1	200,9	101,8	709,8	60,7	1.030,2
1960 - I trimestre . . .	124,8	117,4	7,4	63,8	199,4	181,1	444,3	8,5	428,4
II » . . .	132,9	7,8	125,1	289,1	181,5	215,0	685,6	76,0	636,5
III » . . .	54,5	5,3	49,2	273,0	216,1	216,4	705,5	168,9	923,6
IV » . . .	186,6	39,9	226,5	575,9	282,9	145,7	1.004,5	36,6	1.267,6

(1) Compresi i titoli di stato posseduti dalla Banca d'Italia.

(2) Comprese le obbligazioni ferroviarie.

segue

segue Tav. 5

**Formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie**  
(variazioni in miliardi di lire)

Disponibilità						Titoli			Totale disponibilità e titoli
Liquidità primaria			Liquidità secondaria	Totale disponibilità liquide	Altre	Titoli di stato (2)	Obbligazioni e azioni	Totale	
Biglietti e monete 10	Conti correnti 11	Totale 12 = 10 + 11							
10	11	12 = 10 + 11	13	14 = 12 + 13	15	16	17	18 = 16 + 17	19 = 14/15 + 18
146,2	224,4	370,6	495,4	866,0	275,0	93,6	351,2	444,8	1.585,8
91,1	165,9	257,0	502,2	759,2	170,0	60,9	377,1	438,0	1.367,2
159,7	383,0	542,7	690,3	1.233,0	211,1	16,7	548,1	531,4	1.975,5
188,2	616,9	805,1	727,5	1.532,6	431,1	215,7	452,8	668,5	2.632,2
203,5	665,9	869,4	756,0	1.625,4	537,3	170,7	922,7	1.093,4	3.256,1
— 113,9	— 7,4	— 121,3	113,1	— 8,2	58,0	104,1	77,3	181,4	231,2
— 9,0	42,1	33,1	83,9	117,0	52,6	— 6,7	117,2	110,5	280,1
80,4	113,4	193,8	120,7	314,5	58,9	— 5,0	69,3	64,3	437,7
188,7	76,3	265,0	177,7	442,7	105,5	1,2	87,4	88,6	636,8
— 175,1	— 4,3	— 179,4	113,1	— 66,3	— 5,1	65,1	78,5	143,6	72,2
20,0	10,2	30,2	61,1	91,3	70,3	— 4,2	98,8	94,6	256,2
60,2	47,6	107,8	132,0	239,8	31,7	0,8	95,2	96,0	387,5
186,0	112,4	298,4	196,0	494,4	73,1	— 0,8	104,6	103,8	671,3
— 147,0	— 0,2	— 147,2	161,1	13,9	36,1	7,3	149,1	156,4	206,4
13,9	95,8	109,7	88,8	198,5	— 8,5	1,9	142,3	144,2	334,2
75,8	141,9	217,7	167,0	384,7	119,9	— 3,6	102,3	98,7	603,3
217,0	145,5	362,5	273,4	635,9	63,6	— 22,3	154,4	132,1	831,6
— 111,7	102,2	— 9,5	151,8	142,3	180,1	— 8,6	177,0	168,4	490,8
19,6	148,7	168,3	95,7	264,0	49,7	7,0	88,7	95,7	409,4
41,0	106,8	147,8	132,4	280,2	130,1	237,7	53,8	291,5	701,8
239,3	259,2	498,5	347,6	846,1	71,2	— 20,4	133,3	112,9	1030,2
— 198,7	— 18,5	— 217,2	113,7	— 103,5	190,8	106,8	234,3	341,1	428,4
64,2	160,9	225,1	121,2	346,3	74,8	23,1	192,3	215,4	636,5
76,8	311,7	388,5	173,1	561,6	120,9	4,8	236,3	241,1	923,6
261,2	211,8	473,0	348,0	821,0	150,8	36,0	259,8	295,8	1.267,6





## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Asso, P.F. e L. Fiorito (2001), *Waging War Against Mechanical Man. Frank H. Knight's Critique of Behavioristic Psychology*, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Quaderno n. 340, dicembre.
- Baffi, P. (1957), *Monetary Analysis in Italy*, in "International Monetary Fund Staff Papers", vol. 5, febbraio.
- \_\_\_\_\_ (1965), *L'analisi monetaria in Italia*, in id. *Studi sulla moneta*, Milano, Giuffrè.
- \_\_\_\_\_ (1985), *Via Nazionale e gli economisti stranieri, 1944-1953*, in "Rivista di storia economica", nuova serie, n. 1.
- Bain, A.D. (1973), *Surveys in Applied Economics: Flow of Funds Analysis*, in "The Economic Journal", dicembre.
- Banca d'Italia (1965), *Note metodologiche ad alcune tavole della Relazione della Banca per il 1964*, Bollettino, gennaio-febbraio.
- Bank of England (1972), *An Introduction to Flow-of-Funds Accounting: 1952-1970*, Bank of England, Londra.
- Baumol, W.J. (1954), *Professor Copeland's Study of Moneyflows*, in "The Review of Economics and Statistics", febbraio.
- Blanchard, O. (2000), *What Do We Know About Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not ?*, NBER, Working Paper n. 7550.
- Board of the Governors of the Fed (1955), *Flow of Funds in US, 1939-1953*, Washington D.C.
- Brainard, W.C. e J. Tobin (1968), *Pitfalls in Financial Model Building*, in "American Economic Review", vol. 58, n. 2.
- Buiter, W.H. (2003), *James Tobin: An Appreciation of His Contribution to Economics*, NBER, Working Paper n. 9753.
- Caranza, C. (1981), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, in G. Vaciago (a cura di) *Congiuntura e politica economica*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (2004), *Il contributo di via Nazionale*, in G. Garofalo e A. Graziani (a cura di), *La formazione degli economisti in Italia (1950-1975)*, Bologna, il Mulino.

- Clericuzio, A. (2005), *La macchina del mondo. Teorie e pratiche scientifiche dal Rinascimento a Newton*, Roma, Carocci, Roma.
- Cohen, J. (1972), *Copeland's Moneyflows after Twenty-Five Years: A Survey*, in "Journal of Economic Literature", n. 1, marzo.
- Copeland, M. (1947), *Tracing Money Flows through the United States Economy*, in "American Economic Review", vol. 37, maggio.
- \_\_\_\_\_ (1952), *A Study of Moneyflows in the United States*, National Bureau of Economic Research, New York.
- \_\_\_\_\_ (1961), *Trends in Government Financing*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Cotula, F., Gelsomino, C.O. e A. Gigliobianco (a cura di) (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960*. Vol. 1. *Documenti e discorsi*. Vol. 2. *Considerazioni finali all'assemblea della Banca d'Italia*, Roma-Bari, Laterza.
- Della Torre, G. (1993), *Teoria economica e conti nazionali. Il "National Bureau of Economic Research" (1920-1930)*, in "Studi e informazioni", n. 1.
- \_\_\_\_\_ (2000), *Le ragioni teoriche della discrasia tra conti nazionali e conti finanziari*, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Quaderno n. 308.
- Desrosières, A. (1993), *La politique des grands nombres. Histoire de la raison statistique*, La découverte, Parigi.
- Duesenberry, J.S. (1962), *A Process Approach to Flow-of-Funds Analysis*, in *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Ercolani, M. e F. Cotula (1969), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 4, Roma.
- Fabricant, S. (1984), *Toward a Firmer Basis of Economic Policy: the Founding of the National Bureau of Economic Research*, NBER web page.
- Fazio, A., Caligiuri, G., Cotula, F. e P. Savona (1970), *Un modello econometrico dell'economia italiana (MIBI), Settore monetario e finanziario*, Banca d'Italia.

- Federal Reserve Board (1959), *A Quarterly Presentation of Flow of Funds, Saving, and Investment*, Federal Reserve Bulletin, vol. XLV, n. 8.
- Fisher, I. (1935), *100% Money*, Adelphi.
- Gemelli, G. (1997), *Le élites della competenza. Scienziati sociali, istituzioni e cultura della democrazia industriale in Francia (1880-1945)*, Bologna, il Mulino.
- Giannini, C. (2004), *L'età delle banche centrali*, Bologna, il Mulino.
- Giannone, A. (1961), *Il sistema integrato dei conti economici e finanziari (un tentativo di applicazione all'Italia)*, in "Rivista italiana di economia demografia e statistica", luglio-dicembre, vol. XV, n. 3-4.
- Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale. Banca d'Italia e classe dirigente. Cento anni di storia*, Roma, Donzelli.
- Gnesutta, C. (1992), *Il rapporto flussi-stock nei modelli macroeconomici di derivazione keynesiana*, in B. Jossa e A. Nardi (a cura di), *Lezioni di macroeconomia*, Bologna, il Mulino.
- Guidotti, S. (1954), *Il finanziamento degli investimenti*, in *Contributi all'analisi di alcuni fenomeni trattati nella Relazione annuale del governatore*, a cura del Servizio Studi Economici della Banca d'Italia, Tipografia della Banca d'Italia, Roma.
- Hansen, A.H. (1941), *Fiscal Policy and Business Cycles*, Norton.
- Hester, D.D. e J. Tobin (1967a), *Risk Aversion and Portfolio Choice*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Monograph 19, John Wiley & Sons.
- \_\_\_\_\_ (1967b), *Studies of Portfolio Behavior*, Cowles Foundation For Research in Economics at Yale University, Monograph 20, John Wiley & Sons.
- \_\_\_\_\_ (1967c), *Financial Markets and Economic Activity*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Monograph 21, John Wiley & Sons.
- Hicks, E. (1957), *The Problem of Monetary Analysis*, Presentazione al "Meeting of the Money and Banking Section of the Economic Society of Belgrade", 20 novembre.
- Hicks, J.R. (1935), *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*, in "Economica", febbraio.

- \_\_\_\_\_ (1942), *The Social Framework*, Oxford, Clarendon Press.
- Holtrop, M.W. (1957), *Method of Monetary Analysis Used by De Nederlandsche Bank*, in “International Monetary Fund Staff Papers”, vol. 5, febbraio.
- Koopmans, T.C. (1947), *Measurement without Theory*, in “Review of Economic Statistics”, n. 3, agosto.
- Kydland, F.E. e E.C. Prescott (1990), *Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth*, in “Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review”, Spring.
- Menichella, D. (1954), *Discorso all’assemblea dell’Associazione fra le casse di risparmio del 18 maggio 1954*, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1.
- \_\_\_\_\_ (1955), *Discorso all’assemblea dell’Associazione fra le case di risparmio italiane del 25 maggio 1955*, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1.
- Millar, J.R. (1991), *Institutionalist Origins*, pubblicato in J.C. Dawson (a cura di) *Flow-of-Funds Analysis. A Handbook for Practitioners*, M.E. Sharpe, Armonk, New York-Londra, 1996.
- Mitchell, W.C. (1944), “*The Flow of Payments, A Preliminary Survey of Concepts and Data*”, nota non pubblicata.
- McCloskey, D.N. (1985), *The Rhetoric of Economics*, The Board of the Regents of the University of Wisconsin System.
- Modigliani, F. e F. Cotula (1973), *Un’analisi empirica dei flussi finanziari e della composizione della ricchezza finanziaria dell’economia*, Moneta e Credito, marzo-giugno, n. 102.
- Mortara, G. (a cura di) (1932), *Cicli economici*, Nuova collana di economisti, vol. VI, Torino, UTET.
- Ossola, R. (1986), *Menichella: l’arte del banchiere centrale*, in Donato Menichella. *Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d’Italia*, Roma-Bari, Laterza.
- Patinkin, D. (1982), *Anticipations of the General Theory? And Other Essays on Keynes*, The University of Chicago Press.
- Polak, J.J. (1959), *Financial Statistics and Financial Policy*, in “International Monetary Fund Staff Papers”, vol. VII, n. 1, aprile.

- Rey, G.M. (2004), *Gli studi di economia applicata e l'affermazione dell'econometria*, in G. Garofalo e A. Graziani (a cura di), *La formazione degli economisti in Italia (1950-1975)*, Bologna, il Mulino.
- Ricordo di Guido Carli (1994), Roma, Editoriale Lavoro.
- Ritter, L. (1963), *The Flow-of-Funds Accounts: A New Approach to Financial Market Analysis - An Exposition of the Structure of the Flow-of Funds Accounts*, in "Journal of Finance", vol. XVIII, n. 2, maggio.
- Roe, A.R. (1973), *The Case for Flow of Funds and National Balance Sheet Accounts*, in "The Economic Journal", n. 330, giugno.
- Rutheford, M. (2002), *Morris A. Copeland: A Case Study in the History of Institutional Economics*, in "Journal of the History of Economic Thought", vol. 24, n. 3.
- \_\_\_\_\_ (2003) "Who's Afraid of Arthur Burns?" *The NBER and the Foundations*, University of Victoria, mimeo.
- Sigel, S.J. (1962), *An Approach to the Integration of Income and Product and Flow-of-Funds National Accounting Systems: A Progress Report*, in *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Stone, J.R.N. (1966), *The Social Accounts from a Consumer's Point of View. An Outline and Discussion of the Revised United Nations System of National Accounts*, in "The Review of Income and Wealth", n. 1, marzo.
- Taylor, S.P. (1958), *An Analytic Summary of the Flow-of-Funds Accounts*, in "American Economic Review", vol. 48, n. 3.
- \_\_\_\_\_ (1963), *Uses of Flow-of-Funds Accounts in the Federal Reserve System*, in "Journal of Finance", vol. 18, maggio.
- \_\_\_\_\_ (1991), *From Moneyflows Accounts to Flow-of-Funds Accounts*, pubblicato in J.C. Dawson (a cura di), (1996), *Flow-of-Funds Analysis. A Handbook for Practitioners*, M.E. Sharpe, Armonk, New York- Londra, England, 1996.
- Teplin, A.M., Antoniewicz, R., McIntosh, S.H., Palumbo, M., Solomon, G., Mead, C.I., Moses, K. e B. Moulton (2005), *Integrated Macroeconomic Accounts for the United States: Draft SNA-USA*, in

- D.W. Jorgenson, J.S. Landefeld e W.D. Nordhaus (a cura di), *A New Architecture for the U. S. National Accounts*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Tobin, J. (1952), *Monetary Theory. Asset Holding and Spending Decisions*, in "American Economic Review, Papers and Proceedings" vol. 42, maggio.
- \_\_\_\_\_ (1961), *Monetary Theory: New and Old Looks. Money, Capital and other Stores of Values*, in "American Economic Review, Papers and Proceedings", vol. 51, maggio.
- \_\_\_\_\_ (1963), *Commercial Banks as Creators of "Money"*, in D. Carson (a cura di), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, III, Richard D. Irwin.
- \_\_\_\_\_ (1969), *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, in "Journal of Money, Credit and Banking", n. 1.
- Tooze, J.A. (2001), *Statistics and the German State*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Vaciago, G. (a cura di) (1983), *La programmazione dei flussi finanziari*, Bologna, il Mulino.
- Visco, I. (2005), *From Theory to Practice in Macroeconomic Models: Post Keynesian Eclecticism*, in "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", vol. LVIII, giugno-settembre.
- Walsh, C.E. (1981), *Measurement Error and the Flow of Funds Accounts: Estimates of Household Asset Demand Equations*, NBER Working Paper, n. 732, agosto.
- Young, R.A. (1957), *Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts*, in "International Monetary Fund Staff Papers", vol. 5, febbraio.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. DE BONIS E A. GIGLIOBIANCO

*Giuseppe Della Torre\**

Con molto piacere ho accolto l'invito a commentare il saggio di Riccardo De Bonis e Alfredo Gigliobianco sulle origini storiche dei conti finanziari in Banca d'Italia, in questa sede prestigiosa e davanti a persone così qualificate.

### **1. Il ruolo delle istituzioni di ricerca nella costruzione dei sistemi di contabilità macroeconomica**

Nella storia dei sistemi di contabilità macroeconomica si dà grande rilievo all'incidenza degli sviluppi teorici sulla costruzione dei diversi sistemi contabili (mercantilismo *e* bilancia dei pagamenti, keynesismo *e* conti economici nazionali, scelte di portafoglio *e* contabilità di stock, ecc.), postulando l'egemonia del polo accademico e trascurando con ciò il ruolo delle istituzioni economico-statistiche. Nonostante l'indubbia rilevanza che le istituzioni nazionali e sovranazionali (con competenze "monetarie" e non)<sup>1</sup> hanno avuto nella costruzione della contabilità macroeconomica, questa pista di analisi è stata "*più evocata che indagata*", anche nella letteratura più attenta a questi temi. E questo anche per il tecnicismo degli schemi contabili (Bos, 1997).

De Bonis e Gigliobianco pongono al centro della loro riflessione il ruolo delle istituzioni di ricerca economica nello sviluppo dei conti finanziari: "un tratto comune a tutto il lavoro è l'importanza [attribuita alle] istituzioni nello sviluppo dei conti finanziari: le banche centrali, gli organismi di ricerca semipubblici come il NBER, gli istituti centrali di

---

\* Dipartimento di Economia politica Facoltà di Economia "R. Goodwin" Università degli Studi di Siena. Ringrazio la dott.ssa Elisabetta Loche, dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, per la cortesia e i suggerimenti fornitimi nella consultazione dei documenti per la redazione di questo commento.

<sup>1</sup> Mi riferisco all'istituzionalizzazione del secondo dopoguerra, con la partizione delle competenze tra Nazioni Unite (*System of national accounts*) e Fondo monetario internazionale (*flow of funds*, bilancia dei pagamenti, e finanza pubblica, es. FMI, 1991) e, tra le due guerre mondiali, ai tentativi di armonizzazione delle statistiche monetarie da parte della Società delle Nazioni e della Banca dei regolamenti internazionali (es. Feiertag, 2005).

statistica, gli enti internazionali”. In questo contesto, il saggio costituisce un’occasione per riflettere sulle relazioni tra gli sviluppi della teoria della moneta, le esigenze informative poste dalla politica monetaria, il ruolo delle personalità della Banca d’Italia, e la costruzione degli schemi di contabilità finanziaria.

Rispetto a un paper molto ricco di sfaccettature, ho circoscritto il mio commento a due punti: 1. le motivazioni interne a Banca d’Italia nella costruzione del bilancio monetario nazionale di Paolo Baffi del 1949; e 2. la transizione tra il bilancio monetario di Baffi e le matrici finanziarie di Mario Ercolani e Franco Cotula (1969): forme di continuità e di rottura.

## **2. Il bilancio monetario nazionale di Paolo Baffi del 1949 e la “via italiana ai conti finanziari”**

1. La parte iniziale del paper prende in esame i diversi aspetti (teorici, istituzionali, ecc.), in forma molto circostanziata, che accompagnano la costruzione dei *moneyflows* da parte di Copeland, tra il *memorandum* di Wesley C. Mitchell del 1944 e il volume compiuto del 1952. Particolare attenzione è dedicata alla transizione (collocata da De Bonis e Gigliobianco nel solco “*della continuità*”)<sup>2</sup> tra i *moneyflows* di Copeland del 1952 e i *flow of funds* della Federal Reserve del 1955 e 1959<sup>3</sup>.

2. Dopo la trattazione dei *moneyflows*, gli autori affrontano il tema, avvincente, dei fattori che portarono alla costruzione del bilancio monetario nazionale (BMN) da parte di Paolo Baffi nella *Relazione annuale* del 1949 (sull’anno 1948) e “*alla via italiana ai conti finanziari*”. L’analisi svolta su questo punto è resa ancor più interessante per il fatto che nel momento dell’introduzione del BMN (e negli anni immediatamente successivi)<sup>4</sup>, nelle pubblicazioni disponibili, non vi è un’esplicita riflessione da parte di Baffi (o di Banca d’Italia) sui fondamenti e sulle finalità di quella struttura informativa. Di questo si può avere una prima indicazione sfogliando le pagine della *Relazione annuale* sul 1948, da cui si evince che l’inserimento della complessa tavola del BMN non è

<sup>2</sup> Altri commentatori (es. Cohen, 1972) mostrano, viceversa, l’esistenza di uno iato tra i due schemi.

<sup>3</sup> *Moneyflows* e *flow of funds* furono concepiti all’interno della medesima istituzione (la Federal Reserve) e sotto la supervisione di Copeland. In questo può esserci un aggancio con quanto avvenuto in Italia tra il bilancio monetario di Baffi e le matrici finanziarie di Ercolani e Cotula.

<sup>4</sup> Bisognerà attendere la *survey* di E. Hicks (1957).

accompagnato da particolari notazioni teorico-metodologiche. Riporto a tal fine il brano, piuttosto scarno, della *Relazione* costruito intorno alla tavola del BMN:

*“il complesso degli investimenti fissi lordi ... del 1948 risulta per la maggior parte ... costituito da prodotti dell’industria meccanica; in lieve misura ... da prodotti siderurgici [ecc.]. Alla copertura del fabbisogno di finanziamento connesso all’insieme degli investimenti lordi ... hanno concorso ... tanto i mezzi attinti alla disponibilità monetarie affluite sul mercato quanto le disponibilità derivanti dalle quote di ammortamento ... sia infine gli autofinanziamenti veri e propri da profitti non distribuiti. Non è purtroppo possibile, sulla base dei dati disponibili, un confronto diretto tra investimenti da un lato e risparmio monetario e autofinanziamenti dall’altro. È però possibile fornire un quadro abbastanza preciso delle disponibilità monetarie affluite sul mercato e delle operazioni di impiego del sistema creditizio sia a vantaggio del Tesoro che dell’Economia. Tale prospetto permette, inoltre, attraverso la considerazione dell’effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori, di ottenere l’effetto complessivo dell’insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria”* (pp. 189-192).

De Bonis e Gigliobianco hanno affrontato il tema inesplorato delle ragioni sottese alla costruzione del BMN, con alcuni risultati interessanti. Riporto schematicamente tre punti tratti dalle loro argomentazioni: 1. *“Baffi si trovò subito dopo la guerra ad essere il capo di fatto del Servizio Studi, in una posizione di notevole potere riguardo agli indirizzi da dare alla ricerca”*<sup>5</sup>; 2. il BMN riflette l’impostazione metodologica di Baffi, legata al gruppo degli statistici-economisti degli anni trenta-quaranta (Mortara in Italia e Mitchell negli Stati Uniti) che attribuivano alla misurazione quantitativa un ruolo centrale nella comprensione dei nessi tra fenomeni economici; 3. *“Copeland indubbiamente fece scuola, ma non prima della metà degli anni cinquanta [con i flow of funds della Federal Reserve]: fu allora che il suo metodo acquisì una forza di irradiazione aggiuntiva rispetto a quella derivata dal puro lavoro scientifico [...]. Era la forza derivante dal fatto che la Federal Reserve l’avesse adottato [...].*

<sup>5</sup> Sull’analisi del ruolo svolto dal Servizio Studi nella ricerca economica la letteratura non è particolarmente abbondante; rinvio ai recenti lavori di Scatamacchia (2003; 2005) e Tuccimei (2005). Sull’attività di Baffi all’interno del Servizio Studi si veda anche la commemorazione da parte di Desario (1999).

*Prima di allora gli studiosi e le istituzioni dei vari paesi (in primis le banche centrali) avevano proceduto in ordine sparso”.*

Da cui, l’idea dei due autori – che ritengo corretta e ben motivata – di assegnare un ruolo tutto interno alla Banca d’Italia e, nello specifico, alla figura di Baffi, alla sua formazione scientifica, ai suoi interessi di lavoro negli anni trenata-quaranta nello sviluppo del BMN, negando un ruolo decisivo ai *moneyflows*. Rispetto a questa linea interpretativa della “*via italiana ai conti finanziari*”, mi sento di avanzare due suggerimenti, che espongo di seguito.

3. De Bonis e Gigliobianco richiamano, tra gli elementi fondanti del BMN, l’esperienza di Baffi maturata prima e durante la seconda guerra mondiale. Ora, questa notazione può essere arricchita partendo dalla struttura contabile del BMN, “*organizzata per fornire uno schizzo dei finanziamenti intersettoriali, [ma] centrata sulle fonti di creazione delle banconote emesse da Banca d’Italia*” (E. Hicks, 1957). Ciò che propongo è la connessione tra la rilevanza dell’“*effetto residuo [del finanziamento all’Economia e al Tesoro] sulla circolazione*” e, dall’altro, l’esperienza del “*circuito monetario*” (1935-1943), cui Baffi partecipò attivamente, volta a sostenere lo sforzo bellico convogliando le risorse finanziarie verso il Tesoro, compatibilmente con la stabilità dei prezzi, e, quindi, con grande attenzione per l’espansione della circolazione<sup>6</sup>. Certamente, questo ben si lega, come posto in luce dagli autori, con la situazione di inflazione aperta dell’immediato dopoguerra e con la linea Einaudi di riequilibrio monetario (in tale direzione anche Pittaluga, 2004).

4. Sempre nella fase di avvio della costruzione del BMN, mi sembra interessante l’analisi svolta da De Bonis e Gigliobianco sui rapporti tra Baffi e gli studiosi che si occupavano negli anni cinquanta degli schemi di analisi monetaria (Earl Hicks, Holtrop, ecc.)<sup>7</sup>. In questo ambito, suggerisco di estendere l’analisi ai legami istituzionali, scientifici e amicali, molto

<sup>6</sup> Tale associazione è sorretta, a mio parere, da alcuni documenti consultati nell’Archivio Storico della Banca d’Italia. Es., ASBI, Carte Baffi, ex-Monte Oppio, n. 254, memoria sull’inflazione italiana: appunto su spesa pubblica e forme di copertura, 1947, e Carte Baffi, n. 9, bilancio monetario: appunto sugli effetti inflazionistici (deflazionistici) del bilancio dello Stato, della bilancia dei pagamenti, delle voci relative alle banche, ecc., 1951.

<sup>7</sup> A titolo di esempio, richiamo il carteggio con Earl Hicks del Fondo monetario internazionale (Carte Baffi, n. 43, risposta di Baffi a lettera sul BMN di E. Hicks, marzo 1953) e alla raccolta di carte relative agli schemi monetari (Dorrance, E. Hicks, Holtrop, Segré, ecc.) (Carte Baffi, n. 346). Da menzionare anche il periodo trascorso da Baffi presso la Federal Reserve nel 1956 per studiare i *flow of funds* (Signorini, 2004).

intensi, tra Baffi e Robert Triffin, sin dalle prime visite di questi in Banca d'Italia come rappresentante dell'FMI nella seconda metà degli anni quaranta<sup>8</sup>. Tali rapporti sono importanti perché l'approccio esposto da Triffin (1946) – *First Meeting of Central Bank Technicians of the American Continent*, Mexico City – assume un ruolo “fondativo” nello sviluppo della contabilità finanziaria (Dorrance, 1969, pp. 198-207). Peraltro, Triffin costruirà con Geer Stuvel, nella seconda metà degli anni cinquanta, lo “schema di analisi monetaria” dell'OEEC (1960), che costituisce un quadro generale entro cui collocare il BMN di Baffi e che risente delle idee già esposte in Triffin (1946)<sup>9</sup>.

### 3. Dal “bilancio monetario” di Baffi (1949) alle “matrici finanziarie” di Ercolani e Cotula (1964, 1969): elementi di continuità “e” di rottura

1. Un altro punto interessante della trattazione di De Bonis e Gigliobianco è costituito dal fatto di ritenere il BMN di Baffi “l’embrione dei conti finanziari apparsi nella Relazione della Banca sull’anno 1964” (Banca d'Italia, 1965), preceduti dalla versione pubblicata nella Relazione sul 1961 e seguiti dal lavoro di sistemazione di Ercolani e Cotula (1969).

A questo proposito De Bonis e Gigliobianco portano diversi elementi a favore della “continuità” tra le due strutture informative e questa ipotesi costituisce “una” delle conclusioni principali del loro lavoro.

Tra i fattori a favore della continuità è ricordata l’esigenza, manifestata sin dalla prima versione del BMN del 1949, di andare oltre le transazioni finanziarie rilevate, “individuando le fonti [totali] di finanziamento degli investimenti”. Come pure, la predisposizione nelle versioni del BMN che seguirono di tabelle supplementari via via più complete ed esaurienti.

<sup>8</sup> Ad esempio, nel carteggio Baffi-Triffin, vi è un appunto sul *memorandum* redatto da quest’ultimo su “*Il progresso dell’Italia nel 1948*”, con una struttura dell’informazione quantitativa molto vicina a quella del BMN (Carte Baffi, n. 120, febbraio 1949).

<sup>9</sup> I rapporti tra Baffi e Triffin sono particolarmente intensi tra la presentazione del BMN nel 1949 sino alla predisposizione dello schema dell’OEEC negli anni 1958-1960 (Carte Studi, Pratt., n. 277, appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, 1958). Inoltre, Baffi e Francesco Masera collaborano con i primi tentativi di implementazione dello schema OEEC, fornendo a Triffin i dati statistici elaborati per l’Italia (Carte Baffi, n. 345, lettera di Baffi a Triffin sull’applicazione dello schema OEEC all’Italia, 1948-1956, settembre 1958).

Certamente tra il BMN e le matrici finanziarie (MF) delle *Relazioni annuali* sul 1961, 1964 vi è continuità nel senso di affinamenti del dettaglio settoriale e delle categorie degli strumenti finanziari (es. Cutilli e Gnesutta, 1973). Tra il BMN e le MF sarebbe intervenuta pertanto una sorta di “*espansione orizzontale*” dello schema, come allargamento delle transazioni e degli operatori rilevati. Questa interpretazione non costituisce una novità, nel senso che la storia della contabilità finanziaria italiana (es. Gambino, 1963; 1969, Banca d’Italia, 1965; 2003) postula con forza questo aspetto essenzialmente statistico, come processo di progressivi miglioramenti nella continuità dell’azione di ricerca della Banca d’Italia<sup>10</sup>.

2. Accanto agli elementi che sostengono la continuità vi sono, tuttavia, altri fattori che mostrano la presenza *anche* di fattori di rottura tra le due tipologie di schemi di contabilità finanziaria. Il BMN rientra tra gli schemi di analisi monetaria, la cui elaborazione è particolarmente intensa tra la fine degli anni quaranta e cinquanta<sup>11</sup>. A fronte di tali schemi vi sono, successivamente, le MF (in cui si colloca, a mio parere, lo schema di Ercolani e Cotula).

Come ricordato da E. Hicks (1957), c’è una netta differenza tra i due sistemi di contabilità finanziaria. La prima differenza attiene al grado di copertura delle transazioni finanziarie: a) gli schemi di analisi monetaria sono costruiti prendendo in considerazione le istituzioni monetarie, dividendo le loro attività per settore di indebitamento e il passivo per grado di liquidità. Dato che tali schemi si riferiscono al sistema monetario e bancario, sono necessariamente una matrice incompleta; b) le matrici finanziarie comprendono il complesso dei rapporti intersettoriali e, ove siano su base lorda, includono anche i rapporti creditizi intrasettoriali. La seconda differenza attiene al fatto che le MF costituiscono “*un’espansione verticale*” del sistema dei conti economici nazionali (“reali”), perseguita all’epoca da pochi paesi<sup>12</sup>. La terza differenza riguarda il fatto che le MF

<sup>10</sup> Tra i lavori per la Relazione sul 1964 vi è un riferimento che si colloca in questa direzione: “[nello schema è esposto] il complesso delle operazioni, cioè l’insieme delle relazioni finanziarie intrattenute tra ciascuno settore con i restanti. Si tratta di una risistemazione metodica e generalizzata del quadro delle interrelazioni finanziarie, che rappresenta un’altra tappa verso la costruzione di schemi sempre più esaurienti e metodologicamente affinati del cammino iniziato, fin dal lontano 1948, con il BMN, e proseguito nelle successive Relazioni, con elaborazioni sempre più particolareggiate” (Carte Studi, Pratt., n. 392, appunto per la Relazione sul 1964, 1965).

<sup>11</sup> Tra le rassegne degli anni cinquanta, che collocano in tale ambito il BMN, ricordo quelle di Earl Hicks (1957) e di Segré (1958). Più di recente, rinvio a Carson (1999).

<sup>12</sup> “*The compilation of national income statistics with income, expenditure, investment and saving accounts for each of the sectors raises the question of accounting for the means by which sector* (continua)

hanno finalità “più generali” dell’obiettivo di analisi degli schemi di analisi monetaria e sono legate ai referenti teorici delle scelte di portafoglio e alla conseguente integrazione, in uno schema di equilibrio generale, delle grandezze reali e finanziarie nelle dimensioni di stock e di flussi (es. Cutilli e Gnesutta, 1973, Arcelli, 1976).

Da ricordare infine il condizionamento sulla predisposizione delle MF proveniente dal lavoro sui conti finanziari in corso presso la *Conference of European Statisticians, Expert Group on Statistics and Changes in Financial Assets and Liabilities*, Ginevra, 1959. La Banca d’Italia partecipò attivamente, con propri rappresentanti, all’elaborazione dello schema dei conti finanziari della Comunità economica europea (Carte Studi, Pratt., n. 273, *memorandum* sui conti finanziari, 1960).

#### 4. Una sintesi

Il lavoro di De Bonis e Gigliobianco costituisce un’importante riflessione – non facile, ma complessivamente riuscita – sui diversi piani (teorici, istituzionali, personali, ecc.) che hanno portato all’elaborazione dei conti finanziari in Banca d’Italia tra il 1949 e il 1964.

Convincente e ben motivata è la collocazione “tutta interna” alla Banca d’Italia della fondazione del BMN nel 1949. In questo contesto mi sembra, tuttavia, utile allargare l’analisi ai legami tra 1. la posizione metodologica di Baffi e la sua partecipazione all’implementazione del “circuit monetario” (1935-1943) e 2. la ricerca di Baffi e la collaborazione istituzionale e scientifica con Robert Triffin.

Più aperto mi sembra, invece, il tema della transizione tra il BMN di Baffi e le MF di Ercolani e Cotula, nel senso che accanto agli innegabili elementi di continuità sono, a mio giudizio, presenti anche fattori di discontinuità che meriterebbero una specifica analisi.

---

*deficits and surpluses are financed, and suggest the addition to national income accounts of intersector borrowing and lending statistics. The national income statement may be considered as the “top half” of a full statement of an economy’s transactions. The financial accounts may be considered as the “bottom half” (E. Hicks, 1957).*

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Arcelli, M. (1976), *La reinterpretazione keynesiana e la contabilità ai flussi di fondi*, in "Banche e banchieri", n. 8.
- Banca d'Italia (1949), *Relazione annuale sul 1948*, Roma.
- \_\_\_\_\_ (1965), "Note metodologiche ad alcune tavole della Relazione della Banca d'Italia per il 1964", in *Bollettino statistico*, n. 1.
- \_\_\_\_\_ (2003), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali, luglio.
- Bos, F. (1997), *Value and Income in the National Accounts and Economic Theory*, in "Review of Income and Wealth", vol. 43, n. 2, giugno.
- Carson, C.S. (1999), *50-Year Retrospective of the IARIW: The Early Years*, in "Review of Income and Wealth", vol. 45, n. 3, settembre.
- Cohen, J. (1972), *Copeland's Moneyflows After Twenty-Five Years: A Survey*, in "Journal of Economic Literature", vol. 10, n. 1.
- Cutilli, B. e C. Gnesutta (1973), *Presentazione a M. Yanovsky, Sistemi di contabilità nazionale*, Bologna, il Mulino. [Ediz. ital. di *Anatomy of Social Accounting Systems*, Londra, Chapman & Hall, 1965].
- Desario, V. (1999), *Ricordo del Governatore Paolo Baffi*, Comune di Broni, 27 novembre 1999.
- Dorrance, G.S. (1969), *The Role of Financial Accounts*, in "Review of Income and Wealth", vol. 15, n. 2, giugno.
- Ercolani, M. e F. Cotula (1969), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 4, Roma.
- Feiertag, O. (a cura di), (2005), *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIX<sup>e</sup>-XX<sup>e</sup> siècle)*, Collection de la Mission historique de la Banque de France, Parigi, Albin Michel.
- Gambino, A. (1963), *Sugli accertamenti dei flussi di risparmio*, in "Moneta e credito", n. 61.
- \_\_\_\_\_ (1969), *Introduzione all'economia creditizia. Con un'appendice sui conti finanziari della Banca d'Italia*, Torino, Boringhieri.
- Hicks, E. (1957), *Monetary Analyses*, in "IMF Staff Papers", vol. V, n. 3.

- FMI (1991), *The IMF's Statistical Systems in Context of Revision of the United Nations' System of National Accounts*, a cura di V. Galbis, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- OEEC (1960), *Statistics of Sources and Uses of Finance, 1948-1958*, a cura di R. Triffin e G. Stuvell, Organisation for European Economic Co-Operation, Parigi.
- Pittaluga, G.B. (2004), *Il Governatorato Baffi (1975-1979)*, Dipartimento di Scienze economiche e finanziarie, Working paper, n. 6, marzo.
- Scatamacchia, R. (2003), *Un laboratorio per la "Ricostruzione": il Servizio Studi della Banca d'Italia*", in *Mélanges de l'école française de Rome*, t. 115, n. 2.
- \_\_\_\_\_ (2005), *L'émergence du Service des Etudes de la Banque d'Italie et le développement de sa fonction d'expertise (1894-1947)*", in Feiertag (2005).
- Segré, C. (1958), *Monetary Surveys and Monetary Analysis*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. LXXII, febbraio.
- Signorini, L.F. (2004), *Comment*, in European Central Bank (a cura di), *Statistics and their Use for Monetary and Economic Policy-making*, Second ECB Conference on Statistics, 22-23 aprile 2004.
- Triffin, R. (1946), *Esbozo general de una analisis de las series estadísticas monetarias y bancarias de America Latina sobre bases uniformes y comparables*, in *Memoria. Primera reunión de técnicos sobre problemas de banca central del continente americano*, Mexico City, 15-30 agosto 1946, Banco de México S.A., pp. 410-415.
- Tuccimei, E. (2005), *La ricerca economica in Via Nazionale. Una storia degli "Studi" da Canovai a Baffi (1894-1940)*, in Banca d'Italia, Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, n. 9, settembre.

### Documentazione ASBI - Carte Baffi e Carte Studi

- Carte Baffi, n. 9, fasc. 10 [Bilancio monetario: appunto sugli effetti inflazionistici (deflazionistici) delle variabili (entrata – uscita) del bilancio dello Stato, della bilancia dei pagamenti, delle banche, ecc., 1951].
- \_\_\_\_\_ n. 43, fasc. 5, sfasc. 1 [risposta di Baffi a lettera sul BMN di E. Hicks, marzo 1953].

\_\_\_\_\_ n. 120, fasc. 6 [R. Triffin, “I progressi dell’Italia nel 1948”, febbraio 1949].

\_\_\_\_\_ n. 345, fasc. 3, sfasc. 1 [lettera di Baffi a Triffin sull’applicazione dello schema OEEC all’Italia, 1948-1956, da parte di F. Masera, settembre 1958].

\_\_\_\_\_ n. 346, fasc. 1-2 [schemi di analisi monetaria di Dorrance, E. Hicks, Holtrop, Segré, ecc.].

\_\_\_\_\_ ex-Monte Oppio, n. 254, fasc. 3 [memoria sull’inflazione italiana, 1947].

Carte Studi, Pratt., n. 273, fasc. 16 [memorandum sui conti finanziari, Comunità economica europea, 1960].

\_\_\_\_\_ Pratt. n. 277, fasc. 2 [appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, ottobre 1958].

\_\_\_\_\_ Pratt. n. 277, fasc. 2 [appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, ottobre 1958].

# **FINANCIAL ACCOUNTS IN EUROPE: BEGINNINGS, DEVELOPMENT AND HARMONISATION**

*Riccardo Massaro\**

“In the case of monetary science there is a special reason why statistics are of fundamental importance to suggest theories, to test them and to make them convincing.” (Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 408).

## **1. Introduction**

Present-day financial accounts are a set of interrelated statistics that give information on the financing patterns across all sectors in the economy. Financial accounts are complex and demanding, but this is inherent in their nature, as they span the entire economy.

The history of such a wide-ranging topic is in itself complex and multifaceted. It is therefore necessary to isolate some strands within it. In my opinion, the main strands that contributed to the development and standardisation of financial accounts in Europe are the following:

- (1) the reflections on the financing of aggregate investment by Keynes and major post-Keynesian economists;
- (2) requests for improvements in financial statistics made by economists belonging to the above tradition;
- (3) the work done in the United States by Copeland and the Federal Reserve;
- (4) analysis and discussions at international institutions and conferences;
- (5) data collection and diffusion by international institutions.

---

\* Bank of Italy, Historical Research Department. I am grateful for constructive criticism to Alberto Baffigi, Federico Barbiellini Amidei, Elio Cerrito, Filippo Cesarano, Franco Cotula, Robert Gadsby, Alfredo Gigliobianco, Matteo Gomellini, Juan Carlos Martinez Oliva and Sabrina Pastorelli. The views expressed are those of the author and do not necessarily coincide with those of the Bank of Italy.

The treatment of items (1) and (2) will be short, as a fuller account is under preparation. I will deal only briefly with item (3), as it is one of the topics of the paper presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco. The focus of this paper will thus be on items (4) and (5). In the conclusions I will provide an assessment of the progress made in the compilation of financial accounts in Europe.

## 2. Keynes and some post-Keynesian economists on financing

### 2.1 *Economic theory*

#### 2.1.1 *Booms and slumps in Keynes' Treatise on Money*

The main argument of the *Treatise* is a theory of the price level, however Keynes devotes several pages to fluctuations in business activity.<sup>1</sup> He argues in many places that investment and saving decisions are taken by different people.<sup>2</sup> For example he suggests that:

It is not surprising that Saving and Investment should often fail to keep step. In the first place [...] the decisions which determine Saving and Investment respectively are taken by two different sets of people influenced by different sets of motives, each not paying very much attention to the other (Keynes, 1930, vol. I, p. 279)

This separation between saving and investment decisions is his main explanation of the trade cycle, and it entails a certain degree of external financing of investment made by corporations.

The need for external financing becomes especially intense when there is an increase in the level of economic activity. For Keynes, the early phase of a boom is accompanied by a financing gap:

<sup>1</sup> The analysis of the general price level had been one of the main topics of monetary theory for some decades. Keynes himself acknowledges that his treatment is somehow similar to that of Wicksell. But Wicksell's theoretical construct included a spontaneous tendency toward full employment. The possibility of severe fluctuations in general economic activity is instead acknowledged in some parts of the *Treatise*.

<sup>2</sup> The definition of Saving and Investment in the *Treatise* is not the same as that in the *General Theory*. The difference is due to the definition of income in the *Treatise*: "the definition of income, which I there employed, differed from my present definition by reckoning as the income of entrepreneurs not their actually realised profits but (in some sense) their 'normal profit'" (Keynes, 1936, p. 77).

the development of an investment boom certainly does not mean that the entrepreneurs who initiate it have deliberately decided that the public are going to save out of their incomes on a larger scale than before (Keynes, 1930, vol. I, p. 279).

This financing gap will be filled by the intervention of banks, insofar as they accept to do so. Keynes expresses his views in these terms:

it is the facilities allowed by the banks which are the marginal factor determining the precise degree to which entrepreneurs will be in a position to carry out their enterprises (Keynes, 1930, vol. I, p. 279).

### 2.1.2 *Keynes on financing after the General Theory*

Keynes in the *General Theory* did not devote much attention to the financing of investment.<sup>3</sup> But the topic was raised by Ohlin.<sup>4</sup> Keynes in his replies to Ohlin develops his ideas, and ex-ante financing of investment is not any longer a prerogative of banks as in the *Treatise*. In fact, new issues of securities also play a role. In his reply to Ohlin, Keynes argues as follows:

Planned investment--i.e. investment *ex-ante*--may have to secure its "financial provision" before the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. [...] There has, therefore to be a technique to bridge this gap between the time when the *decision* to invest is taken and the time when the correlative investment and saving actually occur. This service may be provided either by the new issue market or by the banks (Keynes, 1937a, p. 246).

In a later article, Keynes distinguishes between short-term and long-term "finance" and suggests that the pre-financing of investment may also be made with cash in the hands of companies:

<sup>3</sup> Schumpeter in 1954 noticed a different treatment by Keynes in the *Treatise* and in the *General Theory* of the view that bank loans create deposits: "The deposit-creating bank loan and its role in the financing of investment *without any previous saving up of the sums lent* have practically disappeared in the analytic schema of the *General Theory*" (Schumpeter, 1954, p. 1114).

<sup>4</sup> Ohlin distinguishes between plans and realised outcomes, or between ex-ante and ex-post variables. He then discusses the financing of investment and financing constraints: "Of all the possible investments which seem profitable, only some are planned for the next period and actually begun. [...] it is clear that the cash and credit resources, which the firm has at its disposal at the beginning of a period and acquires during the period, provide an upper limit for its ability to buy." (Ohlin, 1937, p. 61).

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once (Keynes, 1937b, p. 664).

### 2.1.3 Hicks 1935 on liquid assets and financing

Hicks in *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money* starts his analysis from the existing stocks of money in the hands of individuals or companies.<sup>5</sup> He then argues that an individual can use his holdings of money in three ways. The first is a transaction in goods versus money (buying something). The other two are financial transactions: (a) lending money to someone else; (b) paying off debts (Hicks, 1935, pp. 4-5). Hicks later notices that lending can also be done by decreasing the holdings of liquid assets, which he calls “safe investments” (Hicks, 1935, p. 10).

The lending ability of individuals equipped with surplus cash, or liquid assets, gives all sectors a feature usually associated with banks. In the words of Hicks:

my suggestion can be expressed by saying that we ought to regard every individual in the community as being, on a small scale, a bank (Hicks, 1935, p. 12).

This theoretical position has several implications for the study of the credit mechanism. For example a description of credit flows in the economy cannot be limited to the lending done by banks, but will require information on the actions taken by many sectors.

### 2.1.4 Kahn, Kaldor and Sayers on financing

On the occasion of the economic debate promoted by the Radcliffe Committee in the late 1950s,<sup>6</sup> Kahn, Kaldor and Sayers gave great

<sup>5</sup> Hicks at the beginning of the article presents his position on money as strongly influenced by Keynes' *Treatise* (“I am being more Keynesian than Keynes”).

<sup>6</sup> The Radcliffe Committee was appointed in early 1957 “to inquire into the working of the monetary and credit system, and to make recommendations”. It was composed of nine members, two of them, Cairncross and Sayers, from the academic world. The Committee asked several written memorandum to representatives of institutions and to academic economists. Then, during many meetings, it heard oral evidence from several individuals.

emphasis to the fact that the financing of investment is related to *overall liquidity*. Overall liquidity is determined by two main factors: existing easily realisable assets and the expected availability of credit (Kaldor, 1960b, p. 15; Sayers, 1960, p. 712).

These authors share the view that the study of the level of activity of an economy requires a comprehensive view of the web of financing in that economy. For them, bank advances retain an important position in financing investment, but this is mostly due to the fact that, except for “the really large companies” (Kahn, 1960, p. 140), the issuance of ordinary shares is difficult. Other financial institutions can also be a source of short-term credit, for example hire-purchase finance houses (Kahn, 1960, p. 146). The extension of trade credit between companies is also considered a crucial financing channel (Kaldor, 1960a, p. 148; Sayers, 1960, p. 713). Attention is then paid to the credit obtainable in capital markets. Finally it is suggested that it is necessary to integrate the analysis of credit and capital markets as sources of finance (Sayers, 1960, pp. 713-14).

Along the lines of Hicks 1935, it is suggested that liquid assets, as those corresponding to the liabilities of non-monetary financial institutions, can be used to extend credit (Kaldor, 1960b, p. 19; Sayers, 1960, p. 722).

This group of authors argues that for the purposes of monetary analysis, and especially for its link to the general level of economic activity, it is necessary to have a full picture of the financing that takes place in the economy, both across sectors and through different financial instruments. So it is not surprising that the opinions of these authors favoured the position taken by the Radcliffe Committee on the need to improve the collection of financial statistics beyond banking returns.

## 2.2 *Requests for statistics*

### 2.2.1 *Hicks 1935 on balance sheets*

In the article already referred to above, Hicks suggests building monetary theory around balance sheet values. To do this, he considers it necessary to draw up a standardised balance sheet “suitable for all individuals and institutions” (Hicks, 1935, p. 12). He also suggests a balance sheet consisting of the following financial assets:<sup>7</sup>

<sup>7</sup> The full list of assets includes goods and productive equipment.

- money,
- bank deposits,
- short-term debts,
- long-term debts,
- stocks and shares.

His list of financial liabilities is instead shorter (and alas incomplete):

- short term debts,
- long term debts.

With his idea of a standard balance sheet for all institutions, Hicks in 1935 made a big step towards contemporary financial accounts. However, his suggestion produced no practical response for many years.

#### 2.2.2 *The Radcliffe Committee on statistics*

The Radcliffe Committee invited several institutions and economists to prepare memorandums. It later discussed some of them with many officials and economists. The more theoretical chapters of the *Report* of the Radcliffe Committee accepted many of the ideas of Kahn and Kaldor, which we have summarised above. Sayers himself was a Member of the Committee. The Committee made few concrete recommendations. Most of them were on the collection of statistics.

That statistics were considered important also emerges from the fact that the *Report* devotes an entire chapter to them. At the beginning it is noted that in the previous thirty years there had been uneven improvements in statistics:

While there has been a steady improvement in the collection and publication of statistics of national income and output, the statistical coverage of financial assets and liabilities has not received the same attention either from the monetary authorities or from outside commentators (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 281).

In trying to understand the reasons for such a state of affairs, the Committee observes that two important factors limit the production of statistics by financial institutions: (a) “reluctance to disclose their private

affairs more than is necessary”; and (b) “the wish to avoid undue expenditure of time and trouble on providing information” (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 281). As the Committee intends to redress the situation, it requires improved “financial and monetary statistics” along these general lines:

we take these to be statistics of financial assets and liabilities, not merely banking statistics or statistics relating to the money supply (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 284).

The suggested shift from banking statistics to a set of statistics on the financial sector reflects the partial role played by banks in financing (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 285). The Committee then calls for financial information on sectors other than financial institutions. And there is a list of these additional sectors:

the financial sector would [...] take its place alongside the other sectors of the national economy, and it would be one of the principal objects of monetary analysis to examine the interactions of these sectors on one another through financial transactions. These sectors, in terms of which financial and monetary statistics would have to be organised, include the public sector, the overseas sector, and such sub-divisions of the private sector as companies, unincorporated businesses and private individuals (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 286).

The requests of the Radcliffe Report concerning financial statistics were thus sufficiently specific:

- (1) financial assets and liabilities;
- (2) six sectors spanning the entire economy.

In its effort to render the requests operational, the Radcliffe Committee takes the further step of charging one institution, the Bank of England, with a special role in gathering and publishing financial statistics (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 303).<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> The Bank of England responded with a very short delay to the requests. In fact, the publication of its *Quarterly Bulletin* started at the end of 1960. Data and comments on the financial surplus of the private sector appear in the first number of this new publication. Fuller financial accounts were made available in 1963.

### 3. International standpoints on sector finance

#### 3.1 International organisations

##### 3.1.1 The role of the OEEC

The Organisation for Economic Co-operation (OEEC) was constituted in Paris in 1948 by a group of European countries.<sup>9</sup> A group of experts was soon convened to define a system of national accounts, in order to assist in comparing the economies of the OEEC countries. A number of meetings took place in Cambridge as early as 1949, coordinated by Richard Stone. A memorandum on the subject was then published in 1951 by the OEEC. Economic activity is described by distinguishing the rest of the world and three domestic sectors: enterprises, government agencies and households, which include private non-profit institutions (OEEC, 1951, p. 17). The sector enterprises includes the central bank, other banks and the Post Office Savings Bank. Each sector has a current account, with entries such as current sales, compensation of employees and taxes. A gross saving and investment account is defined, under the name of Resting Account. There is a single Resting Account for the whole economy, as it is suggested that:

In practice [...] it is frequently found that little information is available about the lending and borrowing activities of the domestic sectors with one another or, individually, with the rest of the world (OEEC, 1951, p. 14).

In other terms, financial accounts by sector were still premature in Europe in 1951.<sup>10</sup> Borrowing and lending between domestic sectors is acknowledged, but not explored.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> The OECD, Organization for economic Co-operation and Development, became the successor of the OEEC in December 1960. The OECD had an enlarged mandate, and its members were western European countries as well as the US and Canada. Participation in the OECD was extended to other countries in the following years.

<sup>10</sup> In the United States the situation was more advanced, thanks to the work done by Morris Copeland for the NBER. A synthesis of Copeland's work on *money flows* had already been published in 1947 (Copeland 1947). More details are available in the article presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco.

<sup>11</sup> A few years later Richard Stone led another group of experts, working for United Nations. In 1953 *A System of National Accounts and Supporting Tables* was published. The project was more ambitious, as for each of the same three domestic sectors of the OEEC System of 1951 there was now a capital account (*Capital Reconciliation Account*).

In 1960 the OEEC published a volume on money and credit across sectors, in which the integration between finance statistics and national accounts was achieved to some extent. The volume was entitled “*Statistics of sources and uses of finance, 1948-1958*”, and was designed by Robert Triffin and Geer Stuvel. The accounts were presented in two separate tables for ‘banks’ and ‘domestic non-bank sectors’.

A systematic analysis of the published tables leads to the conclusion that the important OEEC project was only partly fulfilled. For example, in Austria the domestic non-bank sector is subdivided, as required, into three sectors but the data are all from the income accounts.<sup>12</sup> Data on banks are not provided. A similar situation applies to many other countries. The countries that provide broad financial information are just four: France, Germany, Italy and Norway. But, even for these few countries, the usefulness for comparative purposes of the data presented is doubtful. For France we do not have banks and non-banks but ‘financial institutions’ and ‘other domestic sectors’. For Italy the non-bank sub-sectors are just two: ‘central government’, ‘local government, enterprises and households’. In Germany the non-bank sector is split into two sub-sectors, but they are ‘central and local government’ and ‘enterprises and households’. Only in Norway are the subdivisions of the non-bank sector the required ones. Moreover, the periods provided do not overlap very much. For example, for the table on non-bank sectors we have: France 1954-57, Germany 1952-58, Italy 1955-58, Norway 1953-56.

The merging of corporations and households into one sector in this publication cannot be considered satisfactory. As a first point it is in contrast with the attempt made in 1951 by the OEEC to produce a system of national accounts. Secondly, in the Technical Appendix to the volume, the compilers show uneasiness on the issue:

It would clearly have been desirable to have [the sector enterprises and households (E.H.)] further subdivided into enterprises on the one hand and households on the other. [...] Unfortunately, at the present stage of statistical development this cannot be done, except perhaps for one or two countries. In particular, information on lending and borrowing between enterprises and households is, for practically all O.E.E.C. countries, almost entirely lacking, or at least far from

<sup>12</sup> The three sectors are: ‘central government’, ‘local government’, ‘enterprises and households’.

complete. As a matter of fact the entries of in the E.H. column in Table 2 have in good many cases been arrived residually (OEEC, 1960, p. 157).

The last sentence suggests that the tables presented were basically a rearrangement of existing statistics on balance of payments, banks and government finance.

### 3.1.2 *Exchanges of ideas at the BIS*

The Annual Reports of the Bank for International Settlements make it possible to follow the evolution and diffusion of economic ideas on monetary matters and the supporting statistics. As the governing council of the BIS was largely composed of governors of central banks, we can assume that the Annual Report of the BIS influenced the opinions of officials in national central banks, and that it incorporates some of the reactions of national central bank staff. In the following we summarise about a decade of BIS Annual Reports for the parts concerning our topic.

The Annual Report published in 1950 shows attention to macroeconomic concepts and to the use of financial statistics beyond banking statistics. For the United Kingdom we have information on savings by three domestic sectors (households, corporations and the public sector) and aggregate domestic investment over the years 1947-1949 (p. 66). For corporations Germany presents both investments and some details on financing ('capital markets', 'medium and long term credit from financial institutions', p. 69). Information on trade credit is provided for eight European countries (p. 187). For Belgium and France the relative importance of bank credit and trade credit is commented upon. For Italy there are two tables on money funds received by the central government and the rest of the domestic economy (years 1947-1949). The first table contains the credit which the banking system granted; the second table adds the funds obtained on capital markets (pp. 191-192).

In the Annual Report of 1951, the credit given by British banks to the private domestic economy is presented for two sectors: 'industry and commerce', 'financial institutions and households' (p. 185).

In the Annual Report of 1952, the Italian table on money funds supplied is rearranged and gives additional detail.

In the Annual Report of 1953 a section on the financing of investment appears which explicitly refers to the *General Theory* of

Keynes. It is suggested that in the post-war economy a high rate of saving will be necessary (pp. 37-39). For the United States there is a table in which the financing of investment by corporations is detailed into three sources: 'retained earnings and depreciation', 'long term credits' and 'net short term credits'. The last item being short term credits netted of liquidity invested in treasury bills (p. 172).

In the Annual Report of 1954 the importance of high domestic savings for a robust economic expansion is stated once again (p. 50). The attention is then brought to personal saving and there is a long section on saving accumulated through insurance companies. The increase in the reserves of life insurance companies is studied for four countries: Belgium, the United Kingdom, Switzerland and the United States. A comparison is then made with the accumulation of other types of financial assets. This shows that contractual saving is about one third of financial saving in Belgium, Switzerland and the United States. In the United Kingdom, in 1952, only contractual saving made a positive contribution to financial saving (p. 56). Insurance companies represented instead just 5 per cent of financial saving in Germany, Italy and France.

In 1957 the structure of the Annual Report is revised. It now has a chapter on economic expansion and savings, which contains new ideas. There is in fact an introduction to some concepts of financial accounts and to their links to accumulation accounts. It is then stated that the study of savings and investment is greatly helped by subdividing the domestic economy into sectors. The list of sectors suggested is: central government, local government, private companies, public corporations, and the personal sector.<sup>13</sup> A link is also made between the financial surplus of a sector in a period and the increase in its financial assets at the end of the period (p. 34).

The most complete partitioning into sectors of national income accounts is that of the United Kingdom (p. 35). However, the table given has savings data for five UK sectors but investment only for the whole domestic economy. The BIS staff then takes a very courageous step and presents its own estimates of savings and investment by sector for the United Kingdom (p. 40).

For Germany we have savings, capital transfers and investment for three domestic sectors (government, enterprise and households) and a

<sup>13</sup> We note that the financial sector does not appear in this ideal list.

breakdown of the financial surplus into six categories of financial instruments (p. 51). This table on Germany is thus an important step towards modern financial accounts.<sup>14</sup>

Regarding the Netherlands we have a table of savings and investment by sector with four sectors: 'central government', 'local government', 'institutional investors and capital markets', 'enterprises and households' (p. 60). Interestingly enough, we have two different estimates of the financial surplus of each sector, a cash figure and an income account figure.

In the Annual Report of 1958 new financial information is available for France. We have four sectors (households, enterprises, government and financial institutions) and the financial surplus is divided into several categories (p. 37). A reference is also made to the *flow of funds* statistics in the United States, and some data are presented (pp. 52-53).

In the Annual Report of 1960 there is new information on Germany. Financial institutions appear as a separate sector and this is further subdivided into three sub-sectors ('banks', 'insurance companies' and 'building societies') (p. 84).

In 1961 the previous table on the United Kingdom is discontinued, and a new table is presented on the private sector. This sector includes households and companies (p. 72).

In the Annual Report of the BIS of 1962 there is again a section dealing with financial accounts, similar in content to that of the previous year. After 1963 no tables on financial accounts appear in the Annual Report of the BIS.<sup>15</sup>

### 3.1.3 Contributions by the IMF

The thinking at the IMF on financial accounts is documented in a number of articles that appeared in the IMF Staff Papers in the mid 1950s. The first article is that of Dorrance, a Canadian economist working in the Statistics Division of the IMF, in 1955. He acknowledges that his ideas on the subject originate in large part from a privately circulated paper of three

<sup>14</sup> Some parts of the table are still very condensed however.

<sup>15</sup> There is renewed interest in financial accounts in 1970, but no comment is offered on the silence on the subject over several years.

Dutch authors (Lips, Schouten and Bosman). The article also incorporates comments by Professor Sayers.<sup>16</sup>

Dorrance suggests using the term “financial account” of a sector for the sources and uses of funds arising from “borrowing and lending” and the “purchase and sale of financial obligations” (Dorrance, 1955, p. 319). And he proposes that the economy be divided into seven sectors: households, enterprises, public corporations, local governments, central government, foreigners and monetary system. He then comments on the absence of the monetary system in SNA 53 in this terms:

If only national income accounts are considered, the monetary system is not especially important. If, however, the development of additional forms of social accounting are considered, the monetary system immediately assumes enormous importance because of the relative size of its activities in asset transfers and because the purposes for which the monetary system holds assets are so different from those of any other monetary sector. (Dorrance, 1955, p. 320)

Dorrance then focuses his attention on the difference between the savings and investment of a sector, as this gives a measure of the financing that it provides to other sectors (Dorrance, 1955, p. 321). His suggestion is to study the lending of each sector to each other sector.

This article by Dorrance anticipates what is nowadays called *from-whom-to-whom* reporting. However it is suggested in its crudest form, with all transactions with another sector lumped together. In his list of sectors, the suggestion to isolate the monetary system can be considered as a first step towards a financial institutions sector.

The interest in financial accounts remains alive at the IMF and in 1956, as an appendage to the Annual Meeting of the Board of Governors, an informal session was arranged on “Recent Development in Monetary Analysis”. The papers presented at the session were published in the following year. The first paper is by Marius W. Holtrop, Governor of the Netherlands Bank. It presents a study of the economy considering five sectors and focuses on the most liquid financial instruments (money, bank deposits and treasury bills). The second paper is by Paolo Baffi, then economic adviser to the Bank of Italy. It presents a statement on the flow of savings and the money supply. It is a scheme which provides limited information on sectors, but in which all financial instruments are

<sup>16</sup> Professor Sayers was to be a member of the Radcliffe Committee (1957-59).

considered.<sup>17</sup> The third article is by Ralph A. Young, director of the Division of Research and Statistics at the Fed, and describes the *Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts*. The article is short on technical detail, but gives considerable space to comments on the quarterly data on the consumer sector and the business sector.

In a fourth paper, Earl Hicks, of the Research and Statistics Department of the IMF, gives an overview of various possible types of monetary analysis, linking them to the production of specific groups of statistics. In the section *Matrices of Intersector Finance* it surveys some still unresolved problems, especially the integration of national income accounts and financial accounts. The article has a very lengthy Appendix which covers 41 countries.<sup>18</sup> For each country we have at least a table on monetary or financial statistics; however the formats of the tables are very heterogeneous (Hicks, E., 1957).<sup>19</sup>

### 3.2 *International conferences*

In this section we review the contributions made by some European economists and statisticians in international conferences in the late 1950s. These conferences can be seen as a prelude to a major revision of the United Nations manual on national accounting and as contributing to improvements in national compilations practices. An article by the Canadian economist Dorrance is also referred to, as it gives a snapshot of the national formats of financial accounts in Europe in 1959-1960.

#### 3.2.1 *IARIW, 1957*

Bjerve and Selsjord, of the Central Bureau of Statistics of Norway, wrote the article “Financial Accounting within a System of National Accounts” for a conference organised by the International Association for Research in Income and Wealth and held in the Netherlands in 1957. The authors discuss how to develop a comprehensive system of accounting that integrates traditional national accounts, financial variables and statistics on

<sup>17</sup> The article by Baffi is considered at great length in the article presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco.

<sup>18</sup> The Appendix was prepared by Dorrance and Aubanel.

<sup>19</sup> Both Dorrance and Earl Hicks continued to work on sector finance accounts in the following years. Dorrance wrote on financial balance sheets. Earl Hicks participated in the Expert Group charged with writing SNA 68. Other economists at the IMF were also interested in these topics (Polak, 1959).

money and credit. Their suggestion is to develop systematic sector accounts on financial transactions. The complete system would be made up of five accounts for each sector: (a) an income account; (b) a real capital account; (c) a financial capital account; (d) a revaluation account for financial capital; and (e) a revaluation account for real capital (Bjerve and Selsjord, 1959, pp. 63-65).

Bjerve and Selsjord suggest a system with seven domestic sectors: (a) public administration; (b) financial institutions; (c) public productive enterprises; (d) private corporations; (e) private non-corporate enterprises; (f) wage and salary earners, pensioners, etc.; and (g) non-profit-making organizations (Bjerve and Selsjord, 1959, pp. 69-70). Then they suggest distinguishing five types of financial transactions: means of payment, discountable objects, marketable objects, non-negotiable objects, and other financial objects.

The last part of the article gives a summary of the work done in Norway that had led to figures published in 1955. This accounting system was much simpler, with four sectors (public administration, financial institutions, other domestic sectors, and rest of the world).

### 3.2.2 *IARIW, 1959*

Denizet, a French economist, presented a paper in 1959 which discusses several technical problems to be solved before starting the compilation of financial accounts: (1) conceptual framework; (2) valuation; and (3) coordination between financial accounts and national accounts. Under the first heading, Denizet discusses the principle of homogeneity of behaviour. This leads to the need to create a sector of financial intermediaries (Denizet, 1961, p. 67). The same principle of homogeneity of behaviour brings him to discuss the desirability of two further breakdowns of non-financial corporations: (a) by legal characteristics; and (b) by size. On financial transactions, Denizet criticises the idea of having only a matrix of financial dependence across sectors (Denizet, 1961, p. 75), and prefers a long list of financial transactions.

A long section of the article is devoted to the problems of data collection. Denizet seems sceptical about the possibility of overcoming the practical difficulties as both companies and households are very hesitant in disclosing information on their financial affairs (Denizet, 1961, p. 97).

### 3.2.3 *Conference of European Statisticians, 1959*

Another article that led the way to the United Nations' *System of National Accounts* of 1968 is that of Poul Høst-Madsen, a Danish economist working at the IMF. The article had been prepared for the *Expert Group on Statistics and Changes in Financial Assets and Liabilities*, in the *Conference of European Statisticians* held in Geneva in February 1959.

The article discusses the integration of sector finance accounts and national income statistics. To clarify the main issues, Høst-Madsen uses an indirect approach. In the first place he links national income statistics to the balance of payments, and then connects financing statistics and balance-of-payment concepts. This allows him to discuss the consolidation of sector accounts in national accounts, and to draw a similarity between foreign assets in the balance of payments and inter-sector claims in financing accounts.

He makes a lucid contribution on sectoring. According to Høst-Madsen, the economy can be divided into two types of sectors: (a) those whose major activity is the production of goods and services; (b) those whose major activity is the creation of financial assets for other sectors and the acceptance of liabilities of other sectors. The traditional division of sectors in national income statistics is functional rather than institutional, i.e. the sectors are chosen by type of activity rather than as groups of economic decision-making units. In financial statistics the sectors are instead usually defined institutionally. Høst-Madsen then points out that to integrate financing statistics with national income statistics, the sectoring of the two parts of the system must be coordinated beforehand (Høst-Madsen, 1960, p. 341).

### 3.2.4 *Conference on Research in Income and Wealth 1959*

In a conference organised by the NBER in 1959, Dorrance surveys financial accounts in countries other than the United States and Canada. His list of financial accounts published by official national organizations contains nine European countries: Finland, France, Germany, Italy, the Netherlands, Norway, Sweden, the United Kingdom and Yugoslavia. Dorrance suggests classifying these statistics according to various criteria. He presents the results with a neutral tone, but problematic areas emerge especially for international comparisons. For example, we note that businesses and individuals appear as two sectors in some statistics (France,

Germany, the Netherlands, and the United Kingdom) but as one combined sector in other cases (Finland, Italy, the Netherlands, Norway, and Sweden).<sup>20</sup> Similarly in some cases there is a separate financial institutions sector (Italy, Norway, Sweden, and the Netherlands), and in other cases there is not (Finland, Germany, the Netherlands, and the United Kingdom) (Dorrance, 1962).

### 3.3 *The main features of SNA 68*

We have shown above that in the late 1950s and early 1960s the statistics on sector financing were very far from being homogeneous across countries. But we have also documented the rich exchange of views that was going on at the international level, both in institutions and through conferences. These discussions culminated in the revision of the *System of National Accounts*, coordinated by the United Nations in the mid 1960s and published in 1968.

One of the new features of SNA 68 was the introduction of much expanded financial information. Moreover the framework provided a way to integrate financial information with data on production, income and capital formation. SNA 68 also contains a complete view of the process by which the economy moves from its position at the beginning of the period (opening balance sheet) to its position at the close of the period (closing balance sheet).

The many discussions we have seen before on sectoring and the classification of financial assets, the opinions of the Expert Group created by the United Nations,<sup>21</sup> and the comments on the draft of SNA, such as those made in a conference held in 1966,<sup>22</sup> were condensed into this list of institutional sectors and sub-sectors:

1. Non-financial enterprises, corporate and quasi-corporate:
  - a. private enterprises
  - b. public enterprises

<sup>20</sup> In that period two sets of financial accounts were prepared in the Netherlands by two different institutions. The two data sets diverged in many respects.

<sup>21</sup> The chairman of the Expert Group was Richard Stone. The Group included Earl Hicks, of the Statistical Bureau of the IMF.

<sup>22</sup> The classification of financial claims in the draft of SNA was not the same as that agreed for SNA 68. For example the financial liabilities of firms were grouped in "corporate debt and equity", and for households there was the item "consumer credit" (Tice, 1967).

2. Financial institutions:
  - a. the central bank
  - b. other monetary institutions
  - c. insurance companies and pension funds
  - d. other financial institutions
3. General government:
  - a. central government
  - b. state and local government
  - c. social security funds
4. Private non-profit institutions serving households
5. Households, including private non-financial unincorporated enterprises

The transactions in financial claims were classified in this way:

1. Gold
2. Currency and transferable deposits
3. Other deposits
4. Bills and bonds, short-term
5. Bonds, long-term
6. Corporate equities, including capital participations
7. Short-term loans n.e.c.
8. Long-term loans n.e.c.
9. Net equity of households in life insurance reserves and in pension funds
10. Proprietors' net addition to the accumulation of quasi-corporate enterprises
11. Trade credits and advances
12. Other accounts receivable and payable
13. Other

SNA 68 also contains a very ambitious table, which suggests a more detailed breakdown of financial transactions by adding, in some cases, additional dimensions: national/foreign currency; domestic/non-resident sector; cross classification by institutional sector; quoted/unquoted shares (pp. 199-200).

In summing up this section, we note that the new parts of SNA 68 on financial transactions were the outcome of more than a decade of discussions and permitted the achievement of three ambitious results:

- (a) a unified system that integrated income accounts and financial accounts;
- (b) institutional sectors that were meaningful for different types of economic analysis;
- (c) a clear articulation of financial transactions.

At this point a rapid convergence of the national schemes on sector financing towards a unified scheme could have been expected. However, as we will see in the next section, this did not occur in Europe for quite a long time.

## **4. The delayed convergence**

### **4.1 *OECD Financial Statistics***

The OECD was quick in taking up the new opportunities offered by SNA 68 for international financial statistics. In 1967 it created a group of official statisticians from member countries to devise a regular publication on financial statistics. This group of experts adopted the structure of SNA 68; however a number of simplifications were made in the model table that countries were asked to compile.

The link with income accounts was obtained through a table on capital operations, with information on non-financial transactions (gross saving, gross physical investment, capital transfers) and on financial transactions (net financial saving, financial assets, indebtedness). The list of financial instruments was similar to that of SNA 68. However, for sectoring we have a level of aggregation that considerably reduced the potential uses of financial accounts. In fact, under 'other financial institutions' we have two SNA 68 sub-sectors: 'insurance companies and pension funds' and 'other financial institutions'. And the sector 'others' groups together three sectors of SNA 68: 'non-financial enterprises', 'households' and 'private non-profit institutions serving households'. As regards the reasons for both aggregations, we have to live with the following general statement:

The process of standardizing the concepts and the methods of calculation and presentation has been carried as far as it seemed possible to go without blurring the distinctive institutional features of each country (OECD, 1970, pp. 9-10).

The statement is surprising, as one would have expected that the general definitions of SNA 68 would have been applicable to all countries. On the other hand the OECD publications were successful in many respects:

- a. they were the outcome of a great effort of coordination;
- b. they presented tables that had had a limited circulation before;
- c. the publication was in two internationally widespread languages, English and French.

If we go into the detail of what was published for individual European countries, we have both positive and negative elements. Frequently the positive thing is that the detail of a country is more than that required in the model table, but, on the other hand, international comparisons become harder. For Germany on the positive side we have a breakdown of other financial institutions (OFIs) into 'insurance companies' and 'building and loan associations'. Another positive element is the breakdown of the sector 'others' into 'business except housing', 'housing', 'and households'. Unfortunately, the separation of building activity is a feature of Germany alone, and the chosen statistical treatment leads to fictitious capital transfers from 'households' to 'housing'. Furthermore the business sector is not defined according to SNA 68, as it contains all types of enterprises. For Spain the sector 'others' is divided into two parts, but these are 'public enterprises' and 'private sector'. For France OFIs are divided into: 'Caisse des Dépôts' and 'OFIs'. We have some very limited information on enterprises and households, as data on securities are grouped together. For Italy the sector OFIs contains only 'special credit institutions' and the sector enterprises is a mixture of financial and non-financial enterprises. Moreover households' medium and long-term loans are considered as indebtedness of enterprises.

Information on the three sub-sectors of the sector 'other' is available for Norway only for holdings of bonds and shares. For Finland the sector 'others' has no further subdivision. For the Netherlands there is a unique residual sector 'others' and it also contains some financial institutions. For the United Kingdom the sector OFIs is just one sector. On the other hand we have more detail on 'Others': public corporations, private companies, personal sector. In this case, along the lines of SNA, unincorporated business is in the personal sector.

If we add the availability of some financial accounts information on Yugoslavia, we have the complete list of European countries that contributed financial accounts data to the OECD in 1970, which makes a total of nine countries. The list almost coincides with that in the survey of Dorrance, which was updated to 1960.<sup>23</sup>

The timeliness of the data was still modest: only two countries gave data as recent as 1969 (Germany and the United Kingdom), five others gave data on 1968 (France, Italy, the Netherlands, Finland, and Yugoslavia), the remaining two gave earlier periods (Norway 1967, and Spain 1966).<sup>24</sup>

#### 4.2 *Two textbooks on financial accounts*

To the best of our knowledge, the first two textbooks to make extensive use of financial accounts appeared in the mid-1970s. The topic of both books is the British financial system. In both cases the work done by the OECD in collecting financial accounts data was used for international comparisons. These textbooks were a milestone in the diffusion and use of financial accounts.

The first book to appear was that by Sandra Mason, an economist teaching at the London Business School. The book is intended as an introduction to financial markets and is based on the framework of financial accounts. To start with, the groups of users of the financial system are presented: individuals, commercial and industrial companies, financial companies, the government, and the overseas sector. Then the markets in different financial instruments are described: bills and deposits, loans and mortgages, securities, and life insurance funds. Finally financial institutions are studied in more detail, to arrive at a complete picture of the British financial system.

Very interestingly, an entire chapter is devoted to comparisons with other countries, using data collected on current flows of funds. Seven countries are studied: four European countries (France, Germany, the Netherlands and the United Kingdom) and three other countries (the United

<sup>23</sup> In Dorrance's survey Sweden was included. In the 1970 OECD Financial Statistics it was not, but Spain was.

<sup>24</sup> SNA 68 was the basis for the first two editions of the European System of National Accounts (ESA), published respectively in 1970 and 1979, which provided the basis for a collection of financial accounts data on flows by Eurostat. However the circulation of this collection of data was more limited than that of the OECD.

States, Canada and Japan). To investigate the importance of the financial system in each country, total new borrowing is compared with total sources. A first conclusion reached is that, in the years ending in 1972, the contributions of the financial system had been particularly important in the United Kingdom and Japan. Instead in Germany savings had been very high (Mason, 1976, p. 166). Mason also studies the relative importance across countries of different sectors in borrowing and lending.

In Mason's opinion international comparisons are useful to isolate the special features of the UK financial system (Mason, 1976, p. 165). This line of reasoning is equivalent to stating that the comparability of financial accounts produced in different countries is important from a national point of view as well.

The second textbook is that written by Christopher Johnson, an economist who had been working as a journalist for the *Financial Times*. The book has a chapter for each of the main sectors of the UK economy: the personal sector, industrial and commercial companies, the banking sector, other financial institutions, the public sector and overseas. Most of these chapters end with international comparisons.

Johnson is aware of the limited comparability of the financial statistics collected by the OECD, but this does not prevent him from using them.<sup>25</sup> On households, he looks at data on five countries: the United Kingdom, Germany, France, the United States and Japan. For the three European countries, the net acquisition of financial assets by households, as a percentage of disposable income, was highest in Germany (12.4 per cent) in 1974. Both the United Kingdom and France had much lower levels (respectively, 7.3 per cent and 5.2 per cent).

Industrial and commercial companies are compared for the same countries. Johnson also considers self-financing ratios, obtained as undistributed income including depreciation as a percentage of capital expenditure. In 1973 self-financing ratios were much higher in the United Kingdom (95 per cent) than in the two other European countries (France 75 per cent, Germany 68 per cent). And a similar pattern holds true in the years 1970-72. As a result of lower self-financing ratios, industrial sectors

---

<sup>25</sup> When examining the data on households, Johnson expresses this opinion: "Each country does its statistics in a different way, and it is impossible to put them on an identical basis for comparison purposes. But the figures are sufficient to demonstrate enormous divergence in saving habits and trends between countries which are so often lumped together as examples of 'advanced industrial civilisation'." (Johnson, 1976, p. 31).

in countries other than the United Kingdom took on a larger amount of corporate debt, in the form of bonds or long-term bank loans. This was confirmed by balance-sheet figures. Johnson then discusses the suggestions that Britain should change the structure of its corporate finance, towards a continental model with higher investment and persistent industrial and commercial sector financial deficits. He is in favour of such a development but considers it unlikely owing to the difficult labour relations in the United Kingdom in that period (Johnson, 1976, p. 61).

#### 4.3 *Conference at the Bank of France, 1977*

The uses of financial accounts in central banks were discussed in a meeting organised by the Bank of France in 1977. The topic to which most space was devoted was that of financial forecasts. Below we give details on the Western European countries which took part in the conference.<sup>26</sup>

In Belgium the financial deficits of the main sectors were estimated, thus the total debt in the economy was obtained. As this corresponds to total financial saving, estimates were then made of its likely distribution among different categories of financial assets. The forecasting exercise permitted a picture to be obtained of the relative importance in the medium term of financing through banks and through financial markets (Lambert and Verplaetse, 1978).

In Finland it was thought that “the main benefit from flow-of-funds has no doubt come from its use as a background framework in forecasting framework”. The starting points of a forecast were business inquiries and other appraisals of economic data. Then the elements of the forecast were incorporated in the flow-of-funds framework, and the general consistency of the forecast was assessed. The procedure continued with some rounds of iteration. Emphasis was on sectoral behaviour as regards liquidity and indebtedness ratios. A figure for credit expansion was one of the main outcomes of the final financial forecast (Kostiainen and Korhonen, 1978).

In France there were still many problems in the coordination of national accounts and financial accounts, as they were produced almost simultaneously by two different institutions, and published without any effort at reconciliation to avoid delays. Other problems were that financial accounts had shorter back data and that quarterly financial accounts had

<sup>26</sup> Two papers on Yugoslavia and Czechoslovakia were presented at the Conference. Only that of Yugoslavia was related to financial accounts.

been prepared only on an experimental basis. The outcome of these various factors was that in official documents there was a preponderance of national income projections over financial projections (Alvernhe and Ponsot, 1978).

A part of official economic forecasts was produced in the United Kingdom by the Treasury and the Bank of England using the framework of financial accounts. The procedure relied largely upon informed judgement; however it had “the merit of imposing internal consistency upon the forecasters and of helping them to identify possible points of pressure in the financial system.”

An initial set of interest-rate assumptions was fed to the first round of the national income forecast. The national income forecast gave the starting data for the financial forecast of the surpluses and deficits of each sector. Separate forecast were made of the public sector borrowing requirement and of external capital flows. The main outputs of the forecast were: (1) the financing and liquidity positions of the private sector; and (2) the domestic financing of the public sector (Hewitt, 1978).

As can be seen, the uses of financial accounts in some central banks in Europe in the mid-1970s were sophisticated and time consuming.<sup>27</sup> Although they shared a similarity of intent, these uses did not require harmonised financial accounts across countries.

#### 4.4 *The bleak 1980s*

We do not have much to say on the convergence towards a common accounting standard in the 1980s in Europe, except perhaps that harmonisation of financial accounts in most countries was not a national priority.

The remarks that Philip Turnbull, senior statistician at the Central Statistical Office, made in 1993 on UK experience apply probably to other countries as well. According to Turnbull the UK system was both unique and not readily adaptable to the international standards of SNA. The reasons he gives for this situation are two: (1) the establishment of the system before the international systems were agreed; and (2) the desire to link the system to important UK policy aggregates, such as the money

---

<sup>27</sup> The same remarks apply to financial forecasts made in Italy in those years, in which the focus was on the Treasury, non-financial corporations and households (Fazio, Cotula and Lo Faso, 1975).

supply and the public sector borrowing requirement (Turnbull, 1993, p. 111).

On the other hand compilers of financial accounts continued to work on definitions and methodological issues, and several advances were made at the national level.<sup>28</sup> To name a few: the division between non-financial enterprise and households in Spain; and the detail of “insurance companies” and “other financial institutions” in France and Italy. Moreover, additional European countries produced financial accounts and sent them to the OECD: Belgium, Portugal and Sweden.<sup>29</sup>

#### 4.5 *Eurostat and the drive to harmonise*

In the years after the signing of the Maastricht Treaty the interest of European countries in each other increased considerably, and national agendas were modified to take an international dimension into account. In the words of Turnbull:

In recent years, greater international cooperation and integration in economic matters, including developments in the European Community, have raised the importance of using international standards and classifications in the UK accounts. (Turnbull, 1993).

This change in national agendas gradually led to noticeable benefits in the field of financial statistics and financial accounts. Eurostat played an important coordinating role in this process.

ESA 95 was drawn up between 1992 and 1995, to produce an interpretation of SNA 1993 that would make it more operational. The chapters dealing with financial accounts were drafted and discussed in the Financial Accounts Working Party (FAWP) of Eurostat, in which experts from all the Member States participated. Representatives of the European Monetary Institute, the precursor of ECB, also took part in the meetings.

<sup>28</sup> As innovations in financial markets are frequent, a heavy burden on national compilers is that of being constantly faced with new issues. Each of them going through various stages: conceptual analysis; revision and extension of primary statistics; validation and incorporation of the more detailed primary data in the general framework.

<sup>29</sup> This information is derived from the methodological notes of the OECD published in 1992. This was the last year in which the methodological notes appeared. At the end of the 1990s, for a variety of reasons, the activity of the OECD in the field of financial accounts was considerably curtailed. After some reorganisation, the OECD is now again active in the field.

ESA 95 was adopted in 1996 as an EU Council Regulation. It has two annexes: one is a methodological manual; the other has important practical implications as it contains the precise format of the tables to be transmitted, the first year of transmission, the transmission lag, the length of back data, and country derogations. As a Council Regulation is legislation that applies directly to member states, it required the EU countries to do substantial statistical work to redefine elementary data sources and revise their estimation procedures. The ESA 95 Regulation significantly accelerated the move towards harmonised financial accounts in Europe.

The work done at Eurostat in recent years was not restricted to the collection of financial accounts data from countries. An important event was the publication in 2002 of the “Manual on Sources and Methods for the compilation of ESA95 Financial Accounts”. The Manual addresses issues related to the practical compilation of annual financial accounts. It lists detailed sources by sector and financial instrument, and gives recommendations on how to deal with difficult issues. In this way it renders a service to several groups of people:

1. economists using financial accounts data, who obtain a better grasp of the content of data and are informed on the existence of opaque areas;
2. current compilers, who have approved recommendations that complement the ESA 95 Manual;
3. statistics committees in institutions, which have a list of areas in which further progress is required;
4. trainees in financial statistics.

The *Manual on Sources* was thus a major step in increasing transparency in the compilation of statistics in the financial field.<sup>30</sup>

After the publication of the *Manual on Sources*, it was agreed to do additional methodological research on unquoted shares, an area in which the quality of the data produced seemed uncertain and the comparability across countries questionable. In May 2002 work in this area started, with the first meeting of the Working Group on Unquoted Shares (WGUS). This was followed by various activities, including a questionnaire on current

---

<sup>30</sup> An additional important feature of the *Manual on Sources* is that it contains methodological information on the then Candidate Countries. These countries at the time did not have an obligation to send data, but were building up their systems.

methodologies, theoretical discussion and the collection of relevant data on quoted companies in some countries. In May 2003 the WGUS was able to submit new proposals to the FAWP, summarised in fourteen recommendations. The basic idea was that of a pan-European data base of aggregate data on quoted companies, grouped in 11 branches after the exclusion of the largest quoted companies. This would have produced reference values to be used in the valuation of shares of unquoted companies. The approach was flexible, as countries were allowed to adopt just a few of the recommendations.<sup>31</sup> Refinements to the basic ideas took place in 2003. The collection of data, with participation on a voluntary basis, for the pan-European data base started in 2004.

Another important element has been the cooperation between Eurostat and the ECB. The first interactions took place when ESA 95 was being prepared. The cooperation has continued since then, with benefits for the work programs of the two institutions and those of member states as well.<sup>32</sup>

## 5. Conclusion

In this essay we have seen that studies made by some economists in the 1930s on the mechanisms by which aggregate investments are financed have led over time to an enlarged analysis of the financial position of the business sector: flows of various classes of financial liabilities, the stock of debt, and the stock of short term liquid assets. As each financial liability of the business sector is an asset of another sector, this has also led to the necessity of understanding the financial behaviour of other sectors: banks, other financial institutions and households.

The interest of some economists in the credit flows across sectors would have remained frustrated if a number of public bodies had not

<sup>31</sup> The main ideas developed in the WGUS are presented in Durant and Massaro (2004).

<sup>32</sup> For some years now the ECB has been considering the possibility of compiling a full set of quarterly financial accounts for the euro area. The EMI had already shown interest in financial accounts, but it became apparent “that, at least for some time, a full set of financial accounts for the euro area in the detail laid down in the ESA 95 would not be possible” (Bull, 2004, p. 109). So it was decided to develop partial financial accounts of the euro area. This led to the creation of the Monetary Union Financial Accounts Task Force, with the mandate of defining an intermediate product and collecting the relevant data. The outcome of this work are the Tables of Financing and Investment, which appear regularly in the ECB Monthly Bulletin. In this field further improvements are to be expected (Bull, 2004, p. 209, p. 221).

started to collect appropriate sets of financial statistics. For many years the data on financial statistics in each country had their own peculiarities. However the exchange of views in international fora contributed to frequent revisions of the methods of preparing and presenting national data in the late 1950s and early 1960s. The discussion of statistical concepts came to a head in 1968, when an international reference system of accounts emerged. However the convergence towards a uniform system of accounts across countries was very slow.

In Europe a uniform system of accounts was widely applied in each country only at the end of the 1990s. However, taking into account the absence for a long time of a strong form of coordination, the building up of financial accounts in Europe has certainly been a success story. We have in fact witnessed enormous progress in:

- (1) coherence;
- (2) clarity of concepts;
- (3) accessibility of data.

The European Monetary Union poses new challenges for these statistics:

- (1) aggregation;
- (2) intra-area consolidation;
- (3) timeliness;
- (4) quarterly frequency.

The adoption of the ESA 95 formats across countries solves the problem of aggregation for most sectors. But intra-area consolidation will require much work.

As regards timeliness and quarterly frequency, some euro-area countries are more advanced than others. And their practical expertise is likely to prove beneficial for other countries as well. But one has to keep in mind that both timeliness and quarterly frequency are crucial for the effective use of financial accounts as a tool for monetary policy decisions.

Financial accounts will however keep a national dimension in certain analyses, for example to follow the evolution over time of insurance and pension funds or to study the diversification of households' portfolios. For

these analyses, the comparability of financial accounts over time remains an unsolved issue for most European countries.

Illiquidity risks and over-indebtedness were problems at the heart of the reflections of a handful of economists in the 1930s, but no adequate statistical support was then available. In the post-war era the BIS and the Radcliffe Committee, as well as other public bodies, encouraged the development of sector financial accounts. In a framework in which active economic policies to stimulate economic growth were pursued, the monitoring of finance flows across sectors would have permitted a better design of these policies. Now we seem to have come full circle, as the slowdown in the euro area in recent years may bring to the fore analyses of the financial stability of sectors.

## REFERENCES

- Alvernhe, J. and J.-F. Ponsot (1978), "L'utilisation des tableaux d'opérations financières pour l'élaboration de la politique économique: le cas français", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Baffi, P. (1957), "Monetary Analysis in Italy", *IMF Staff Papers*, February, BIS, *Annual Report*, various years.
- Bjerve, P.J. and M. Selsjord (1959), "Financial Accounting within a System of National Accounts", in Goldsmith and Saunders (eds.) (1959).
- Bull, P. (2004), *The Development of Statistics for Economic and Monetary Union*, ECB, Frankfurt.
- Committee on the Working of the Monetary System (1959), *Report*, Her Majesty's Stationery Office, London.
- \_\_\_\_\_ (1960), *Principal Memoranda of Evidence*, Volume 3, Her Majesty's Stationery Office, London.
- Copeland, M.A. (1947), "Tracing Money Flows through the United States Economy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May.
- Denizet, J. (1961), "Les problèmes techniques posés par l'établissement des comptes d'opérations financières", in Phyllis Deane (ed.) *Studies in Social and Financial Accounting, Income and Wealth: Series IX*, London, Bowes & Bowes.
- Dorrance, G.S. (1955), "Financial Accounts in a System of Economic Accounts", *IMF Staff Papers*, February.
- \_\_\_\_\_ (1962), "Financial Accounts in Countries other than the United States and Canada", *Studies in Income and Wealth*, Vol. 26, *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Durant, D. and R. Massaro (2004), "Valorisation des actions non cotées: un test à l'échelle européenne", *Bulletin de la Banque de France*, No. 124, April.
- Eurostat (1996), *European System of Accounts, ESA 1995*, Luxembourg.

- \_\_\_\_\_ (2002), *Manual on Sources and Methods for the Compilation of ESA95 Financial Account*, Luxembourg.
- Fazio, A., Cotula, F. and S. Lo Faso (1975), "A Revised Version of the Model of the Financial Sector of the Italian Economy", in A. Fazio, F. Masera and T. Padoa-Schioppa (eds.), *Econometric Research in European Central Banks*, Banca d'Italia, Roma.
- Goldsmith, R. and C. Saunders (eds.) (1959), *The Measurement of National Wealth, Income and Wealth: Series VIII*, London, Bowes and Bowes.
- Hewitt, E. (1978), "Financial Forecast in the United Kingdom", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Hicks, J. (1935), "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money", *Economica*, February.
- Hicks, E. (1957), "Monetary Analyses", *IMF Staff Papers*, February.
- Holtrop, M.W. (1957), "Method of Monetary Analysis used by De Nederlandsche Bank", *IMF Staff Papers*, February.
- Høst-Madsen, P. (1960), "The Integration of Sector Finance and National Income Accounts", *IMF Staff Papers*, April.
- Johnson, C. (1976), "Anatomy of UK Finance 1970-75", *The Financial Times*, London.
- Kahn, R.F. (1960), "Memorandum", in Committee on the Working of the Monetary System (1960).
- Kaldor, N. (1960a), "Memorandum", in Committee on the Working of the Monetary System (1960).
- \_\_\_\_\_ (1960b), "The Radcliffe Report", *Review of Economics and Statistics*, February.
- Keynes, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, in 2 volumes, London Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1936), "The General Theory of Employment, Interest and Money", London, Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1937a), "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Economic Journal*, June.

- \_\_\_\_\_ (1937b), "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", *Economic Journal*, December.
- Kostiainen, S. and T. Korhonen. (1978), "The Use of Flow of Funds in the Conduct of Monetary Policy in Finland", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Lambert, M.-H and T. Verplaetse (1978), "Déficits sectoriels et création de monnaie", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Mason, S. (1976), *The Flow of Funds in Britain*, London, Paul Elek.
- OECD (1970), *Financial Statistics*, Paris.
- \_\_\_\_\_ (1992), *Financial Statistics, Methodological Supplement*, Paris.
- OEEC (1951), *A Simplified System of National Accounts*, Paris
- \_\_\_\_\_ (1960), *Statistics of Sources and Uses of Finance 1948-1958*, Paris.
- Ohlin, B. (1937) "Some Notes of the Stockholm Theory of Savings and Investment", I, *Economic Journal*, March.
- Polak, J.J. (1959), "Financial Statistics and Financial Policy", *IMF Staff Papers*, April.
- Sayers, R.S. (1960), "Monetary Thought and Monetary Policy in England", *Economic Journal*, December.
- Schumpeter, J.A. (1954), *History of Economic Analysis*, London, Oxford University Press.
- Tice, H.S. (1967), "Report of a Conference on the Proposals for Revision of the United Nations System of National Accounts", *The Review of Income and Wealth*, March.
- Turnbull, P. (1993), "The UK Sector Accounts", *Economic Trends*, September.
- United Nations (1953), *A System of National Accounts and Supporting Tables*, United Nations, New York.
- \_\_\_\_\_ (1968), *A System of National Accounts*, United Nations, New York.

\_\_\_\_\_ (1993), *System of National Accounts 1993*, United Nations, New York.

Young, R.A. (1957), "Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts", *IMF Staff Papers*, February.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. MASSARO

*Claudio Gnesutta\**

Il mio sentito ringraziamento agli organizzatori di questo Convegno per l'invito a partecipare alla discussione è doppiamente motivato; da un lato, per il piacere di contribuire, seppure in forma marginale, a una ricerca che, per ampiezza e qualità, si presenta di grande interesse e, da un altro lato, perché il lavoro di Massaro, al quale sono stato più puntualmente interessato, mi ha coinvolto in maniera particolare. Il riferimento, nelle prime pagine, al rapporto Radcliffe, a personaggi come Sayers, Holtrop, il nostro Baffi, Hicks (non Sir John, ma Earl Hicks), il trovare citato Stuvell in compagnia di Triffin, mi ha riportato a troppo tempo fa, mi ha dato un'emozione simile a quella che si prova ritrovando in età matura i giocattoli della propria infanzia. Sono i temi dei miei primi tentativi di analisi monetaria, effettuati appunto con il ricorso ai conti finanziari, allora strumento innovativo promettente. Strumento che, seppur mai trascurato, ha perso gradualmente centralità nella mia indagine; Massaro con il suo saggio ha richiamato la mia attenzione sulle ragioni di questo slittamento, sulle quali, prescindendo da riferimenti personali di scarso interesse in questa sede, intendo proporre alcune mie riflessioni, prima di tutto all'autore.

L'idea centrale del saggio di Massaro è la convinzione che i conti finanziari abbiano sostanzialmente completato il loro "ciclo del prodotto": proposta innovativa (fine anni quaranta e implementazione (compiuta con lo SNA68), armonizzazione e standardizzazione (con i passaggi dell'ESA95 e del Manuale 2002). Tre fasi opportunamente collegate ad altrettanti passaggi della teoria monetaria, della situazione economica, del quadro istituzionale della politica economica delle economie occidentali. Si tratta di una interpretazione che non ho difficoltà ad accettare, a patto di tener conto – ma non è una contraddizione, come cercherò di argomentare nelle pagine che seguono – che gli attuali schemi di contabilità finanziaria incontrano difficoltà nel dar conto compiutamente dell'attuale realtà economica.

Concordo quindi pienamente con la ricostruzione fatta da Massaro, non solo per il fatto che chiarisce efficacemente come la contabilità

---

\* Università di Roma "La Sapienza".

finanziaria si sia affinata nel tempo e costituisca ora una importante base informativa, ma anche per aver evidenziato l'intreccio tra esigenze interpretative dei processi monetari e costruzione degli strumenti contabili e come questo intreccio si realizzi in presenza di un dibattito teorico che ne qualifica il contenuto. La riflessione di Massaro a questo riguardo è particolarmente attenta per la fase "innovativa", con le sue importanti considerazioni sul ruolo che hanno avuto i fattori storici, teorici e politici nell'avviare la costruzione dei conti finanziari: la memoria dell'instabilità degli anni trenta spinge all'elaborazione di più efficaci strumenti di analisi e di controllo monetario; l'emergente orientamento keynesiano in politica economica sollecita la costruzione di un coerente quadro di contabilità per i processi finanziari, analogamente a quanto sta avvenendo con lo sviluppo della contabilità economica nazionale per i processi di reddito e spesa; la necessità di controllo dell'economia richiede un soggetto sul lato monetario, le banche centrali, che affianchi l'azione dell'altro soggetto cui è delegata la politica fiscale. Il fatto che ciò avvenga sotto l'egida delle organizzazioni internazionali (FMI, OCSE, BRI) esprime l'esigenza di una omogeneizzazione, a livello internazionale, delle modalità di conduzione delle politiche economiche nazionali nel regime di cambi fissi appena introdotto. È significativo, a questo riguardo, il riferimento al lavoro di Stuvell-Triffin del 1958, quale lavoro propedeutico alla loro proposta, formulata nell'ambito dell'Organizzazione europea per la cooperazione economica (OECE), di un'analisi monetaria capace di integrare, in una struttura semplice, i dati della contabilità nazionale e dei flussi di fondi, per fornire un'agile interpretazione della dinamica reale-monetaria cui sono soggette economie che, in una fase di intenso sviluppo del commercio internazionale, devono evitare squilibri macroeconomici, interni ed esterni.

Sono anni in cui l'elaborazione dei conti finanziari stimola interessanti analisi su una pluralità di temi, come viene documentato con efficacia nel saggio in discussione riprendendo i contributi in sede BRI: lo slittamento di interesse dal controllo dei processi ciclici di inflazione e deflazione, alla individuazione, in una fase di accelerazione dello sviluppo, delle modalità finanziarie più adeguate per il rafforzamento del legame risparmio-investimento; l'approfondimento delle difformità istituzionali tra i sistemi finanziari nazionali e il loro riflesso sul finanziamento degli investimenti, sui meccanismi di offerta di moneta, sulla stabilità della domanda di moneta. Non va trascurato il fecondo rapporto, (come ricordava stamattina Salvatore Rossi), tra costruzione dei conti finanziari e sviluppo dei modelli econometrici di grandi dimensioni (incluso l'M1BI della Banca d'Italia), né il supporto che la contabilità finanziaria offre alle

decisioni di politica monetaria (la sua presenza è evidente, ad esempio, nei paragrafi sulla programmazione dei flussi finanziari della Relazione del Governatore di quel periodo). Non sono rari i tentativi di utilizzarli, in ambito privato, come strumento previsivo degli andamenti finanziari dell'economia, in particolare della disponibilità di credito e dell'evoluzione dei tassi d'interesse.

L'affinamento metodologico dei conti finanziari procede di pari passo con il loro utilizzo sia nella teoria sia nella pratica e, come giustamente rimarca Massaro, alla fine degli anni sessanta esso può dirsi sostanzialmente concluso. Ne è un esempio la rappresentazione dell'integrazione reale-finanziaria che, in questo torno di tempo, la Bank of England (1972) riesce a dare di una realtà complessa come quella del sistema finanziario inglese. Le questioni ancora aperte sembrano ridursi essenzialmente alla raccolta e all'elaborazione dei dati: il lavoro sarebbe ora più compito degli statistici che degli economisti.

Eppure l'esigenza di un sistema organico di informazioni finanziarie in grado di giustificare che "*finance matters*" induce Wallich (1969) a sostenere, in apertura alla rassegna sull'applicazione dei conti finanziari nell'analisi monetaria, l'assenza di un Keynes dei flussi-di-fondi (a fronte del Keynes propulsore dei conti economici nazionali). Una tale posizione, per quanto sottovaluti non solo l'apporto dell'Hicks del 1935, mai troppo citato, ma anche gli innegabili spunti contenuti nei contributi di Gurley e Shaw, di Modigliani, di Friedman, di Tobin (solo per ricordarne alcuni), può essere compresa per la sottolineatura dei limiti che incontra una contabilità finanziaria concentrata, prevalentemente se non esclusivamente, sui flussi di fondi, in un momento in cui la teoria monetaria privilegia spiegazioni, pur con opzioni interpretative divergenti, in cui è il confronto tra stock di moneta e stock di attività finanziarie a determinare le condizioni finanziarie dell'economia e quindi l'equilibrio macroeconomico.

Tenderei quindi a sottolineare che, con lo SNA68, i conti finanziari raggiungono la loro maturità, ma solo per quanto riguarda la dimensione di flusso. La costruzione di una contabilità degli stati patrimoniali finanziari, adeguata al ruolo teorico che a essi viene attribuito, stenterà a lungo, e stenta, a realizzarsi. Si tratta di un'affermazione che ha bisogno di alcune precisazioni per non risultare sorprendente per chi abbia presente che le consistenze finanziarie sono rilevate sistematicamente fin dall'inizio; per l'Italia esse sono disponibili dal 1965 e, come ricorda Massaro, lo stesso SNA68 tratta esplicitamente di consistenze iniziali, rivalutazioni e

consistenze finali, anche se in dieci brevi commi (dal 2.83 al 2.92) dal carattere piuttosto generale.

Per giustificare la mia affermazione penso che vada tenuto presente che, come succede spesso nel progresso scientifico, nel momento stesso in cui si consolida un oggetto teorico, in questo caso la rappresentazione della realtà finanziaria (di flusso) di un'economia, sorgono delle nuove linee di analisi che, stimulate da esso, premono per il suo ampliamento, se non per la sua trasformazione. Le proposte teoriche, come è noto, non rimangono immutate nel tempo; ognuna di esse riflette una particolare "visione" della realtà di cui cattura gli aspetti ritenuti come rilevanti e trascura necessariamente altre dimensioni, seppur non marginali; non è raro che la raggiunta maturazione dello strumento analitico consenta di rivolgere l'attenzione alle questioni precedentemente accantonate. Nel caso in questione, e in maniera estremamente sintetica, ritengo che i livelli sofisticati raggiunti dalla contabilità finanziaria richiedano ora di completare il quadro complessivo ricercando una soluzione a livello degli stati patrimoniali finanziari e reali, analoga a quella data all'integrazione dei flussi.

L'attuale quadro informativo centrato sulle consistenze finanziarie è essenzialmente strumentale ai fini rilevativi (i dati di consistenza sono necessari per valutare i flussi in termini di variazione degli stock). La ridotta rilevanza attribuita all'integrazione reale-finanziaria di questi conti, dovuta anche a difficoltà di rilevazione, mi sembra derivi dal fatto che l'analisi monetaria e finanziaria si presenta come un'analisi di breve periodo (in un contesto di scelte di portafoglio, gli stock reali sono un dato) e, qualora si estenda al lungo periodo, dal fatto che i processi monetari e finanziari sono interpretati con riferimento a un contesto di *steady-state*. Vi sono peraltro temi per i quali una tale interpretazione restrittiva dei processi finanziari non dovrebbe valere; mi riferisco, ad esempio, a quelle indagini interessate, come negli anni settanta, alla comparazione dell'evoluzione finanziaria dei diversi sistemi economici (Goldsmith e suoi epigoni) o alla individuazione del rapporto fra "capitale industriale e capitale finanziario" (per utilizzare due termini evocativi della relazione tra finanza e crescita economica) al fine di precisare le differenze strutturali tra sistemi finanziari nazionali, anche in vista di una loro riforma. Per quanto siano tematiche che avrebbero dovuto stimolare l'affinamento della contabilità di stock, esse non hanno avuto una tale funzione per l'ipotesi, spesso implicita, di una tendenza alla convergenza delle strutture finanziarie, per la cui verifica sono sufficienti indici non sempre desunti da

dati di consistenza o che comunque non richiedono un quadro contabile organico.

Esigenze di un'informazione sistematica delle consistenze appaiono con più evidenza negli anni ottanta e novanta in presenza di una intensa dinamica dei valori monetari degli aggregati reali e finanziari e di profonde ristrutturazioni negli apparati produttivi. È una congiuntura nella quale i conti finanziari, così come sono venuti consolidandosi nella fase di "armonizzazione" degli anni novanta, sono inadeguati a rappresentare efficacemente il ruolo che la finanza svolge nei trasferimenti di ricchezza tra i diversi settori istituzionali interni al paese e in quelli tra la nazione e il suo esterno. A livello teorico, è anche il periodo in cui l'attenzione si sposta sull'individuazione dei fattori determinanti la crescita dell'economia che si affiancano al capitale fisico, il cui "valore" è alla base del "valore" delle attività finanziarie. Le risorse, spesso non-di-mercato, cui si attribuisce ora un impatto significativo nello sviluppo di un'economia (beni immateriali acquisiti dalle imprese private, dotazione di infrastrutture, capitale umano, relazioni interpersonali, dotazione di capitale naturale) sollevano il problema di come la valutazione degli strumenti finanziari possa riflettere significativamente l'importanza dei "nuovi" fattori della crescita.

Se il valore della ricchezza delle famiglie non è un valore originario, ma un valore derivato da quello dei titoli rappresentativi del capitale e da quelli rappresentativi del debito pubblico (siano essi nazionali ed esteri), la sua valutazione deve necessariamente tener conto della qualità dei processi produttivi e distributivi futuri. Nel caso l'attuale realtà sia, come tendo a ritenere, una lunga fase di transizione nel corso della quale si assisterà a una forte ridefinizione del valore delle risorse produttive all'interno delle singole economie e tra le economie, allora il monitoraggio dell'evoluzione della ricchezza di una nazione, e della sua composizione, dovrebbe costituire un'informazione cruciale per chi voglia comprendere i processi in atto. Mi sembra, se non fraintendo il contributo di Semeraro, che la determinazione di quale sia attualmente il debito previdenziale rientra in questa ottica, così come, nella esposizione di Massaro, l'accento alla prassi talvolta adottata di introdurre esplicitamente un settore autonomo delle abitazioni. La contabilità di stock e l'integrazione degli stati patrimoniali finanziari con gli stock "reali" dell'economia si presenta allora in tutta la sua rilevanza concettuale e non come mera questione statistico-organizzativa. All'economista cui è fatto carico di dare veste quantitativa a fattori qualitativamente rilevanti per la crescita e per la stabilità della

società rimane aperto un ampio e complesso campo di indagine. Per questa ragione, non mi sarebbe dispiaciuto veder compreso nell'elenco, posto a conclusione del lavoro di Massaro, riguardante i problemi attualmente in osservazione da parte degli esperti del settore, anche quello dell'integrazione reale-finanziaria e della "valutazione" delle attività patrimoniali.

Se, in un contesto storico di possibile instabilità strutturale, in un contesto teorico che prende le distanze da forme di controllo finanziario, in un contesto istituzionale che tende a trasferire i poteri di governo dell'economia "oltre" le dimensioni nazionali, si è dell'avviso che gli stati patrimoniali integrati reali-finanziari possono svolgere un ruolo informativo sulla direzione e intensità dei processi in atto, allora condivido pienamente la considerazione finale di Massaro che le difficoltà economiche odierne della generalità dei paesi dell'area dell'euro impongono, come alla fine degli anni trenta, di innovare non solo gli strumenti interpretativi, ma anche le nostre informazioni sulla realtà. Ma se la situazione storica è questa e se le indicazioni teoriche pongono la centralità della dinamica degli stock, quali sono oggi le autorità cui viene attribuito il compito di definire obiettivi condivisi e di governare il processo economico?

### **RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

Bank of England (1972), *An Introduction to Flow-of-funds Accounting: 1952-1970*, Economic Intelligence Department, Bank of England.

Wallich, H.C. (1969), *Uses of Financial Accounts in Monetary Analysis*, in "The Review of Income and Wealth", dicembre, pp. 321-334 (paper presentato alla XI Conference of the International Association for Research in Income and Wealth, Nathanya, agosto 1969).

## **Sessione 2**

### **I METODI**

Presidente: *Enrico Giovannini*

# I CONTI FINANZIARI DELL'ITALIA DAL 1950 A OGGI

*Riccardo Bonci e Massimo Coletta\**

## 1. Introduzione

I conti finanziari integrano la contabilità reale di un paese, fornendo una rappresentazione dei flussi e delle consistenze di attività e passività finanziarie dei settori istituzionali dell'economia. Questa analisi è importante per la conoscenza della struttura finanziaria e della sua evoluzione. In particolare, i dati di stock forniscono un'idea dei cambiamenti che i bilanci dei settori istituzionali subiscono nel tempo, per effetto delle decisioni di investimento (flussi finanziari attivi) e finanziamento (flussi finanziari passivi) e delle variazioni di valore che le consistenze subiscono a causa delle variazioni dei tassi d'interesse o del livello generale dei prezzi. Data la relativa lentezza con cui evolve la struttura finanziaria, è necessario un periodo di osservazione lungo per tracciare una linea di tendenza dei movimenti in atto, per individuare le forze motrici di tali cambiamenti ed esplorarne i legami con altre variabili economiche, sia macro – ad esempio la produzione e i tassi d'interesse – sia micro – ad esempio la propensione al rischio degli agenti economici nel pianificare le proprie decisioni di risparmio e investimento.

I conti finanziari sono pubblicati dalla Banca d'Italia con frequenza annuale a partire dai primi anni sessanta e con frequenza trimestrale dal 1990<sup>1</sup>. Ad oggi, prima del 1963 non sono disponibili serie storiche dei conti finanziari con una settorizzazione e un grado di dettaglio simili agli attuali; fanno eccezione alcune informazioni limitate al settore "economia" (famiglie e imprese), per il quale esistono stime a partire dal 1950 (Caron e Cotula, 1971). I dati disponibili dopo il 1963 risentono inoltre di problemi

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Desideriamo ringraziare Riccardo De Bonis, Antonio Di Cesare e Luigi Federico Signorini per gli utili suggerimenti; Fabio Farabullini e Miria Rocchelli per l'indispensabile aiuto fornito, rispettivamente, nella costruzione del conto finanziario delle banche e della Banca centrale. Desideriamo inoltre esprimere la nostra gratitudine ai colleghi che ci hanno preceduto nella produzione dei conti finanziari in Banca d'Italia; in particolare a Franco Cotula, che ha anche letto con grande attenzione il nostro lavoro fornendoci molte indicazioni. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza né le altre persone sopra citate.

<sup>1</sup> Per un esame dei primi tentativi di costruzione dei conti finanziari per l'Italia, si veda il lavoro di R. De Bonis e A. Gigliobianco in questo volume. Un'ottima analisi del ruolo dei conti finanziari all'interno della contabilità nazionale si trova in Yanovsky (1973).

legati alle differenti metodologie utilizzate. Nel corso degli anni, con il recepimento delle varie edizioni del Sistema europeo dei conti economici integrati dell'Eurostat (1970, 1979, 1995), sono cambiate le definizioni dei settori e degli strumenti finanziari, oltre ai criteri di valutazione delle componenti della ricchezza finanziaria.

Nel presente lavoro si propone una ricostruzione delle principali voci dei conti finanziari italiani a partire dal 1950: sono presentate consistenze annuali non consolidate di fine periodo. Al fine di rendere significativa l'osservazione dell'evoluzione temporale delle serie analizzate si è provveduto, per quanto possibile, all'armonizzazione delle definizioni riguardanti la composizione dei settori istituzionali e la classificazione degli strumenti finanziari. I dati dal 1950 al 1962 sono presentati con un formato a matrice, simile a quello adottato nella prima tavola sulle consistenze pubblicata nella Relazione della Banca d'Italia del 1965.

Il lavoro è organizzato come segue. La sezione 2 descrive la costruzione dei conti finanziari per il periodo 1950-1962. La sezione 3 è dedicata alla ricostruzione dei conti finanziari nel periodo 1963-2004: si illustrano i principali fattori di discontinuità metodologica, le definizioni dei settori istituzionali e degli strumenti finanziari. La sezione 4 riporta le conclusioni principali del lavoro. Le tavole finali presentano i conti finanziari dal 1950 al 1962 e le serie storiche per tutti i settori e gli strumenti dal 1950 al 2004.

## **2. Un tentativo di costruzione dei conti finanziari per gli anni 1950-1962**

Per la costruzione dei conti finanziari del periodo 1950-1962 si sono utilizzate fonti statistiche differenti.

Le serie sulla ricchezza finanziaria dell'economia, pubblicate in Cotula e Caron (1971), sono state usate per stimare le consistenze di strumenti finanziari delle famiglie e delle imprese, intendendo per queste ultime le società non finanziarie. Per i restanti settori istituzionali si sono utilizzate altre fonti: bilancio della Banca d'Italia e dell'UIC (vari anni), Bollettino Statistico e Relazione della Banca d'Italia (vari anni), *Annuario statistico italiano* (vari anni) e *Sommario di statistiche storiche* (1926-1985) dell'Istat, statistiche dell'Ufficio italiano dei cambi (UIC), statistiche varie sulle Amministrazioni pubbliche (Della Torre, 1984).

Le informazioni di base sono state rielaborate per ottenere una coerenza temporale, spesso molto scarsa in origine. Si è cercato di riprodurre, compatibilmente con la disponibilità di informazioni, l'aggregazione e la ripartizione dei dati che sono alla base della produzione attuale delle statistiche<sup>2</sup>.

Per garantire la coerenza interna dei conti finanziari tra il 1950 e il 1962 si è individuato, anche per questi anni, un settore non identificato, denominato "partite non classificabili", coerentemente con quanto previsto dal 1963 al 1994. L'uguaglianza tra attività e passività di ogni strumento finanziario risulta rispettata quando ai valori dei settori residenti e del resto del mondo si sommano le consistenze di questo settore fittizio. L'analisi della qualità relativa delle fonti utilizzate ha fatto preferire le informazioni alla base della stima delle consistenze passive: le discrepanze, in alcuni casi di segno negativo, sono state pertanto attribuite ai vari strumenti all'attivo del settore "partite non classificabili"<sup>3</sup>. Nel periodo 1950-1962 il peso di tale settore sul totale delle attività finanziarie dell'economia è di ammontare contenuto, pari in media a circa l'1 per cento, in linea con quello degli anni 1963-1994 (1,5 per cento).

La costruzione per il periodo 1950-1962 si è articolata in due fasi principali:

- 1) la stima delle attività e delle passività finanziarie per i settori delle famiglie e delle imprese, ripartendo l'aggregato prima classificato come "economia";
- 2) la stima, per la prima volta, delle consistenze di fine anno delle attività e passività finanziarie per tutti gli altri settori (banche, altre società finanziarie, Amministrazioni pubbliche, resto del mondo), prendendo come riferimento la struttura attuale dei conti finanziari.

Per scomporre gli strumenti finanziari dell'economia nelle componenti delle famiglie e delle imprese si sono utilizzate varie informazioni ausiliarie: (i) i dati sugli anni dal 1963 al 1970, per i quali

---

<sup>2</sup> Le tavole dal 1950 al 1962 presentano un dettaglio minore, in quanto non è stato possibile applicare il principio del "*from whom to whom*", in base al quale si può identificare la relazione tra il settore emittente e il detentore di uno strumento finanziario.

<sup>3</sup> Similmente a quanto accade nella stima corrente dei conti finanziati, tra i vincoli principali incontrati nella ricostruzione fino al 1962 vi sono: l'impossibilità di disporre di statistiche sull'universo delle unità istituzionali che compongono i settori; errori di misurazione nei dati di base; incoerenze tra informazioni provenienti da fonti diverse; assenza di informazioni su particolari fenomeni; disponibilità di grandezze economiche misurate solo al valore nominale.

Caron e Cotula hanno pubblicato sia le serie dell'economia sia i conti finanziari completi; (ii) alcune serie della contabilità nazionale, come le statistiche sui consumi privati, per la stima dei depositi delle famiglie, e sugli investimenti in impianti e attrezzature, per la stima dei prestiti accesi dalle imprese.

Nei paragrafi che seguono sono presentate informazioni maggiori sulla stima dei conti finanziari degli anni cinquanta.

### 2.1 *Da "economia" a famiglie e imprese*

Per stimare le consistenze di attività e passività finanziarie in mano alle famiglie e alle imprese a partire dai dati riferiti alla somma dei due settori, si è proceduto in due fasi: (i) si sono riorganizzate le informazioni sull'economia conformemente alla classificazione odierna dei conti finanziari; (ii) si sono stimate le consistenze delle famiglie e delle imprese disaggregando i dati ottenuti nella prima fase.

Per cominciare, le serie pubblicate da Caron e Cotula, caratterizzate da un elevato grado di dettaglio per strumento (con l'eccezione delle attività e passività verso l'estero), sono state riorganizzate coerentemente con la classificazione odierna degli strumenti finanziari (si veda la tav. 1), ricostruendo uno schema definibile come i "conti finanziari" dell'economia.

Le "altre attività" dell'economia (tav. 1, voce 9) sono state considerate come consistenti interamente di riserve tecniche<sup>4</sup> (tav. 1, voce *f*), poiché nei conti finanziari del 1963 le riserve matematiche erano l'unica componente sull'interno delle "altre attività e passività".

Le "attività verso l'estero" (tav. 1, voce 10), pubblicate senza dettaglio per strumento, sono state ripartite tra le varie voci sulla base delle informazioni disaggregate disponibili nella tavola dei conti finanziari del 1963, dalla quale risulta che le attività verso l'estero di famiglie e imprese erano composte per il 19 per cento da prestiti, per il 24 per cento da azioni

---

<sup>4</sup> L'altra componente della voce "altre attività/passività", nelle tavole dei conti finanziari dal 1963 al 1970, è costituita da "attività sull'estero e altre". Nell'identificare le "altre attività sull'interno" dell'economia (tav. 1, voce 9) con le riserve matematiche si è dunque supposta trascurabile la parte verso residenti ("altre") di questa seconda componente.

Tav. 1

## La riclassificazione degli strumenti finanziari del settore “economia”

Dettaglio disponibile in origine (Caron-Cotula, 1971)	Classificazione dei conti finanziari (voci in neretto)
<b>ATTIVITÀ FINANZIARIE</b>	<b>ATTIVITÀ FINANZIARIE</b>
<b>VERSO L'INTERNO</b>	<b>Biglietti e monete (a)</b>
Attività liquide	<i>biglietti e monete</i> (1)
Biglietti e monete (1)	<b>Depositi (b)</b>
Depositi a vista (2)	<i>depositi a vista</i> (2)
<i>c/c bancari</i>	<i>depositi a risparmio bancari</i> (3)
<i>conti in valuta di res. e c/c enti</i>	<i>depositi a risparmio postali</i> (4)
<i>ammassi</i>	<i>altri depositi e buoni fruttiferi</i> (6)
<i>c/c postali</i>	<b>Titoli (c)</b>
<i>depositi presso il Tesoro</i>	<i>titoli a breve termine</i> (5)
Depositi a risparmio e titoli a breve	<i>titoli a reddito fisso</i> (7)
<i>depositi a risparmio bancari</i> (3)	<i>titoli esteri (*)</i> (parte di 10)
<i>depositi a risparmio postali</i> (4)	<b>Prestiti (d)</b>
<i>titoli a breve termine</i> (5)	<i>prestiti esteri (*)</i> (parte di 10)
Altri depositi e buoni fruttiferi (6)	<b>Azioni (e)</b>
Titoli a reddito fisso (7)	<i>azioni e partecipazioni</i> (8)
<i>titoli di stato</i>	<i>azioni estere (*)</i> (parte di 10)
<i>obbligazioni di istituti speciali</i>	<b>Riserve tecniche (f)</b> (9)
<i>obbligazioni industriali e altre</i>	<b>Altre attività (g)</b>
Azioni e partecipazioni (8)	<i>attività verso estero n.i. (*)</i> (parte di 10)
Altre attività finanziarie (9)	
<b>VERSO L'ESTERO</b> (10)	
<b>PASSIVITÀ FINANZIARIE</b>	<b>PASSIVITÀ FINANZIARIE</b>
<b>VERSO L'INTERNO</b>	<b>Titoli (h)</b>
Indebitamento a breve termine (11)	<i>Obbligazioni</i> (13)
Indebitamento a medio e lungo termine	<i>titoli esteri (*)</i> (parte di 15)
<i>mutui</i> (12)	<b>Prestiti (i)</b>
<i>obbligazioni</i> (13)	<i>indebitamento a breve termine</i> (11)
Azioni e partecipazioni (14)	<b>MUTUI</b> (12)
<b>VERSO L'ESTERO</b> (15)	<i>Prestiti dall'estero (*)</i> (parte di 15)
	<b>Azioni (l)</b>
	<i>azioni e partecipazioni</i> (14)
	<i>azioni estere (*)</i> (parte di 15)

(\*) Dati stimati ripartendo le attività/passività verso l'estero.

e per il 56 per cento da altre attività<sup>5</sup>. Quest'ultima componente è confluita nella voce "altre attività" (tav. 1, voce g) nella classificazione dei conti finanziari adottata nel lavoro.

Dal lato del passivo, invece, poiché dalla medesima tavola del 1963 non risultano "altre passività sull'estero" di famiglie e imprese, si è ritenuto che le "passività verso l'estero" dell'economia (tav. 1, voce 15) dovessero essere interamente ripartite tra specifici strumenti finanziari. Tale identificazione è stata ottenuta guardando ai rapporti dei non residenti con le famiglie e le imprese: nel 1963, l'1 per cento era costituito da titoli ("altre obbligazioni" detenute dal resto del mondo), il 21 per cento da prestiti ("crediti esteri" al passivo di famiglie e imprese) e il rimanente 78 per cento da azioni ("azioni e partecipazioni" all'attivo del resto del mondo). Con queste quote la voce "passività verso l'estero" dell'economia è stata ripartita tra titoli (tav. 1, voce c), prestiti (tav. 1, voce d) e azioni (tav. 1, voce e) dal 1950 al 1962.

Avendo riclassificato le voci originariamente fornite in un conto finanziario per l'economia, abbiamo ripartito le varie poste dell'attivo e del passivo in modo da stimare i conti finanziari separati per i settori delle famiglie e delle imprese.

Per la scelta delle consistenze di *biglietti e monete*, originariamente assegnate all'economia (tav. 1, voce a), da attribuire all'attivo delle famiglie, si è stimato un trend lineare della quota in mano a queste ultime tra il 1963 e il 1970; si sono quindi calcolate le quote pre-1963 estrapolando su tale trend. Alle imprese è stata assegnata la parte restante<sup>6</sup>.

Le attività in *depositi* dell'economia (tav. 1, voce b) sono state assegnate alle famiglie sulla base della relazione osservata tra questi e i consumi privati<sup>7</sup>. Nel 1963 i consumi erano quasi il doppio (180 per cento) dei depositi delle famiglie, per scendere a valori inferiori (95 per cento) nel 1979. La diminuzione del rapporto tra consumi e depositi in questi anni è avvenuta uniformemente, scendendo in media del 5 per cento all'anno; un

<sup>5</sup> Sono invece trascurabili i pesi dei biglietti e monete (0.3 per cento) e dei depositi (0.2 per cento). Per le consistenze di tali strumenti è stata dunque considerata la sola componente interna.

<sup>6</sup> La quota di biglietti e monete dell'economia detenuti dalle famiglie è aumentata, in media, dell'1 per cento all'anno tra il 1963 e il 1970. Nonostante l'esiguo numero di osservazioni, l'uniformità della crescita ha fatto preferire l'estrapolazione sul trend lineare a criteri diversi, come il peso medio negli anni 1963-1970, con i quali si ottengono comunque risultati piuttosto simili.

<sup>7</sup> Fonte: Istat, *Sommario di statistiche storiche*; dal 1963 al 1970 i "consumi privati"; dal 1971 al 1979 i "consumi finali delle famiglie"; tutti i dati sono espressi a prezzi correnti.

trend lineare spiega quasi completamente la variabilità dei dati (l' $R$ -quadro è 0,96). Similmente a quanto fatto per la stima del circolante, estrapolando sul trend la quota consumi/depositi per gli anni precedenti al 1963, si sono stimate le attività in depositi delle famiglie negli anni 1950-1962 (moltiplicando tale quota per i consumi privati, i cui dati sono disponibili a partire dal 1950). Come nel caso di biglietti e monete, alle imprese sono stati imputati i depositi dell'economia non detenuti dalle famiglie.

I *titoli* dell'economia (tav. 1, voce *c*) sono stati ripartiti tra famiglie e imprese secondo il peso medio che i due settori avevano nel periodo 1963-1970: alle famiglie va quindi la quasi totalità (99 per cento) dei titoli originariamente registrati all'attivo dell'economia<sup>8</sup>.

I *prestiti* all'attivo dell'economia (tav. 1, voce *d*) sono stati interamente attribuiti alle imprese; essi si riferiscono soltanto alla componente verso non residenti (stimata, come detto sopra, a partire dall'aggregato delle attività sull'estero), non essendo rilevati prestiti concessi dall'economia agli altri settori interni<sup>9</sup>.

Per le *azioni* (tav. 1, voce *e*) distinguiamo quelle emesse da residenti dalle azioni estere. Le azioni di residenti detenute dalle famiglie sono state stimate in misura pari al 48 per cento delle azioni originariamente attribuite all'economia (tav. 1, voce 8), valore pari alla quota media osservata tra il 1963 e il 1970. Le azioni estere dell'economia, anch'esse stimate a partire dalle attività sull'estero, sono state ripartite tra il portafoglio delle famiglie e quello delle imprese secondo le rispettive quote osservate nel 1963, pari rispettivamente al 26 e al 74 per cento.

Nel periodo in esame sono nulle le consistenze di quote di fondi comuni all'attivo delle famiglie e delle imprese. In Italia, infatti, tale strumento finanziario è stato introdotto solo con il d.lgs. 77 del 1983.

Le *altre attività* dell'economia (tav. 1, voce *g*), infine, sono interamente attribuite alle famiglie. Come spiegato sopra, esse corrispondono alle "attività finanziarie verso l'estero" (tav. 1, voce 10) non identificate come titoli, prestiti, azioni; esse includono, pertanto, anche le

<sup>8</sup> La quota dei titoli in mano alle famiglie si è sempre mantenuta molto alta rispetto a quella delle imprese e la situazione odierna non è molto diversa: nel 2003 la proporzione era infatti di circa 13 a 1.

<sup>9</sup> Ancora oggi le imprese non finanziarie concedono prestiti solo a unità non residenti. Si tratta di prestiti concessi a partecipate estere.

componenti estere di biglietti e monete e di depositi, comunque di entità molto modesta.

Per quanto riguarda le *riserve tecniche*, le consistenze all'attivo delle imprese sono state stimate nella misura del 10 per cento delle riserve matematiche al passivo delle assicurazioni<sup>10</sup>. Sottraendo tale valore dallo stock all'attivo dell'economia (tav. 1, voce *f*) si è stimato lo stock di riserve all'attivo delle famiglie. In quest'ultimo ammontare rientrano lo stock passivo delle assicurazioni non attribuito alle imprese e le consistenze di riserve matematiche delle famiglie presso gli enti di previdenza. Nota la prima componente, si è calcolata la seconda per differenza. La stima ottenuta è stata registrata tra le passività finanziarie del settore delle Amministrazioni pubbliche, di cui gli enti di previdenza fanno parte.

Dal lato delle passività, dalle consistenze di *prestiti interni* (indebitamento a breve e mutui concessi da unità residenti) dell'economia (tav. 1, voce *i*) si sono stimati in primo luogo i valori attribuibili alle imprese; si è quindi calcolato lo stock di debiti delle famiglie dal 1950 al 1962 per differenza. Lo stock di prestiti passivi interni delle imprese è stato stimato utilizzando la relazione tra questi ultimi e gli investimenti: si sono regrediti i prestiti sugli investimenti fissi lordi<sup>11</sup> dal 1963 al 1970; i prestiti pre-1963 sono stati quindi calcolati utilizzando i coefficienti stimati. I *prestiti esteri* dell'economia (scorporati, come si è detto sopra, dalle passività estere) sono stati, invece, considerati interamente al passivo delle imprese<sup>12</sup>; nel 1963, infatti, le famiglie risultavano avere solo passività interne<sup>13</sup>. La componente interna e quella estera sono state infine sommate in un'unica voce di prestiti al passivo di famiglie e imprese.

Tutte le passività in *titoli* dell'economia (tav. 1, voce *h*) sono state registrate al passivo delle imprese: oltre alle obbligazioni, i valori includono anche i titoli dell'economia detenuti dall'estero (stimati come si è detto sopra).

<sup>10</sup> Nei dati sul 1963 i rapporti nella forma di "riserve matematiche" intercorrono solo tra le famiglie e le imprese (all'attivo) e le assicurazioni e gli enti di previdenza (al passivo). Mentre si è assunto che lo stock al passivo degli enti di previdenza (stimato per differenza) fosse interamente detenuto dalle famiglie, le consistenze passive di riserve delle assicurazioni (riportate nell'*Annuario statistico italiano* dell'Istat) sono state attribuite alle famiglie e alle imprese secondo le relative quote del 1963, pari, rispettivamente, al 90 e al 10 per cento.

<sup>11</sup> Istat, *Sommario di statistiche storiche (1926-1985)*; serie a prezzi correnti.

<sup>12</sup> Tra il 1950 e il 1962 non sono state rilevate consistenze di crediti e debiti commerciali.

<sup>13</sup> Anche oggi l'indebitamento delle famiglie italiane risulta, nel confronto internazionale, tra i più bassi.

Analogamente ai titoli, tutte le passività in *azioni* dell'economia (tav. 1, voce *l*) sono state considerate passività delle imprese italiane; a queste si sono sommate le consistenze di azioni e partecipazioni detenute da unità estere (vedi sopra).

La definizione del settore delle famiglie in questo primo periodo della ricostruzione rispecchia implicitamente quella utilizzata nei conti finanziari del 1963-1970 (si veda il paragrafo 3.2), largamente utilizzati come fonte d'informazione per la disaggregazione del settore "economia".

## 2.2 Le società finanziarie

Le società finanziarie includono, dal 1950 al 1962, la Banca d'Italia (BI), l'Ufficio italiano dei cambi (UIC), le aziende di credito, gli istituti di credito speciale (ICS) e le imprese di assicurazione.

Le consistenze di attività e passività finanziarie delle unità che compongono il settore delle società finanziarie sono state calcolate aggregando le voci dei rispettivi bilanci, fino a ottenere una classificazione degli strumenti coerente con le definizioni proprie dei conti finanziari. Le tavole 2, 3 e 4 riportano le aggregazioni effettuate per costruire, rispettivamente, i conti finanziari di assicurazioni, Banca centrale (BI e UIC) e banche (aziende di credito e istituti di credito speciale).

Per quanto riguarda le imprese di assicurazione, oltre ai bilanci si sono utilizzati i dati del Bollettino statistico della Banca d'Italia del 1968<sup>14</sup> per la stima dello stock di azioni detenute. Non risultano passività in titoli delle assicurazioni. Nel caso della Banca centrale si sono utilizzate le informazioni sulle posizioni attive/passive della Banca d'Italia e dell'UIC nei confronti dell'estero, del Tesoro, delle aziende di credito, degli ICS, di altri enti e privati. Per gli stock di attività e passività delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale sono state impiegate informazioni già pubblicate dalla Banca d'Italia<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> I bilanci sono riportati nell'*Annuario statistico italiano* dell'Istat, nella tavola "Situazione patrimoniale delle imprese assicuratrici a fine esercizio".

<sup>15</sup> Si veda la sezione Statistiche storiche sul sito Internet della Banca d'Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)), tavole "Attivo (passivo) delle aziende di credito" e "Attivo (passivo) degli istituti di credito speciale".

Tav. 2

### Aggregazioni per i conti finanziari delle assicurazioni

Strumenti finanziari	Voci del bilancio considerate
ATTIVITÀ	
Biglietti e monete	cassa
Depositi	depositi bancari
Titoli	titoli di Stato, altri titoli (al netto delle azioni)
Prestiti	mutui, usufrutti e nude proprietà, debitori diversi
Azioni	azioni (*)
Totale attività	somma degli strumenti
PASSIVITÀ	
Prestiti	creditori diversi
Azioni	capitale, riserve patrimoniali
Riserve tecniche	riserve premi e sinistri
Totale passività	somma degli strumenti

(\*) Fonte: Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia, 1968, tavola 1: "Valori mobiliari: consistenze ed emissioni annuali nette suddivise per gruppi di investitori" (p. 614).

Tav. 3

## Banca centrale: dal bilancio al conto finanziario

Strumenti finanziari	Voci del bilancio considerate		
	Controparte	Banca d'Italia	Ufficio italiano dei cambi
ATTIVITÀ			
Oro	<i>estero</i>	Oro	oro; quota di partecipazione al FMI e quota in oro FME
Biglietti	<i>estero</i>	crediti a breve t. in valuta	–
	<i>Tesoro</i>	valori in cassa	–
Depositi	<i>Tesoro</i>	emissioni delle forze alleate	–
	<i>az. credito</i>	crediti in valuta	–
	<i>altri</i>	conti correnti UIC	–
Titoli	<i>estero</i>	titoli a medio/lungo t. in valuta	titoli a breve e a m/l t. in valuta
	<i>Tesoro</i>	titoli di Stato a breve e a m/l t.	titoli di Stato
	<i>ICS</i>	titoli obbligazionari	Titoli
Prestiti	<i>Tesoro</i>	crediti v/Stato, anticipaz. a Tesoro; c/c tesoreria; portafoglio ammassi e altro sconto p/c Tesoro	crediti vari in lire e valuta
	<i>az. credito</i>	sconto di portafoglio, anticipazioni in c/c e prorogati pagamenti	crediti in valuta
	<i>ICS</i>	sconto di portafoglio; anticipaz. in c/c	crediti in lire e valuta
	<i>altri</i>	anticipazioni	c/c Banca d'Italia
	<i>estero</i>	–	altri crediti a breve in valuta; crediti a m/l in lire e valuta
Azioni	<i>altri</i>	titoli	–
Totale		somma degli strumenti	somma degli strumenti
PASSIVITÀ			
Biglietti		biglietti in circolazione	–
Depositi	<i>estero</i>	conti in lire e in valuta; altre	–
	<i>Tesoro</i>	passività c/c Tesoreria; debiti v/Stato; depositi esteri in lire e valuta	debiti in lire e valuta
	<i>az. credito</i>	debiti a vista, depositi in c/c; dep. vincolati; dep. per obblighi di legge	debiti in lire e valuta
	<i>ICS</i>	depositi in c/c; altri depositi	debiti in lire e valuta
	<i>altri</i>	debiti a vista e depositi in c/c; dep. per obbl. di legge; altri dep. (f/amm. IRI); c/c UIC; vaglia in circolazione	ordini di pagamento; altre passività in lire e valuta; c/c della Banca d'Italia
Prestiti	<i>Tesoro</i>	aiuti internazionali	–
	<i>estero</i>	–	debiti in lire e valuta
Totale		somma degli strumenti	somma degli strumenti

Tav. 4

**Aggregazioni per i conti finanziari delle banche**

Strumenti finanziari	Voci del bilancio considerate	
	Aziende di credito	Istituti di credito speciale
<b>ATTIVITÀ</b>		
Biglietti e monete	Contante	–
Depositi	depositi presso altri istituti, c/c di corrispondenza con aziende di credito, c/c con le sezioni speciali	cassa e depositi c/o altri istituti
Titoli	titoli di proprietà diversi dalle azioni, cedole e vaglia	titoli di proprietà
Prestiti	impieghi totali	impieghi (anticipaz., mutui e effetti risc.), mutui alle Ferrovie e al Tesoro
Azioni	azioni, partecipazioni	partecipazioni
Totale	somma degli strumenti	somma degli strumenti
<b>PASSIVITÀ</b>		
Depositi	depositi, riporti passivi	depositi e buoni fruttiferi
Titoli	–	totale obbligazioni escluse obbligazioni ferroviarie
Prestiti	c/c di corrispondenza con aziende di credito, c/c con le sezioni speciali, anticipazioni (credito da Banca d'Italia)	c/c con banche e con enti partecipanti, anticipazioni passive, fondi in lire del Tesoro dello Stato, prestiti in valuta
Riserve tecniche	Patrimonio	Patrimonio
Totale	somma degli strumenti	somma degli strumenti

**2.3 La finanza pubblica**

Per elaborare i conti finanziari delle Amministrazioni pubbliche per gli anni 1950-1962 si sono ricostruite le attività e le passività finanziarie delle unità classificate al suo interno: Amministrazione centrale, inclusa la Cassa depositi e prestiti (Cassa DD.PP.), enti locali, istituti di previdenza e aziende autonome. La composizione degli stock attivi e passivi di queste unità è descritta nella tavola 5.

Tav. 5

## Conti finanziari delle Amministrazioni pubbliche

Strumenti finanziari	Amministrazione centrale	Enti locali	Istituti di previdenza	Aziende autonome
ATTIVITÀ				
Titoli	titoli a reddito fisso di Cassa DD.PP. <sup>(a)</sup>	–	titoli a reddito fisso <sup>(a)</sup>	–
Prestiti	fondi del Tesoro al passivo di ICS <sup>(b)</sup>	–	–	–
Azioni	partecipazioni della Cassa DD.PP. <sup>(c)</sup>	–	azioni <sup>(a)</sup>	–
Totale	somma strumenti	–	somma strumenti	–
PASSIVITÀ				
Biglietti e monete	monete <sup>(d)</sup> , al netto delle giacenze in cassa al Tesoro e BdI	–	–	–
Depositi	depositi in tesoreria e in c/c, libretti e buoni fruttiferi postali <sup>(d)</sup>	–	–	–
Titoli	Bot <sup>(h)</sup> , titoli a medio/lungo termine <sup>(a)</sup>	titoli di enti locali <sup>(i)</sup>	–	obbligazioni ferroviarie <sup>(a)</sup>
Prestiti	finanziamenti da BdI e UIC, finanziamenti di ICS al Tesoro <sup>(e)</sup> , prestiti da estero <sup>(f)</sup>	debiti delle Amm.ni comunali e provinciali <sup>(c)</sup> al netto dei titoli (dal 1958 al 1962)	–	prestiti degli ICS a Ferrovie e a Tesoro; prestiti da estero <sup>(f)</sup> e da Cassa DD.PP.
Riserve tecniche	–	–	quota di riserve all'attivo delle famiglie <sup>(g)</sup>	–
Totale	somma strumenti	somma strumenti	somma strumenti	somma strumenti

(a) Fonte: Bollettino della Banca d'Italia, 1968, tavola "Valori mobiliari: consistenze ed emissioni annuali nette, suddivise per gruppi di investitori" (pagg. 614-21). – (b) I fondi in lire si compongono di: i) istituti di credito all'industria e alle opere pubbliche (Tesoro dello Stato, Cassa per il mezzogiorno, fondi forniti dalle regioni e dal Mediocredito, gestioni speciali IMI e FIM); ii) istituti di credito fondiario ed edilizio (Tesoro dello Stato); iii) istituti di credito agrario: anticipazioni dello Stato. I fondi in valuta sono le gestioni speciali IMI (ERP e finanziamento area sterlina) attivate dagli istituti speciali di credito all'industria e alle opere pubbliche. – (c) Fonte: *Annuario statistico italiano*, Istat, vari anni, tavola "Situazione dei principali enti di finanziamento"; dal 1948 al 1956 i dati si riferiscono alla situazione della Cassa DD.PP., per gli anni seguenti sono disponibili solo dati sintetici sugli enti di finanziamento, di cui la Cassa DD.PP. fa parte. – (d) Fonte: *Sommario di statistiche storiche (1926-1985)*, Istat – (e) Fonte: Bollettino della Banca d'Italia, 1963, tavola "Situazione degli istituti speciali per il credito all'industria e alle opere pubbliche" (pag. 508); dati solo per gli anni 1961-62. – (f) Stime su dati di Della Torre (1984); l'autore, nella costruzione delle matrici dei rapporti intersettoriali, evidenzia i rapporti tra settore pubblico e resto del mondo. – (g) Per la stima delle riserve matematiche vantate dalle famiglie verso gli enti di previdenza si veda il paragrafo 2.1. – (h) Fonte: Bollettino della Banca d'Italia, 1963, tavola "Debito pubblico interno" (pag. 642); includono gli interessi. – (i) Fonte: Bollettino della Banca d'Italia, vari anni.

In assenza di specifiche informazioni, si sono considerate nulle le attività delle Amministrazioni pubbliche verso non residenti fino al 1962. Le consistenze degli strumenti finanziari all'attivo, dunque, includono la sola componente verso residenti.

#### 2.4 *I rapporti con i non residenti*

Il conto finanziario del resto del mondo per il periodo 1950-1962 risulta direttamente dall'identificazione dei rapporti con l'estero dei settori residenti, riportati nei rispettivi conti finanziari:

- i) "economia" (famiglie e imprese): poiché nel 1963 le famiglie risultavano indebitate solo con residenti, le attività finanziarie dei non residenti verso l'economia sono limitate alle passività estere delle imprese nella forma di prestiti, titoli e azioni. Quanto alle passività, i rapporti con l'economia riguardano i prestiti concessi dalle imprese residenti, le azioni estere detenute dalle famiglie e dalle imprese, e le altre attività verso l'estero delle famiglie;
- ii) Banca centrale: all'attivo del resto del mondo sono classificati i depositi presso la Banca d'Italia e i prestiti concessi all'UIC. Al passivo dei non residenti figurano l'oro, i biglietti e i prestiti;
- iii) aziende di credito e ICS: i rapporti attivi del resto del mondo sono limitati ai prestiti in valuta agli ICS. I depositi e i prestiti al passivo del resto del mondo sono stati invece stimati utilizzando le informazioni sul 1963<sup>16</sup>;
- iv) Amministrazioni pubbliche: i prestiti concessi dal resto del mondo e i titoli pubblici nel portafoglio dei non residenti sono stati stimati sui dati di Della Torre (1984). Nel 1963 non risultavano consistenze di depositi presso l'Amministrazione centrale e, pertanto, si sono considerati all'attivo del resto del mondo i soli depositi presso la Banca centrale. Coerentemente con quanto accade negli anni successivi, fino al 1962 non risultano passività del resto del mondo verso le Amministrazioni pubbliche.

---

<sup>16</sup> Si è ipotizzato che i depositi presso l'estero corrispondessero alla voce "altri depositi" delle aziende di credito; nel 1963 questi erano pari a circa il 10 per cento del totale dei depositi del sottosettore. Tale percentuale è stata utilizzata per stimare la componente sull'estero dei depositi anche negli anni precedenti. Per quanto riguarda i prestiti concessi da aziende di credito e ICS, la componente verso l'estero nel 1963 pesava circa il 3 per cento; con tale percentuale sono stati stimati i prestiti esteri nel periodo 1950-1962.

### 3. La ricostruzione dei conti finanziari dal 1963 al 2004

Nella presente sezione si descrive la ricostruzione dei conti finanziari per gli anni dal 1963 al 2004. Sono analizzate la composizione dei settori istituzionali e la definizione degli strumenti finanziari.

Per quanto riguarda le fonti utilizzate, è possibile suddividere questo periodo in 4 intervalli:

- i) *dal 1963 al 1970*: i dati sono tratti da Caron e Cotula (1971) che, a distanza di pochi anni dalla prima tavola dei conti finanziari relativa all'anno 1964, presentano le tavole dal 1963 al 1970 insieme alle statistiche sull'economia. I due set di dati risultano pertanto direttamente comparabili;
- ii) *dal 1971 al 1988*: i dati sono tratti dalle tavole pubblicate nella Relazione della Banca d'Italia, nell'ultima versione disponibile<sup>17</sup>;
- iii) *dal 1989 al 1994*: le serie sono quelle dell'archivio elettronico dei conti finanziari. I dati rispettano i criteri del SEC79;
- iv) *dal 1995 al 2004*: sono i conti finanziari attuali. Le serie sono prodotte conformemente al SEC95. I dati si riferiscono all'aggiornamento del giugno 2005.

A differenza degli anni 1950-1962, dal 1963 in poi esistono già pubblicazioni simili agli odierni conti finanziari. Più che alla produzione *ex novo* dei conti finanziari a partire da informazioni di base, il contributo del presente lavoro sul 1963-2004 si è concretizzato principalmente nella riorganizzazione delle statistiche già disponibili. Queste, pur essendo state prodotte e pubblicate nell'ambito di un sistema contabile internamente coerente, rispondevano a criteri di classificazione dei settori istituzionali e degli strumenti finanziari variabili negli anni e spesso molto diversi dagli attuali; in corrispondenza dell'introduzione delle innovazioni metodologiche si sono verificate pertanto discontinuità nelle serie storiche originarie.

Nel corso degli anni i conti finanziari hanno subito innovazioni sotto una duplice spinta: (i) la necessità di uniformarsi ai criteri stabiliti

<sup>17</sup> Nel 1989 la produzione viene sospesa per lasciare spazio ad una profonda revisione che consente nel 1991 la pubblicazione dei nuovi conti finanziari, nei quali l'articolazione dei settori istituzionali e la classificazione degli strumenti finanziari si basa sul nuovo Sistema europeo di conti economici integrati (SEC79).

nell'ambito del sistema europeo dei conti, anch'essi, peraltro, in continua evoluzione; (ii) l'esigenza di una sempre maggiore integrazione nella sequenza dei conti previsti nella contabilità nazionale, in particolare con il conto della formazione del capitale.

I principali interventi hanno comportato: cambiamenti della classificazione delle unità istituzionali (ovvero dei settori nei quali esse vengono raggruppate)<sup>18</sup>; il ricorso ai dati della bilancia dei pagamenti economica in luogo di quelli della bilancia valutaria; l'utilizzo di statistiche più dettagliate, disponibili anno dopo anno, per una valutazione più accurata dei fenomeni finanziari<sup>19</sup>; l'inclusione di nuovi strumenti nati nel corso del tempo per effetto dell'innovazione finanziaria.

Tenuto conto della molteplicità delle fonti a cui si è fatto ricorso, i problemi principali per la ricostruzione di serie uniformi dal 1963 a oggi sono derivati dalle differenze di classificazione delle unità istituzionali e delle operazioni finanziarie, oltre che dai diversi criteri di valutazione delle consistenze.

Per quanto riguarda il passaggio al SEC95, in particolare, il manuale prescrive: (i) la valutazione al valore di mercato per gli strumenti finanziari quotati e per i derivati; (ii) l'adozione del principio della competenza economica. Se il primo elemento non costituisce, almeno in linea di principio, una rottura netta rispetto al passato (gli strumenti scambiati su un mercato sono sempre stati valutati ai prezzi di mercato), la valutazione per competenza in luogo di quella basata sui movimenti di cassa è un'innovazione metodologica che può portare, specialmente in certi casi (titoli e prestiti a lunga scadenza), a valutazioni piuttosto diverse. Altri interventi di rilievo, che hanno contribuito a rivedere negli anni la metodologia di stima, sono stati: la riorganizzazione dei dati del bilancio della Banca d'Italia; la valutazione delle azioni non quotate; il passaggio di alcune unità istituzionali dagli enti di previdenza (rientranti nelle

<sup>18</sup> L'odierna settorizzazione delle unità istituzionali si articola in: società non finanziarie, società finanziarie, Amministrazioni pubbliche, famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, resto del mondo. Con il SEC95 è stato cancellato il settore delle "partite non classificabili e sfasamenti", che in origine raccoglieva le somme non attribuibili ai settori noti. L'eliminazione ha comportato il ricorso a ipotesi specifiche. Ad esempio, nella bilancia dei pagamenti sono censite anche operazioni per le quali non si conosce il tipo di strumento o il settore che l'ha effettuata.

<sup>19</sup> Nei conti finanziari si prevedono attualmente i seguenti strumenti: oro monetario e diritti speciali di prelievo; biglietti, monete e depositi a vista; altri depositi; titoli (a breve termine e medio/lungo termine); derivati; prestiti (a breve termine e medio/lungo termine); azioni e altre partecipazioni; quote di fondi comuni; riserve tecniche di assicurazione; altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche) alle imprese di assicurazione e fondi pensione (appartenenti alle società finanziarie); l'introduzione del sottosettore degli "ausiliari finanziari"; l'impiego delle informazioni sui prestiti e sui depositi bancari per l'universo delle banche segnalanti, in luogo di un campione rappresentativo.

Nel presente lavoro ci si è sforzati di mettere a disposizione dell'utilizzatore finale un dataset depurato, per quanto possibile, delle discontinuità metodologiche originarie, prestando la massima attenzione, d'altra parte, a utilizzare il contenuto informativo delle informazioni di partenza rispettando i vincoli di coerenza interna del sistema<sup>20</sup>. Abbiamo preferito, almeno in questa prima fase, indirizzare il lavoro di armonizzazione agli aggiustamenti di classificazione poiché questi sono, a nostro parere, quelli che avrebbero presentato le maggiori difficoltà per un utilizzatore esterno dei conti finanziari, soprattutto per l'impossibilità di accedere a tutte le informazioni necessarie, in molti casi non pubblicate e disponibili solo all'interno della Banca d'Italia. Il risultato è che le serie presentate, anche se non sempre ricostruite al valore di mercato e applicando il principio della competenza economica<sup>21</sup>, seguono una classificazione dei settori istituzionali e degli strumenti finanziari simile a quella attualmente utilizzata nel Supplemento trimestrale al Bollettino Statistico "Conti finanziari" e nelle tavole della Relazione annuale della Banca d'Italia. Questa scelta renderà agevole l'aggiornamento futuro delle serie storiche. Nei paragrafi che seguono sono illustrate le situazioni di partenza, le scelte effettuate e i risultati ottenuti.

### 3.1 *I settori istituzionali*

La classificazione dei settori istituzionali nella presente ricostruzione ricalca, in generale, quella originariamente impiegata nelle fonti statistiche utilizzate. Di seguito si dà conto delle innovazioni principali.

#### 3.1.1 *Famiglie*

Il settore delle famiglie è quello che subisce, insieme alle imprese, i maggiori cambiamenti di composizione nel corso degli anni. Ciò avviene in particolare a causa dei diversi criteri utilizzati per identificare le

<sup>20</sup> Quando si considerano tutti i settori istituzionali, sia quelli residenti sia il resto del mondo, per ogni strumento finanziario il totale delle attività deve essere uguale al totale delle passività.

<sup>21</sup> Per una discussione delle possibili conseguenze si rimanda alle conclusioni del lavoro.

“famiglie produttrici”<sup>22</sup>, le quali, a partire dal 1989, sono classificate all’interno del settore delle famiglie insieme alle “famiglie consumatrici”.

Dal 1963 al 1970 le famiglie includono “tutte le unità che hanno come funzione tipica, nel campo dell’attività economica, il consumo di beni e servizi, e le cui fonti di finanziamento sono principalmente costituite dalla remunerazione dei fattori di produzione e dai trasferimenti”<sup>23</sup>; fino al 1970, pertanto, le famiglie produttrici non rientrano nel perimetro del settore<sup>24</sup>. Erano invece incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie: essendo i conti finanziari delle famiglie in qualche caso calcolati per differenza, cioè come residuo rispetto agli altri settori, le consistenze dei vari strumenti finanziari finivano per comprendere anche le quote di competenza di tali unità istituzionali, non esplicitamente settorizzate nei conti finanziari<sup>25</sup>.

Nei dati dal 1971 al 1988, pubblicati nelle tavole “Attività e passività finanziarie del paese” della Relazione della Banca d’Italia, il settore famiglie dei conti finanziari comprende le famiglie “nel senso di individui o gruppi di individui in quanto consumatori”<sup>26</sup>.

Successivamente, dal 1989 al 1994, in accordo con il SEC79, oltre alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISSF), sono classificate nelle famiglie anche le imprese individuali con un massimo di venti addetti (famiglie produttrici)<sup>27</sup>. Con il SEC95, il confine tra il settore delle famiglie e quello delle imprese, rinominato in società non finanziarie, viene ridisegnato. Nel recepire le indicazioni del SEC95, adattandole al caso italiano, si è infatti deciso di

<sup>22</sup> Imprese individuali e società semplici o di fatto, la cui funzione sia di produrre beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita.

<sup>23</sup> Cfr. Ercolani e Cotula (1969, p. 44), a cui gli stessi Caron e Cotula (1971) rimandano per un riepilogo delle definizioni dei settori e degli strumenti finanziari apparse in vari anni sui Bollettini e sulle Relazioni della Banca d’Italia.

<sup>24</sup> Ercolani e Cotula (1969, p. 43) affermano, tuttavia, che si sarebbe proceduto a un “isolamento delle imprese individuali di minori dimensioni e al loro trasferimento nel settore famiglie” non appena “l’affinamento delle fonti statistiche” lo avesse consentito.

<sup>25</sup> Tra queste unità troviamo gli enti religiosi, di assistenza e istruzione, con finalità culturali, sindacali, politiche, sportive, ricreative e simili. È ragionevole ritenere che le quote di competenza di tali unità fossero comunque di entità trascurabile.

<sup>26</sup> Cfr. Glossario nell’Appendice alla Relazione annuale della Banca d’Italia sull’anno 1983, e seguenti. Nell’Appendice alla Relazione sul 1988 si specifica che nelle famiglie rientrano anche le istituzioni senza finalità di lucro e le unità non classificabili.

<sup>27</sup> I titoli al passivo del settore dal 1989 al 1994 sono costituiti da accettazioni bancarie delle imprese individuali che poi passeranno tra le società non finanziarie.

ridurre da venti a cinque la soglia sul numero di addetti perché una società di fatto o un'impresa individuale possa essere classificata tra le famiglie. Ne consegue un ampliamento del settore delle imprese a scapito delle famiglie. Questo è probabilmente il motivo di discontinuità più rilevante nelle serie storiche presentate.

### 3.1.2 *Imprese (società non finanziarie)*

Per la composizione del settore delle imprese fino al 1970 vale quanto detto per le famiglie. Secondo la definizione di Ercolani e Cotula (1969, p.43), le imprese raggruppano “le unità istituzionali la cui funzione principale consiste nel produrre beni e servizi scambiabili sul mercato”; vi rientrano pertanto, senza distinzione, le imprese pubbliche, private, o a partecipazione statale, nonché le imprese individuali, alcune delle quali, identificate come famiglie produttrici, passeranno poi nel settore famiglie. Erano inoltre incluse, per mancanza di informazione diretta, le società di prestiti e finanziamenti.

Dal 1971 al 1988 le Appendici alla Relazione annuale della Banca d'Italia riportano in questa categoria le imprese private, quelle pubbliche (Enel e partecipazioni statali) e gli altri enti pubblici minori non compresi nel settore pubblico. Nei dati fino al 1988 le aziende autonome fanno parte delle Amministrazioni pubbliche, per poi passare tra le società non finanziarie nel corso degli anni ottanta, in seguito alla trasformazione in imprese pubbliche.

Nei conti finanziari dal 1989 al 1994, conformemente al SEC79, le imprese (rinominate in società non finanziarie) includono le società e quasi-società<sup>28</sup> private e pubbliche, tra cui le ex-aziende autonome, le Ferrovie dello Stato, le aziende municipalizzate, provincializzate e consortili, l'Enel, le imprese a partecipazione statale, le altre imprese pubbliche. Rientrano nel settore anche le finanziarie di partecipazione (sia pubbliche sia private)<sup>29</sup>.

Il SEC95 ha ridefinito, come già spiegato, il confine tra le famiglie e le imprese. Tra le unità prima classificate come famiglie e oggi come

<sup>28</sup> In questi anni per quasi-società si intendono le imprese individuali, le società di persone e le società di fatto con un numero di addetti pari o superiore alle venti unità.

<sup>29</sup> In termini dell'attuale settorizzazione (SEC95), il settore delle imprese pubblicato fino al 1994 comprendeva unità istituzionali ora classificate come società e quasi-società non finanziarie, imprese individuali o istituzioni finanziarie.

società finanziarie rientrano: i) le società in accomandita semplice e quelle in nome collettivo fino a venti addetti; ii) le società semplici, di fatto e le imprese individuali con un numero di addetti compreso tra cinque e venti. Tale riclassificazione ha avuto impatto in particolare sui prestiti al passivo del settore.

### 3.1.3 Società finanziarie

La composizione del settore delle società finanziarie nella presente ricostruzione rimane sostanzialmente invariata fino al 1984, quando alla Banca d'Italia, all'UIC, alle aziende di credito, agli ICS e alle imprese di assicurazione si aggiungono i fondi comuni di diritto italiano, introdotti con la legge n. 77/1983. Dal 1985 il settore include anche le società di finanziamento, ovvero le società di *leasing*, *factoring* e credito al consumo<sup>30</sup>. L'importanza di questi intermediari nel mercato dei finanziamenti era comunque trascurabile in passato.

Con la pubblicazione dei conti finanziari secondo il SEC79, e quindi nei dati dal 1989 al 1994, le società finanziarie si compongono, oltre che della Banca centrale e delle imprese di assicurazione, di aziende di credito, istituti di credito speciale<sup>31</sup>, istituti di rifinanziamento, fondi comuni, società di finanziamento e altre imprese finanziarie.

Con il SEC95 il settore assume la denominazione di "società finanziarie" e si compone di tutte le società e le quasi-società la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria e/o nell'esercitare attività finanziarie ausiliarie. Ne fanno parte i seguenti sottosettori: (i) le istituzioni finanziarie monetarie, ovvero la Banca d'Italia, le banche e i fondi comuni monetari; (ii) gli altri intermediari finanziari<sup>32</sup>; (iii) gli ausiliari finanziari<sup>33</sup>; (iv) le imprese di assicurazione e fondi pensione.

<sup>30</sup> I finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring sono inclusi tra le passività delle imprese. I finanziamenti concessi dalle società di credito al consumo sono compresi tra le passività delle famiglie.

<sup>31</sup> Con i decreti legislativi 14.12.1992, n. 481, e 1.9.1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) in vigore dal gennaio 1994, nell'ordinamento bancario italiano sono state, tra l'altro, eliminate le distinzioni tra gli enti operanti prevalentemente nel breve (aziende di credito) e nel medio e lungo termine (istituti di credito speciale). Tutti gli enti creditizi hanno assunto la denominazione di "banche".

<sup>32</sup> Comprendono gli intermediari finanziari, diversi dalle assicurazioni e dai fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria mediante (continua)

I dati dal 1995 riflettono l'importanza crescente assunta dai fondi comuni e, a partire dal 1999, dalle società di cartolarizzazione, classificati tra gli altri intermediari finanziari. Dal 2003, con la trasformazione in società per azioni, rientra in questo sottosettore anche la Cassa DD.PP. Le consistenze attive e passive di questo intermediario passano quindi dai conti delle Amministrazioni pubbliche a quelli delle società finanziarie. Un impatto più contenuto si deve all'introduzione del nuovo sottosettore degli ausiliari finanziari, con il quale entrano a far parte delle società finanziarie unità istituzionali quali la Consob, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap), e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip), in precedenza classificate tra le Amministrazioni pubbliche.

In considerazione del ruolo centrale svolto dalle istituzioni creditizie nel sistema finanziario italiano, si è data evidenza separata alle banche. Esse includono le aziende di credito e gli istituti di credito speciale fino al 1994. Tale distinzione, basata sulla durata del credito erogato, è stata abbandonata, dopo il Testo unico bancario del 1993, in favore dell'unico raggruppamento, "banche", nel quale rientrano tutti gli enti creditizi.

In sintesi, dal 1950 ad oggi, le società finanziarie rappresentano il settore con le minori discontinuità nella definizione delle unità che vi fanno parte.

#### 3.1.4 Amministrazioni pubbliche

Nei dati dal 1963 al 1970 le unità istituzionali che compongono le Amministrazioni pubbliche sono quelle considerate nella prima parte della ricostruzione: l'Amministrazione centrale, gli enti locali, gli istituti di previdenza e le aziende autonome. Nel perimetro dell'Amministrazione

---

l'assunzione di passività in forme diverse dalla moneta, dai depositi e da strumenti assimilabili (provenienti da soggetti diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie) e dalle riserve tecniche di assicurazione. Ad esempio, ne fanno parte le società di intermediazione mobiliare (SIM), le società di leasing, le società di factoring, i fondi comuni di investimento mobiliare; le società di investimento a capitale variabile (Sicav).

<sup>33</sup> Vi rientrano le unità istituzionali la cui funzione principale consiste nell'esercitare attività strettamente connesse all'intermediazione finanziaria, ma non costituenti esse stesse intermediazione finanziaria. Tra queste, le società di gestione dei fondi, gli enti preposti al funzionamento dei mercati (es. Monte Titoli S.p.a, Borsa S.p.a), le associazioni bancarie e tra imprese finanziarie e assicurative, gli agenti di cambio, i mediatori, gli agenti e i consulenti di assicurazione e i promotori finanziari. Dal 1998 il sottosettore include l'Ufficio italiano dei cambi, in precedenza classificato tra le Autorità bancarie centrali.

centrale rientra anche la Cassa DD.PP., per il nesso operativo esistente tra la sua gestione e quella del Tesoro<sup>34</sup>. Rientrano negli enti locali (denominati “enti territoriali”) le regioni, le province e i comuni. Dal punto di vista finanziario, tali enti assorbono prevalentemente i fondi raccolti dalla Cassa DD.PP. e li impiegano per lavori pubblici o per far fronte ai disavanzi di gestione. Gli istituti di previdenza raccolgono, conformemente alla definizione del SEC68, le unità istituzionali la cui funzione principale consiste nel fornire prestazioni sociali e le cui fonti di finanziamento sono prevalentemente costituite da contributi sociali obbligatori. Il loro ruolo finanziario si realizza nell’investire le riserve matematiche che, per legge, sono obbligati a costituire nell’esercizio della loro funzione istituzionale. I conti finanziari degli istituti di previdenza includono le attività dell’INPS, INAM e INAIL e di tre istituti di previdenza allora amministrati dal Tesoro<sup>35</sup>; sono invece assenti i dati per altri enti minori. Tra le aziende autonome sono incluse le amministrazioni che, pur inserite nell’organizzazione dello Stato, svolgono attività produttive di beni e servizi per le quali il fine pubblico prevale sul conseguimento del profitto.

Il settore pubblico non cambia la sua composizione fino al 1989, quando, con il recepimento del SEC79, viene rinominato in Amministrazioni pubbliche.

Nelle statistiche dal 1989 al 1994, l’Amministrazione centrale include l’Amministrazione statale, gli organi costituzionali, l’Agenzia per il Mezzogiorno, la Cassa DD.PP., la gestione delle ex foreste demaniali, l’ANAS e altri enti. Il sottosettore delle amministrazioni locali è stato ampliato per comprendere, oltre a regioni, province e comuni, anche altri enti pubblici la cui competenza è territorialmente limitata: tra questi, ospedali pubblici, unità sanitarie locali, enti di assistenza locali, università, camere di commercio. La principale novità nella definizione del settore pubblico nel corso di questi anni, comunque, è la progressiva scomparsa delle aziende autonome, molte delle quali vengono trasformate in imprese pubbliche e sono quindi riclassificate nel settore delle società non finanziarie<sup>36</sup>. Fanno eccezione l’ANAS e le ex Foreste demaniali che, non

<sup>34</sup> In particolare, la gestione dei conti correnti e del risparmio postale, che alimentano le attività della Cassa, sono affidate all’Azienda autonoma Poste e telecomunicazioni, ma sono contabilizzate nel conto della Cassa DD.PP., perché considerate effettuate per conto di quest’ultima.

<sup>35</sup> Istituto nazionale assistenza dipendenti enti locali (INADEL); Ente nazionale di previdenza ed assistenza per i dipendenti statali (ENPAS); Ente nazionale di previdenza per i dipendenti da enti di diritto pubblico (ENPDEDP).

<sup>36</sup> Tra le operazioni principali ricordiamo: la trasformazione delle Ferrovie dello Stato in S.p.A. (continua)

producendo beni e servizi vendibili sul mercato, restano nel settore delle Amministrazioni pubbliche.

L'impatto dell'adozione del SEC95 sui conti finanziari dal 1995 in poi è dovuto principalmente a due fattori: (i) alcune unità istituzionali passano al nuovo settore degli ausiliari finanziari<sup>37</sup>; (ii) i fondi di previdenza che erogano le prestazioni secondo il criterio della capitalizzazione dei contributi versati dai lavoratori escono dalle Amministrazioni pubbliche, passando dagli enti di previdenza alle società finanziarie (in particolare al sottosettore delle imprese di assicurazione e fondi pensione).

A partire dal 1950 le statistiche finanziarie disponibili sul settore pubblico hanno beneficiato progressivamente della disponibilità di fonti informative più accurate. Queste hanno consentito, da un lato, una migliore individuazione delle unità che rientrano nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche, dall'altro di misurare in modo più appropriato le sue attività e passività finanziarie.

### 3.1.5 *Il resto del mondo*

Il settore include tutte le unità economiche non residenti<sup>38</sup> sul territorio nazionale, limitatamente alle operazioni che queste effettuano con le unità residenti, appartenenti a uno dei settori interni: famiglie, imprese, società finanziarie e Amministrazioni pubbliche.

Il resto del mondo è consolidato al suo interno, poiché per esso non si rilevano le consistenze di attività e passività finanziarie le cui controparti sono entrambe non residenti e che dunque non alterano la posizione dell'Italia verso l'estero.

---

(1992); la ridenominazione dell'Amministrazione delle Poste e telecomunicazioni in Poste italiane (1994) e la successiva trasformazione in S.p.A. (1997); la soppressione dell'Azienda di Stato per i servizi telefonici, ASST, (1992) e il successivo trasferimento del capitale a Telecom Italia (1994).

<sup>37</sup> Cfr. paragrafo 3.1.3.

<sup>38</sup> In accordo con la definizione del manuale della bilancia dei pagamenti del Fondo monetario internazionale (1993), una unità istituzionale viene definita residente in un paese se ha sul territorio economico di tale paese il suo centro di interesse economico, ovvero se compie per un lungo periodo (1 anno o più) operazioni economiche e finanziarie su tale territorio.

### 3.1.6 *Le partite non classificabili*

Fino all'introduzione del SEC95 nei conti finanziari italiani si prevedeva anche un settore supplementare denominato "partite non classificabili e sfasamenti", al quale venivano assegnate le consistenze attive (o passive) per le quali le informazioni disponibili non consentivano di individuare l'effettivo settore detentore<sup>39</sup>. Nella presente ricostruzione si è scelto di continuare a pubblicare in evidenza separata il settore "partite non classificabili", per evitare che scelte arbitrarie nella riattribuzione agli altri settori delle poste inizialmente non identificate potessero inficiare il contenuto informativo dei dati di origine.

Le poste attribuite al settore "partite non classificabili" nel primo periodo della presente ricostruzione sono di entità comparabile con quelle pubblicate negli anni successivi: tra il 1950 e il 1962 le attività attribuite a questo settore sono in media pari all'1,2 per cento del totale delle attività finanziarie, contro un valore medio dell'1,5 per cento dal 1963 al 1994. Le tavole presentate per questi anni posseggono quindi un grado di coerenza interna in linea con quelle elaborate dai produttori dei primi conti finanziari.

### 3.2 *Gli strumenti finanziari*

La produzione di serie storiche quanto più possibile continue per il periodo 1950-2004 ha richiesto particolare cura nella riclassificazione degli strumenti finanziari. Come primo passo si è cercato di applicare anche per il passato una classificazione coerente con quella odierna dei conti finanziari italiani. Tale modo di operare è stato seguito anche nella fase di costruzione dei conti finanziari per gli anni 1950-1962, quando le informazioni di base, nella gran parte dei casi provenienti dai bilanci delle varie unità, sono state riorganizzate e aggregate coerentemente con quanto avviene negli anni seguenti.

Dopo la pubblicazione, nella Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1964, dei flussi di attività e passività finanziarie dell'Italia, nel Bollettino n. 1 del 1965 viene auspicata l'elaborazione di una tavola anche

<sup>39</sup> A ogni attività finanziaria corrisponde ovviamente una passività. Ne consegue che, se si considera anche il resto del mondo, per ogni strumento finanziario la somma delle consistenze all'attivo di tutti i settori deve essere uguale al valore ottenuto sommando tutti gli ammontari al passivo. Tuttavia, l'uso di informazioni eterogenee per la rilevazione dei fenomeni può comportare discrepanze.

per le consistenze. Si sottolinea, infatti, che “di grande utilità sarebbe la costruzione di conti finanziari fondati su dati di consistenza, anziché di variazione. Essi, oltre a fornire la misura della quota di ricchezza nazionale che assume forma finanziaria, gioverebbero a chiarire il significato delle variazioni, non disgiungibile, per ciascuna unità economica e per ciascun valore, dalla struttura finanziaria inizialmente esistente”. La prima tavola delle consistenze compare nella Relazione sull'anno 1965; il formato adottato, ispirato a quello utilizzato dal *Federal Reserves System*, non si discosta significativamente da quello odierno.

Nelle tavole dei conti finanziari gli strumenti sono riportati sulle righe e i settori sulle colonne; nel presente lavoro viene proposta una “fiancata” basata sui seguenti dieci strumenti finanziari: oro monetario e Diritti speciali di prelievo (DSP); biglietti e monete; depositi; prestiti; titoli; azioni e altre partecipazioni; quote di fondi comuni; riserve tecniche di assicurazione; altre attività e passività; crediti e debiti commerciali (come “di cui” della voce precedente).

La definizione degli strumenti nelle prime tavole dei conti finanziari pubblicati dalla Banca d'Italia si basava su alcuni principi ancora oggi riconosciuti validi dai principali sistemi di contabilità nazionale (*System of national accounts* 1993 e Sistema europeo dei conti 1995), tali dunque da offrire una base comune a dati che coprono oltre mezzo secolo. I principali di questi criteri sono:

- i) i conti finanziari rilevano le transazioni che comportano variazioni nelle attività e passività finanziarie di una unità economica, sia che traggano origine da un trasferimento di beni e servizi sia che derivino da una operazione puramente finanziaria<sup>40</sup>. Nel primo caso la ricchezza finanziaria del settore risulta modificata, nel secondo caso varia solo la composizione della ricchezza, ma non il suo livello;
- ii) le operazioni sono registrate su base netta. Gli acquisti di attività finanziarie sono al netto delle cessioni, mentre le passività sono calcolate al netto di quelle rimborsate<sup>41</sup>;

<sup>40</sup> I dati di stock e di flusso sono legati da una precisa relazione: lo stock di ogni strumento finanziario posseduto al termine del periodo è pari al valore detenuto all'inizio del periodo sommate le transazioni effettuate, le variazioni in volume e le rivalutazioni subite dallo strumento.

<sup>41</sup> Inoltre, nell'ambito di un settore, la variazione di una categoria di attività non è mai calcolata al netto della variazione di una diversa categoria di passività, anche quando la prima dipenda dalla seconda. Ad esempio, l'acquisto di azioni non è pubblicato al netto dei fondi presi a prestito per (continua)

- iii) i conti possono essere consolidati e non consolidati. Nel conto consolidato le operazioni effettuate da una unità istituzionale sono rese al netto di quelle che hanno avuto come controparte una unità appartenente allo stesso settore<sup>42</sup>. I conti finanziari italiani sono stati sempre pubblicati su base non consolidata<sup>43</sup>;
- iv) la classificazione delle operazioni finanziarie e delle attività e passività finanziarie è fondata sulla liquidità degli strumenti finanziari. Uno strumento è tanto più liquido quanto più rapidamente può essere convertito in mezzi di pagamento e minori sono i costi di transazione e le perdite in conto capitale in cui si può incorrere.

I conti finanziari sono stati compilati per cassa fino al 1994: la transazione veniva quindi registrata nel momento del versamento della contropartita. Con l'introduzione del SEC95, la compilazione segue invece il criterio della competenza economica: le operazioni sono registrate nel momento in cui nascono, vengono trasformate o vengono estinte. Prima dell'introduzione del SEC95, inoltre, la valutazione degli strumenti era sostanzialmente al valore nominale, in quanto il valore di mercato era applicato solo quando le fonti lo rendevano disponibile. Le consistenze riflettono i criteri utilizzati nella registrazione dei flussi.

A causa della limitata disponibilità di informazioni di dettaglio per il periodo fino al 1950-1962, nel lavoro non viene pubblicata, per i titoli e i prestiti, la disaggregazione tra breve e medio/lungo termine, così come non si distinguono i depositi a vista da quelli a termine. Tale scelta ha consentito di evitare problemi nella continuità dei dati dovuta al modificarsi delle definizioni della scadenza, salvaguardando la validità dell'interpretazione dei fenomeni economici.

Le consistenze di crediti e debiti commerciali sono presentate come dettaglio della voce "altre attività e passività", coerentemente con quanto avviene oggi. Questo strumento rappresenta un esempio del concetto di registrazione secondo il principio della competenza economica ed è stato

---

finanziare l'investimento azionario.

<sup>42</sup> Il conto consolidato e non consolidato di un settore presentano lo stesso accreditamento/indebitamento e attività finanziaria netta.

<sup>43</sup> L'unica eccezione a tale criterio è stata la pubblicazione del sottosettore Amministrazioni centrali su base consolidata dal 1989 al 1994. Si veda l'Appendice alla Relazione della Banca d'Italia sul 1991.

evidenziato solo di recente nelle tavole dei conti finanziari; si è dunque ritenuto opportuno mostrarlo in evidenza separata.

Nei paragrafi che seguono si fornisce una descrizione dettagliata degli strumenti finanziari che compaiono nelle tavole di questa ricostruzione.

#### *Oro e Diritti speciali di prelievo (DSP)*

Nella prima tavola dei conti finanziari è presente la riga dedicata all'oro monetario, cioè al metallo posseduto dai diversi settori come riserva di valore. Secondo la metodologia prevista dalla prima versione del SEC, la rilevazione doveva riguardare l'oro posseduto da tutti i settori, con eccezione di quello destinato a usi industriali. La mancanza di dati statistici fa sì che venisse rilevato solo l'oro posseduto da BI-UIC<sup>44</sup>. Il resto del mondo veniva indicato come settore di contropartita. Per continuità con la vecchia classificazione, nelle tavole l'estero viene indicato come debitore dell'oro, anche se il SEC95 non prescrive di registrare una contropartita a fronte delle attività della Banca centrale<sup>45</sup>.

I Diritti speciali di prelievo (DSP) appaiono nel 1970. Essi sono classificati tra i crediti a breve. Nella Relazione sul 1991 si prevede una voce autonoma per i DSP; nella Relazione sul 1998 i DSP sono sommati all'oro monetario. Per continuità con la classificazione attuale, per gli anni dal 1970 al 1990 i DSP sono stati scorporati dai prestiti e sommati all'oro. Il SEC95 definisce i DSP come attività di riserva della Banca centrale; per essi, come per l'oro, la contropartita è registrata al passivo del resto del mondo, nonostante il SEC95 non la prescriva. Questa scelta assicura la quadratura del sistema contabile.

#### *Biglietti e monete*

Fino al 2001 comprendono le banconote e le monete emesse, rispettivamente, dalla Banca d'Italia e dal Tesoro. Dal 2002, con l'introduzione dell'euro, la componente italiana della circolazione include

<sup>44</sup> In seguito alla totale cessione dell'oro dell'UIC alla Banca d'Italia e al contestuale trasferimento alla Banca delle riserve valutarie residue, sono venuti meno i presupposti per la classificazione dell'UIC tra le autorità bancarie centrali. L'UIC mantiene oggi compiti attuativi nell'ambito della gestione delle riserve per conto della Banca d'Italia.

<sup>45</sup> La discontinuità nella serie nel 1976 è dovuta alla rivalutazione del metallo prezioso disposta con D.L. 30 dicembre 1976, n. 867. Contestualmente venne trasferita una parte dell'oro all'UIC.

una valutazione convenzionale della circolazione in euro, basata sulla quota individuale di partecipazione al capitale della Banca centrale europea, nonché banconote e monete residue in lire<sup>46</sup>. Fino al 1978 sono incluse anche le banconote estere in circolazione in Italia. Le consistenze all'attivo delle famiglie e delle imprese sono calcolate in modo residuale, deducendo dalle quantità in circolazione i valori detenuti dagli altri settori.

### *Depositi*

La voce comprende i depositi a vista e gli altri depositi. Oltre ai depositi bancari, le principali poste incluse nella categoria sono: i depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia (conto disponibilità per il servizio di Tesoreria e fondo ammortamento dei titoli di Stato); i conti correnti postali, i libretti postali e i buoni postali fruttiferi<sup>47</sup>; i certificati di deposito; la riserva obbligatoria delle banche presso la Banca d'Italia. Con il recepimento del SEC95, dal 1995 i depositi includono i pronti contro termine al passivo delle banche, in precedenza classificati tra i prestiti.

### *Prestiti*

Sono compresi i prestiti a breve e a medio/lungo termine<sup>48</sup>. La disponibilità di informazioni dettagliate ha consentito di scorporare dai prestiti i crediti e i debiti commerciali dei non residenti verso le imprese a partire, rispettivamente, dal 1972 e dal 1984. Fino al 1994 i crediti commerciali interni non sono invece presenti nei conti finanziari annuali della Banca d'Italia (cfr. *infra*). Come detto, fino al 1994 in questo strumento rientrano anche i pronti contro termine passivi delle banche, in seguito classificati tra i depositi<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> Dal 2003 sono escluse le banconote e le monete residue in lire.

<sup>47</sup> A dicembre 2003, a seguito della trasformazione della Cassa DD.PP. in società per azioni e della sua contestuale classificazione tra le società finanziarie, i libretti postali e i buoni postali in carico alla Cassa Spa sono stati spostati dai depositi al passivo delle Amministrazioni pubbliche a quelli al passivo delle società finanziarie.

<sup>48</sup> Inizialmente nei prestiti a breve erano inclusi i rapporti con scadenza non superiore ai 18 mesi. I dati dal 1995, in conformità con quanto previsto dal SEC95, includono invece i prestiti con scadenza inferiore a un anno.

<sup>49</sup> Nel 1994 i pronti contro termine passivi delle banche rappresentavano circa il 7 per cento del totale dei prestiti.

### Titoli

La voce comprende i titoli a breve a medio/lungo termine e, dal 1995, i derivati<sup>50</sup>. Unitamente alle informazioni bancarie su depositi e prestiti, le statistiche sulle emissioni dei titoli, già ampiamente commentate nelle Relazioni degli anni cinquanta e dei primi anni sessanta, hanno rappresentato una solida base sulla quale costruire i conti finanziari del Paese. I titoli a breve erano quelli con scadenza non superiore ai 18 mesi: si trattava sostanzialmente dei BOT emessi dal Tesoro<sup>51</sup>. Tra i titoli a medio/lungo termine vi erano, oltre a quelli emessi dallo Stato, quelli delle imprese<sup>52</sup>. Le consistenze dei titoli erano contabilizzate al valore nominale.

Un cambiamento rilevante nella pubblicazione di tali statistiche si è verificato con il passaggio al SEC95. I titoli a breve termine sono distinti da quelli a medio/lungo termine per la scadenza inferiore o pari a un anno<sup>53</sup>. Essi sono espressi al valore di mercato e includono i ratei di interesse, cioè la quota di interessi maturata ma non ancora corrisposta dal debitore.

Da segnalare, infine, che, a partire dalla fine degli anni novanta, ai titoli di Stato (BOT, BTP e CCT), e a quelli emessi dalle imprese, dalle banche e dal resto del mondo si sono aggiunti i titoli emessi dagli intermediari finanziari a seguito delle operazioni di cartolarizzazione seguite all'approvazione della Legge 151/1999.

<sup>50</sup> Le serie sui derivati scambiati tra residenti sono stimate a partire dalle segnalazioni di vigilanza. Per le transazioni in derivati con il resto del mondo ci si avvale delle informazioni fornite dall'UIC. Tra le consistenze di strumenti derivati si registrano le seguenti tipologie di contratto: *forward*, *future*, *opzioni*, *swap* e *forward rate agreement*.

<sup>51</sup> Inizialmente la differenza tra il totale dei BOT emessi e l'ammontare posseduto dalle banche e dalla Banca centrale era attribuita alle famiglie.

<sup>52</sup> Quanto alle sottoscrizioni da parte dei settori, si avevano informazioni per le banche, la Banca centrale, le imprese di assicurazione, le Amministrazioni pubbliche e il resto del mondo. Il portafoglio delle imprese veniva stimato sulla base dei risultati di indagini sui bilanci di un campione di società per azioni. L'ammontare residuale veniva attribuito alle famiglie. Successivamente, le consistenze dei titoli detenuti dai settori per i quali non erano disponibili informazioni dirette sono state stimate a partire dai dati relativi ai titoli da questi detenuti in custodia presso le banche; per questi sono infatti disponibili informazioni tratte dalle segnalazioni statistiche di vigilanza.

<sup>53</sup> Il SEC95 ha continuato a includere le accettazioni bancarie nella categoria dei titoli. Nella tavola del settore delle famiglie, i titoli al passivo sono costituiti da questo tipo di strumento. Si trattava delle accettazioni bancarie delle imprese individuali poi riclassificate dal SEC95 tra le società non finanziarie. Il dato è stato mantenuto in evidenza per rispettare la continuità nella classificazione dell'operazione.

### *Azioni e partecipazioni*

Nei conti finanziari degli anni sessanta vengono pubblicate le azioni e le partecipazioni emesse dalle imprese, dalle banche, dalle assicurazioni e dal resto del mondo. Per le imprese la stima era ottenuta a partire dai dati pubblicati dall'Assonime (Associazione tra le società per azioni). Negli stessi anni compaiono, al passivo delle Amministrazioni pubbliche, le azioni emesse dalle aziende autonome.

Nel 1978 viene introdotta una importante revisione metodologica. Le consistenze azionarie al valore di mercato aumentano fortemente rispetto ai valori stimati nel passato, perché in precedenza esse erano calcolate sulla base del rapporto tra il valore di mercato e il valore nominale delle società comprese nel campione della Banca d'Italia. Dal 1978 sono stimate considerando tutte le società quotate alla Borsa valori di Milano<sup>54</sup>.

Nelle statistiche qui presentate per gli anni 1979-1988, tuttavia, ai dati originari sono state preferite stime finalizzate a garantire maggiore continuità, cercando di applicare anche nel passato le metodologie di stima e le classificazioni odierne. Tale revisione ha avuto un impatto significativo sulle attività delle famiglie e sulle attività e passività delle imprese.

La stima dei dati a partire dal 1995 è stata ulteriormente affinata grazie alla disponibilità di nuove fonti dirette (ad esempio, Borsa Italiana Spa, segnalazioni statistiche di vigilanza, Ministero dell'Economia e delle finanze) e al superamento, per le azioni e partecipazioni all'attivo e al passivo delle società non finanziarie e degli intermediari finanziari non bancari, delle stime campionarie precedentemente utilizzate, grazie alla disponibilità di dati di bilancio riferiti all'universo delle società di capitali. Per maggiori dettagli sulla metodologia, si rimanda a Banca d'Italia (2003).

### *Quote di fondi comuni*

L'introduzione in Italia dei fondi comuni è avvenuta con la legge n. 77 del 1983. I dati di consistenza sono pubblicati dal 1984, anno in cui la legge è entrata in vigore. Nelle tavole sugli anni dal 1984 al 1988, le quote

---

<sup>54</sup> Nella nota metodologica alla Relazione annuale sul 1979 si spiega che il cambiamento della base di riferimento del calcolo era stata decisa perché nel campione Banca d'Italia avevano un forte peso le società di maggiori dimensioni che erano state caratterizzate negli anni precedenti da una evoluzione negativa dei corsi azionari e da notevoli aumenti di capitale.

di fondi comuni emessi da residenti e non residenti risultano detenute esclusivamente dalle famiglie italiane.

Nei conti finanziari dal 1989 al 1994 i fondi comuni esteri collocati in Italia non sono pubblicati in evidenza separata, ma inclusi nella voce “altre” dello strumento “altre attività e passività”. Nella presente ricostruzione, grazie a informazioni rese nel frattempo disponibili, è stato possibile identificare le quote al passivo del resto del mondo e attribuirle all’attivo dei settori detentori.

Per i dati dal 1995, le informazioni sui fondi comuni italiani sono tratte dalle segnalazioni statistiche di vigilanza alla Banca d’Italia, prodotte dalle società di gestione dei fondi. Esse consentono la ripartizione delle consistenze all’attivo dei settori. Sono inclusi i redditi da capitale conseguiti, calcolati dall’Istat, che si considerano attribuiti ai sottoscrittori e simultaneamente reinvestiti nel fondo. Le consistenze di quote di fondi comuni esteri detenute dai residenti sono stimate a partire da informazioni sulle acquisizioni nette rilevate nella bilancia dei pagamenti.

### *Riserve tecniche*

Dal 1963 al 1988 la voce, pubblicata come parte delle “Altre attività e passività”, include le riserve matematiche al passivo delle imprese di assicurazione e le riserve al passivo degli istituti di previdenza. I dati dal 1984 includono anche le consistenze dei fondi di liquidazione e di quiescenza, stimati sulla base di dati di fonte Istat e Banca d’Italia<sup>55</sup>. I valori figurano all’attivo delle famiglie.

Con la pubblicazione dei conti conformi al SEC79 nascono le riserve tecniche di assicurazione come strumento finanziario distinto. Sono escluse le riserve al passivo degli istituti previdenziali pubblici, che nel sistema dei conti non costituiscono passività del settore. Gli enti di previdenza pubblici erogano infatti le prestazioni secondo il criterio a ripartizione, utilizzando le entrate correnti per il pagamento delle pensioni. Essi non detengono quindi alcun fondo per l’accantonamento dei contributi versati<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup> Il trattamento di fine rapporto (TFR) è stato introdotto con la legge 29 maggio 1982, n. 297. Ha sostituito l’indennità di anzianità che veniva calcolata prendendo come base l’ultima mensilità retributiva, moltiplicandola per gli anni di servizio.

<sup>56</sup> Si rimanda alle considerazioni di Semeraro in questo volume.

La classificazione adottata per i dati dal 1995 rispecchia quella degli anni precedenti. Continuano a essere escluse le passività degli enti di previdenza, mentre compaiono le quote dei fondi pensione privati, nati per integrare o sostituire il trattamento pensionistico pubblico, ai sensi del d.lgs. n. 124/1993.

#### *Crediti e debiti commerciali*

Fino al 1994 i conti finanziari riportavano, tra i prestiti, solo i rapporti di credito e debito commerciale tra le società non finanziarie e il resto del mondo. Dal 1995 tali voci sono pubblicate come dettaglio dello strumento “altri conti attivi e passivi”. Per continuità con l’attuale classificazione, nella presente ricostruzione, fino al 1994, le consistenze di crediti e debiti commerciali delle imprese verso il resto del mondo sono state quindi dedotte dai prestiti a partire, rispettivamente, dal 1982 e dal 1972.

I dati dal 1995 includono anche una stima dei crediti commerciali interni al settore delle società non finanziarie e fra queste e le famiglie produttrici. Si è proceduto pertanto a una stima di tali crediti anche a partire dal 1982. Da tale anno, infatti, per questa voce sono disponibili informazioni tratte dai bilanci di un campione di società di capitali<sup>57</sup> censite nell’archivio della Centrale dei bilanci; ciò ha consentito di includere, all’attivo delle società non finanziarie e delle famiglie (produttrici) e al passivo delle società non finanziarie, una stima dei crediti e debiti commerciali interni coerente con quella pubblicata dal 1995 (cfr. Banca d’Italia, 2003)<sup>58</sup>.

#### *Altre attività e passività*

Le “altre attività e passività” nascono come una voce in cui far confluire tutto quanto non trova collocamento negli altri strumenti. Fino al 1974 includono anche le “partite non classificabili e sfasamenti”. La voce “altre attività e passività” includeva, originariamente, anche alcuni strumenti finanziari che invece, nella presente ricostruzione, sono stati scorporati per essere presentati in evidenza separata. È questo il caso delle

---

<sup>57</sup> La stima ha riguardato solo le imprese industriali e le holding non finanziarie.

<sup>58</sup> Goldsmith e Zecchini (1999) hanno stimato i crediti commerciali per gli anni 1963, 1971 e 1973. I dati non sono stati qui utilizzati per garantire continuità con le stime effettuate dal 1972.

riserve matematiche tra il 1963 e il 1978 e delle quote di fondi comuni dal 1984 al 1994.

#### **4. Conclusioni**

Negli ultimi anni i conti finanziari hanno visto crescere la propria importanza, fino a rientrare tra le statistiche utilizzate per la conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema. L'uso dei conti finanziari per l'analisi congiunturale accresce la necessità di armonizzazione delle statistiche prodotte dai paesi membri e spinge per una maggiore tempestività nella produzione dei dati. Le statistiche sulle attività e passività finanziarie dell'Italia sono regolarmente trasmesse alla Banca centrale europea, all'Eurostat e all'OCSE. Numerosi gruppi di lavoro sono istituiti in ambito internazionale e presso la Banca dei regolamenti internazionali su tematiche connesse con la produzione, la diffusione e l'utilizzo dei conti finanziari.

In una prospettiva storica, l'analisi dell'evoluzione della struttura finanziaria di un paese assume significato solo se si dispone di statistiche che coprono un periodo sufficientemente lungo. Per rispondere a questa esigenza, in questo lavoro si è presentata una ricostruzione dei conti finanziari dell'Italia dal 1950 al 2004, cercando di garantire la continuità delle serie storiche e ricorrendo a stime solo quando le informazioni a nostra disposizione offrivano garanzie sufficienti di robustezza.

I vari strumenti e settori presentano alcune differenze nel peso della componente di stima e nella continuità delle statistiche.

Per quanto riguarda gli strumenti, le consistenze di oro, biglietti, depositi e prestiti (in particolare quelli bancari) possono considerarsi le migliori in termini di affidabilità e continuità. Tali requisiti si ritrovano anche nelle quote di fondi comuni: gli interventi sui dati originari hanno riguardato la sola identificazione della componente estera collocata in Italia dal 1989 al 1994. Per le riserve tecniche degli istituti di previdenza e delle compagnie di assicurazione, vista la natura dello strumento, dei settori coinvolti e delle fonti disponibili, i dati pubblicati nei vari anni garantiscono un buon grado di affidabilità.

Le consistenze di titoli e azioni risentono maggiormente della mancata applicazione, nei dati pre-1995, dei principi del SEC95 (valore di mercato e competenza economica). Tuttavia, l'adeguamento dei dati storici

a tali criteri potrebbe avere un impatto quantitativo limitato sui valori di questi strumenti, se si considera che: (i) nei titoli di Stato ha sempre avuto un peso importante la componente a tasso variabile, che è poco influenzata dal criterio del valore di mercato; (ii) per lungo tempo è stato assente, o poco sviluppato, un mercato per le obbligazioni private; (iii) i dati sulle azioni sono stati sempre pubblicati al valore di mercato: l'affinamento della metodologia di stima nel corso degli anni ha tuttavia prodotto alcune discontinuità di difficile rimozione, a meno di ricorrere a ipotesi piuttosto arbitrarie. Si è preferito mantenere la coerenza contabile delle statistiche pubblicate in origine.

Per quanto riguarda i crediti commerciali, gli interventi effettuati per la stima della componente interna e per l'evidenziazione dei rapporti con l'estero hanno consentito di ottenere una serie storica che, rispetto ai dati di partenza, è significativamente più rispondente al fenomeno. Oltre alla mancanza di stime per gli anni precedenti il 1972, va tenuto presente che le stime, anche più recenti, sottovalutano la reale entità del fenomeno (sul tema si rimanda a Bartiloro e Coletta, 2004). Si tratta di un problema comune a tutti i paesi europei.

Quanto ai settori istituzionali, una visione d'insieme sugli anni presi in esame consente di affermare che i dati delle famiglie e delle imprese hanno subito in modo particolare gli effetti delle modifiche apportate dai successivi sistemi di contabilità nazionale. Nel corso degli anni è stata rivista la definizione delle unità istituzionali incluse nei due settori e si è beneficiato di migliori fonti informative per una loro individuazione più precisa.

La ricostruzione delle statistiche storiche dei conti finanziari potrà essere migliorata in futuro, soprattutto per quanto riguarda la distinzione per scadenza dei depositi, dei titoli e dei prestiti e una nuova stima del credito commerciale. Più complessa appare la costruzione dei flussi annuali, per i quali, analogamente alle consistenze, esistono informazioni fin dagli anni cinquanta.

In sintesi, le serie storiche qui presentate forniscono uno strumento utile per la valutazione delle tendenze di lungo periodo della struttura finanziaria italiana. Ci auguriamo che la disponibilità di questi dati, che raccontano una storia lunga oltre mezzo secolo, offra nuove possibilità di analisi dell'evoluzione del sistema finanziario.

## **TAVOLE STATISTICHE**

**Attività e passività finanziarie dell'Italia: 1950-1962**

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1950

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	112	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	698	—	418	—	58	1,165	53	—	—	—	0.5	—
Depositi	2,893	—	135	—	555	897	521	2,235	34	28	18	—
Titoli	917	—	7	214	317	—	678	—	12	202	55	—
Prestiti	—	177	48	1,960	1,160	84	1,564	236	685	201	90	65
Azioni e partecipazioni	725	—	827	1,950	1	0.3	20	47	0.1	30	10	40
Riserve tecniche	277	—	14	—	—	—	—	—	—	—	—	138
Altre attività e passività	145	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	5,655	177	1,449	4,124	2,203	2,146	2,835	2,518	732	461	174	243

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1951

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	113	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	781	—	449	—	82	1,292	66	—	—	—	0.5	—
Depositi	3,082	—	462	—	767	972	691	2,689	52	31	26	—
Titoli	989	—	8	220	329	—	790	—	14	254	62	—
Prestiti	—	219	45	2,410	1,123	77	1,814	290	854	228	112	81
Azioni e partecipazioni	948	—	1,071	2,438	1	0.3	22	58	1	36	11	49
Riserve tecniche	365	—	17	—	—	—	—	—	—	—	—	170
Altre attività e passività	136	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	6,301	219	2,052	5,068	2,415	2,342	3,382	3,036	921	549	212	300

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1952

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	169	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	859	—	475	—	87	1,381	67	—	—	—	0.4	—
Depositi	3,514	—	862	—	735	1,230	842	3,336	50	40	25	—
Titoli	1,124	—	9	304	379	—	945	—	21	356	72	—
Prestiti	—	275	44	3,029	1,353	22	2,287	395	1,072	264	145	95
Azioni e partecipazioni	1,334	—	1,497	3,352	1	0.3	29	70	0.9	42	12	61
Riserve tecniche	441	—	20	—	—	—	—	—	—	—	—	204
Altre attività e passività	135	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	7,407	275	2,907	6,685	2,724	2,634	4,170	3,801	1,145	703	255	359

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale	
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome							
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
-	-	-	-	-	-	-	-	-	112	0	0	112	112
-	11	-	-	-	-	-	-	-	57	6	0	1,233	1,233
-	818	-	-	-	-	-	-	15	53	-141	0	4,031	4,031
76	1,479	-	0	39	-	-	0	6	107	-106	0	2,001	2,001
337	1,010	-	127	-	-	-	89	488	336	-87	0	4,285	4,285
2	-	-	-	1	-	-	-	306	62	236	0	2,129	2,129
-	-	-	-	-	153	-	-	-	-	0	0	291	291
-	-	-	-	-	-	-	-	-	145	0	0	145	145
416	3,318	-	127	40	153	-	89	815	871	-92	0	14,227	14,227

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale	
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome							
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
-	-	-	-	-	-	-	-	-	113	0	0	113	113
-	13	-	-	-	-	-	-	-	82	8	0	1,386	1,386
-	958	-	-	-	-	-	-	16	71	-376	0	4,720	4,720
85	1,637	-	0	74	-	-	0	6	121	-124	0	2,233	2,233
520	988	-	185	-	-	-	91	471	279	-91	0	4,848	4,848
2	-	-	-	1	-	-	-	323	58	258	0	2,639	2,639
-	-	-	-	-	212	-	-	-	-	0	0	382	382
-	-	-	-	-	-	-	-	-	136	0	0	136	136
607	3,595	-	185	75	212	-	91	817	859	-325	0	16,457	16,457

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale	
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome							
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
-	-	-	-	-	-	-	-	-	169	0	0	169	169
-	32	-	-	-	-	-	-	-	84	10	0	1,498	1,498
-	1,162	-	-	-	-	-	-	17	85	-193	0	5,853	5,853
117	1,841	-	0	90	-	-	0	7	100	-163	0	2,601	2,601
701	1,147	-	264	-	-	-	136	458	361	-74	0	5,987	5,987
3	-	-	-	1	-	-	-	416	57	289	0	3,583	3,583
-	-	-	-	-	257	-	-	-	-	0	0	461	461
-	-	-	-	-	-	-	-	-	135	0	0	135	135
821	4,182	-	264	91	257	-	136	898	990	-131	0	20,285	20,285

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1953

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	169	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	923	—	491	—	112	1,449	67	—	—	—	1,0	—
Depositi	3,912	—	1,185	—	735	1,264	928	3,915	60	51	35	—
Titoli	1,285	—	10	354	407	—	1,104	—	30	471	88	—
Prestiti	—	332	44	3,650	1,411	16	2,743	433	1,312	309	165	115
Azioni e partecipazioni	1,398	—	1,567	3,537	1	0,3	37	96	1	52	13	71
Riserve tecniche	532	—	24	—	—	—	—	—	—	—	—	239
Altre attività e passività	135	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	8,184	332	3,322	7,541	2,836	2,729	4,879	4,444	1,403	883	302	425

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1954

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	169	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	995	—	509	—	84	1,538	66	—	—	—	1	—
Depositi	4,169	—	1,510	—	743	1,349	1,103	4,474	74	68	42	—
Titoli	1,558	—	13	393	571	—	1,218	—	36	611	111	—
Prestiti	—	394	44	4,323	1,572	132	3,147	473	1,530	352	199	137
Azioni e partecipazioni	1,934	—	2,158	4,708	1	0,3	52	117	1	68	15	107
Riserve tecniche	630	—	29	—	—	—	—	—	—	—	—	287
Altre attività e passività	134	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	9,421	394	4,262	9,424	3,140	3,019	5,586	5,064	1,641	1,099	367	531

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1955

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	173	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,093	—	536	—	65	1,671	74	—	—	—	1,5	—
Depositi	4,590	—	1,790	—	821	1,532	1,290	5,155	107	80	52	—
Titoli	1,852	—	15	424	867	—	1,378	—	38	774	127	—
Prestiti	—	465	44	5,098	1,608	195	3,666	581	1,899	459	227	152
Azioni e partecipazioni	2,512	—	2,794	5,986	2	0,3	52	140	1	81	18	114
Riserve tecniche	740	—	34	—	—	—	—	—	—	—	—	341
Altre attività e passività	133	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	10,919	465	5,214	11,508	3,535	3,399	6,461	5,876	2,045	1,394	425	606

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	169	0	0	169	169	Oro monetario e DSP
-	52	-	-	-	-	-	-	-	106	13	0	1,607	1,607	Biglietti e monete
-	1,426	-	-	-	-	-	-	26	94	-131	0	6,750	6,750	Depositi
125	2,063	-	0	126	-	-	0	8	84	-211	0	2,973	2,973	Titoli
873	1,278	-	349	-	-	-	179	450	297	-40	0	6,958	6,958	Prestiti
3	-	-	-	1	-	-	-	479	57	312	0	3,812	3,812	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	317	-	-	-	-	0	0	556	556	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	135	0	0	135	135	Altre attività e passività
1,001	4,819	-	349	127	317	-	179	962	941	-57	0	22,959	22,959	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	169	0	0	169	169	Oro monetario e DSP
-	62	-	-	-	-	-	-	-	79	24	0	1,679	1,679	Biglietti e monete
-	1,520	-	-	-	-	-	-	26	112	-145	0	7,522	7,522	Depositi
135	2,400	-	0	148	-	-	0	9	167	-228	0	3,571	3,571	Titoli
1,027	1,444	-	442	-	-	-	186	579	342	129	0	8,225	8,225	Prestiti
3	-	-	-	3	-	-	-	537	57	355	0	5,057	5,057	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	372	-	-	-	-	0	0	659	659	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	134	0	0	134	134	Altre attività e passività
1,165	5,425	-	442	151	372	-	186	1,150	1,060	134	0	27,017	27,017	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	173	0	0	173	173	Oro monetario e DSP
-	70	-	-	-	-	-	-	-	58	30	0	1,799	1,799	Biglietti e monete
-	1,639	-	-	-	-	-	-	29	133	-140	0	8,539	8,539	Depositi
133	2,712	-	0	163	-	-	0	10	376	-296	0	4,286	4,286	Titoli
1,181	1,573	-	622	-	-	-	274	740	343	398	0	9,761	9,761	Prestiti
3	-	-	-	3	-	-	-	611	57	382	0	6,378	6,378	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	433	-	-	-	-	0	0	774	774	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	133	0	0	133	133	Altre attività e passività
1,317	5,994	-	622	165	433	-	274	1,389	1,273	374	0	31,844	31,844	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1956

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	179	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,193	—	562	—	74	1,818	93	—	—	—	1,6	—
Depositi	5,168	—	1,997	—	907	1,627	1,311	5,816	139	104	51	—
Titoli	2,074	—	17	499	950	—	1,563	—	44	926	145	—
Prestiti	—	544	96	5,959	1,661	192	4,242	626	2,150	536	263	175
Azioni e partecipazioni	2,625	—	2,949	6,286	2	0,3	53	166	1	94	23	114
Riserve tecniche	873	—	40	—	—	—	—	—	—	—	—	400
Altre attività e passività	292	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	12,225	544	5,661	12,744	3,773	3,637	7,263	6,607	2,334	1,661	484	689

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1957

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	235	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,267	—	573	—	85	1,914	98	—	—	—	1,4	—
Depositi	5,619	—	2,264	—	1,057	1,846	1,496	6,497	136	113	52	—
Titoli	2,317	—	19	607	1,035	—	1,708	—	51	1,085	159	—
Prestiti	—	602	95	6,604	1,593	79	4,709	689	2,374	621	291	180
Azioni e partecipazioni	3,083	—	3,454	7,518	2	0,3	63	189	2	131	28	115
Riserve tecniche	1,028	—	46	—	—	—	—	—	—	—	—	464
Altre attività e passività	289	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	13,603	602	6,451	14,729	4,006	3,838	8,074	7,376	2,563	1,950	530	759

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1958

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	646	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,390	—	602	—	104	2,061	105	—	—	—	1,3	—
Depositi	6,139	—	2,993	—	1,642	2,675	2,234	7,553	171	140	53	—
Titoli	2,606	—	21	835	1,068	—	2,161	—	58	1,325	186	—
Prestiti	—	652	100	7,164	1,523	18	4,992	1,020	2,711	771	331	209
Azioni e partecipazioni	3,445	—	3,856	8,406	7	0,3	87	218	1	163	31	121
Riserve tecniche	1,190	—	53	—	—	—	—	—	—	—	—	525
Altre attività e passività	303	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	15,072	652	7,625	16,405	4,989	4,754	9,579	8,791	2,941	2,400	603	855

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	179	0	0	179	179	Oro monetario e DSP
-	41	-	-	-	-	-	-	-	64	-1	0	1,923	1,923	Biglietti e monete
-	1,788	-	-	-	-	-	-	52	138	-153	0	9,473	9,473	Depositi
131	2,951	-	0	181	-	-	0	11	450	-290	0	4,827	4,827	Titoli
1,373	1,577	-	794	-	-	-	277	782	417	526	0	11,095	11,095	Prestiti
3	-	-	-	3	-	-	-	713	124	413	0	6,785	6,785	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	513	-	-	-	-	0	0	913	913	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	292	0	0	292	292	Altre attività e passività
1,507	6,357	-	794	184	513	-	277	1,559	1,663	495	0	35,486	35,486	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	235	0	0	235	235	Oro monetario e DSP
-	37	-	-	-	-	-	-	-	79	5	0	2,029	2,029	Biglietti e monete
-	1,916	-	-	-	-	-	-	68	155	-165	0	10,527	10,527	Depositi
128	3,126	-	0	204	-	-	0	13	511	-304	0	5,329	5,329	Titoli
1,555	1,601	-	957	-	-	-	284	768	416	646	0	12,031	12,031	Prestiti
6	-	-	-	5	-	-	-	814	123	621	0	8,077	8,077	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	610	-	-	-	-	0	0	1,074	1,074	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	289	0	0	289	289	Altre attività e passività
1,689	6,680	-	957	210	610	-	284	1,663	1,807	803	0	39,592	39,592	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	646	0	0	646	646	Oro monetario e DSP
-	50	-	-	-	-	-	-	-	94	3	0	2.204	2.204	Biglietti e monete
-	2.111	-	-	-	-	-	-	41	228	-565	0	12.707	12.707	Depositi
134	3.454	-	8	211	-	-	178	14	553	-107	0	6.352	6.352	Titoli
1.836	1.555	-	1.306	-	-	-	295	766	482	1.214	0	13.474	13.474	Prestiti
7	-	-	-	5	-	-	-	914	129	684	0	9.037	9.037	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	717	-	-	-	-	0	0	1.242	1.242	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	303	0	0	303	303	Altre attività e passività
1.977	7.171	-	1.314	217	717	-	473	1.734	2.434	1.228	0	45.965	45.965	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1959

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	1,203	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,536	—	638	—	76	2,237	110	—	—	—	1,3	—
Depositi	6,586	—	4,228	—	2,323	3,607	2,331	8,823	271	201	64	—
Titoli	3,021	—	24	955	1,029	—	2,673	—	72	1,604	216	—
Prestiti	—	746	107	8,226	1,445	18	5,763	1,012	3,144	871	318	200
Azioni e partecipazioni	6,018	—	6,696	14,190	7	0,3	139	308	1	186	36	116
Riserve tecniche	1,379	—	60	—	—	—	—	—	—	—	—	596
Altre attività e passività	326	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	18,866	746	11,753	23,371	6,083	5,862	11,015	10,143	3,488	2,861	635	912

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1960

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	1,549	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,695	—	674	—	84	2,424	116	—	—	—	1	—
Depositi	6,984	—	5,453	—	1,433	2,693	2,217	10,178	273	245	80	—
Titoli	3,605	—	29	1,214	793	—	3,111	—	88	2,034	265	—
Prestiti	—	902	125	9,905	1,504	19	7,023	1,192	3,762	948	318	210
Azioni e partecipazioni	7,784	—	8,654	18,118	8	0,3	167	377	3	231	39	121
Riserve tecniche	1,529	—	68	—	—	—	—	—	—	—	—	682
Altre attività e passività	379	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	21,977	902	15,002	29,237	5,371	5,136	12,634	11,746	4,126	3,459	703	1,012

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1961

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	1,561	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	1,975	—	750	—	125	2,779	122	—	—	—	1,4	—
Depositi	8,223	—	6,233	—	1,867	3,281	2,503	11,915	247	322	109	—
Titoli	4,186	—	34	1,455	1,031	—	3,575	—	108	2,572	316	—
Prestiti	—	1,078	174	11,901	1,765	23	8,276	1,290	4,677	1,122	338	242
Azioni e partecipazioni	8,058	—	8,984	19,545	13	0,3	209	420	3	275	52	137
Riserve tecniche	1,740	—	79	—	—	—	—	—	—	—	—	789
Altre attività e passività	528	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	24,710	1,078	16,254	32,901	6,362	6,084	14,686	13,624	5,035	4,292	817	1,167

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,203	0	0	1,203	1,203	Oro monetario e DSP
-	62	-	-	-	-	-	-	-	65	3	0	2,364	2,364	Biglietti e monete
-	2,240	-	-	-	-	-	-	163	247	-846	0	15,119	15,119	Depositi
151	4,040	-	13	215	-	-	230	17	671	93	0	7,511	7,511	Titoli
2,027	1,469	-	1,570	-	-	-	359	906	556	1,318	0	15,027	15,027	Prestiti
7	-	-	-	5	-	-	-	1,171	138	858	0	14,939	14,939	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	843	-	-	-	-	0	0	1,439	1,439	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	326	0	0	326	326	Altre attività e passività
2,184	7,811	-	1,582	220	843	-	589	2,258	3,206	1,425	0	57,928	57,928	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,549	0	0	1,549	1,549	Oro monetario e DSP
-	78	-	-	-	-	-	-	-	74	6	0	2,576	2,576	Biglietti e monete
-	2,461	-	-	-	-	-	-	168	237	-794	0	15,814	15,814	Depositi
168	4,124	-	12	223	-	-	270	19	481	-165	0	8,135	8,135	Titoli
2,257	1,570	-	1,886	-	-	-	416	998	597	1,656	0	17,644	17,644	Prestiti
7	-	-	-	7	-	-	-	1,265	161	1,074	0	19,008	19,008	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	915	-	-	-	-	0	0	1,597	1,597	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	379	0	0	379	379	Altre attività e passività
2,433	8,233	-	1,898	230	915	-	686	2,450	3,478	1,776	0	66,702	66,702	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Parite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,561	0	0	1,561	1,561	Oro monetario e DSP
-	89	-	-	-	-	-	-	-	112	7	0	2,980	2,980	Biglietti e monete
-	2,734	-	-	-	-	-	-	67	261	-737	0	18,513	18,513	Depositi
186	4,325	-	24	256	-	-	299	25	665	-376	0	9,341	9,341	Titoli
2,588	1,704	-	2,239	-	-	-	466	1,202	729	1,773	0	20,793	20,793	Prestiti
8	-	-	-	10	-	-	-	1,749	224	1,515	0	20,601	20,601	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	1,030	-	-	-	-	0	0	1,819	1,819	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	528	0	0	528	528	Altre attività e passività
2,782	8,852	-	2,262	266	1,030	-	765	3,043	4,081	2,183	0	76,137	76,137	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1962

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie							
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
Strumenti finanziari												
Oro monetario e DSP	—	—	—	—	1,573	—	—	—	—	—	—	—
Biglietti e monete	2,283	—	828	—	122	3,234	193	—	—	—	2	—
Depositi	9,544	—	7,584	—	2,249	3,960	2,969	14,165	344	387	95	—
Titoli	4,476	—	36	1,720	1,484	—	4,073	—	121	3,337	380	—
Prestiti	—	1,325	294	14,589	2,047	24	10,215	1,646	5,968	1,308	409	289
Azioni e partecipazioni	7,462	—	8,397	18,168	26	0.3	249	464	4	367	55	138
Riserve tecniche	1,981	—	91	—	—	—	—	—	—	—	—	910
Altre attività e passività	893	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Totale	26,638	1,325	17,230	34,478	7,502	7,219	17,701	16,275	6,438	5,398	941	1,336

Note: i depositi attivi degli ICS includono la cassa. I depositi presso l'Amministrazione centrale sono sottostimati per la

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome								
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari
-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,573	0	0	1,573	1,573	Oro monetario e DSP
-	96	-	-	-	-	-	-	-	110	12	0	3,441	3,441	Biglietti e monete
-	3,075	-	-	-	-	-	-	89	315	-973	0	21,902	21,902	Depositi
302	4,524	-	23	338	-	-	341	28	836	-456	0	10,782	10,782	Titoli
2,972	1,968	-	3,005	-	-	-	526	1,287	948	2,435	0	25,628	25,628	Prestiti
12	-	-	-	10	-	-	-	1,976	379	1,325	0	19,516	19,516	Azioni e partecipazioni
-	-	-	-	-	1,163	-	-	-	-	0	0	2,072	2,072	Riserve tecniche
-	-	-	-	-	-	-	-	-	893	0	0	893	893	Altre attività e passività
3,286	9,664	-	3,029	348	1,163	-	867	3,381	5,054	2,343	0	85,807	85,807	Totale

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## **TAVOLE STATISTICHE**

**I conti finanziari dell'Italia: 1950-2004**



## Tav. A2

**Famiglie**  
Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Titoli	Prestiti	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950.....	-	177	-	-	177
1951.....	-	219	-	-	219
1952.....	-	275	-	-	275
1953.....	-	332	-	-	332
1954.....	-	394	-	-	394
1955.....	-	465	-	-	465
1956.....	-	544	-	-	544
1957.....	-	602	-	-	602
1958.....	-	652	-	-	652
1959.....	-	746	-	-	746
1960.....	-	902	-	-	902
1961.....	-	1.078	-	-	1.078
1962.....	-	1.325	-	-	1.325
1963.....	-	2.121	-	-	2.121
1964.....	-	2.319	-	-	2.319
1965.....	-	2.569	-	-	2.569
1966.....	-	2.904	-	-	2.904
1967.....	-	3.350	-	-	3.350
1968.....	-	3.896	-	-	3.896
1969.....	-	4.348	-	-	4.348
1970.....	-	4.989	-	-	4.989
1971.....	-	5.837	-	-	5.837
1972.....	-	6.950	-	-	6.950
1973.....	-	9.552	-	-	9.552
1974.....	-	9.825	-	-	9.825
1975.....	-	12.129	-	-	12.129
1976.....	-	13.175	-	-	13.175
1977.....	-	14.828	-	-	14.828
1978.....	-	16.843	-	-	16.843
1979.....	-	19.950	-	-	19.950
1980.....	-	25.294	-	-	25.294
1981.....	-	27.727	-	574	28.301
1982.....	-	31.719	-	787	32.506
1983.....	-	36.575	-	970	37.545
1984.....	-	42.634	-	1.233	43.867
1985.....	-	54.087	-	1.523	55.610
1986.....	-	66.410	-	2.115	68.525
1987.....	-	76.832	-	2.350	79.182
1988.....	-	93.426	-	2.409	95.835
1989.....	2	202.975	32.248	15.932	251.158
1990.....	96	233.521	35.408	18.173	287.199
1991.....	282	265.199	38.892	20.557	324.929
1992.....	288	285.456	42.312	24.321	352.377
1993.....	682	292.082	45.673	29.346	367.783
1994.....	425	302.218	48.699	36.253	387.594
1995.....	-	333.316	29.430	45.059	407.805
1996.....	-	354.574	31.829	59.426	445.828
1997.....	-	377.623	34.520	73.686	485.829
1998.....	-	412.111	37.118	94.149	543.377
1999.....	-	471.412	39.935	107.679	619.026
2000.....	-	514.415	42.991	124.858	682.264
2001.....	-	545.006	46.311	129.240	720.557
2002.....	-	597.800	49.918	136.813	784.531
2003.....	-	654.342	53.842	151.435	859.619
2004.....	-	743.359	58.112	150.949	952.420



## Tav. A4

**Imprese (società non finanziarie)**  
**Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire**

Anni	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Debiti commerciali	Totale
1950.....	214	1.960	1.950	—	—	—	4.124
1951.....	220	2.410	2.438	—	—	—	5.068
1952.....	304	3.029	3.352	—	—	—	6.685
1953.....	354	3.650	3.537	—	—	—	7.541
1954.....	393	4.323	4.708	—	—	—	9.424
1955.....	424	5.098	5.986	—	—	—	11.508
1956.....	499	5.959	6.286	—	—	—	12.744
1957.....	607	6.604	7.518	—	—	—	14.729
1958.....	835	7.164	8.406	—	—	—	16.405
1959.....	955	8.226	14.190	—	—	—	23.371
1960.....	1.214	9.905	18.118	—	—	—	29.237
1961.....	1.455	11.901	19.545	—	—	—	32.901
1962.....	1.720	14.589	18.168	—	—	—	34.478
1963.....	2.112	17.255	17.463	—	—	—	36.830
1964.....	2.663	18.353	13.402	—	—	—	34.418
1965.....	3.351	19.800	16.845	—	—	—	39.996
1966.....	3.687	22.408	18.938	—	—	—	45.033
1967.....	4.113	25.614	17.661	—	—	—	47.388
1968.....	4.655	28.480	17.978	—	—	—	51.113
1969.....	5.187	32.475	21.739	—	—	—	59.401
1970.....	5.239	36.919	19.731	—	—	—	61.889
1971.....	5.947	42.441	18.325	—	—	—	66.713
1972.....	6.763	48.453	21.736	—	422	422	77.374
1973.....	7.583	55.327	28.363	—	404	404	91.677
1974.....	7.697	68.447	24.023	—	697	411	100.864
1975.....	9.192	77.802	24.342	—	795	509	112.131
1976.....	10.279	89.972	25.707	—	3.203	788	129.161
1977.....	11.688	104.518	23.055	—	1.078	785	140.339
1978.....	12.913	110.884	54.011	—	8.786	8.522	186.594
1979.....	13.674	130.073	81.775	—	10.347	10.038	235.869
1980.....	15.148	161.663	114.236	—	13.084	11.772	304.131
1981.....	16.499	195.823	153.683	—	28.629	16.297	394.634
1982.....	20.564	219.569	206.145	—	91.169	77.301	537.447
1983.....	22.058	248.927	247.949	—	106.384	89.390	625.318
1984.....	23.459	311.020	272.839	39.694	131.257	110.644	778.269
1985.....	25.008	344.666	360.007	42.999	150.162	125.452	922.842
1986.....	30.353	371.619	491.344	45.796	160.668	132.377	1.099.780
1987.....	34.737	410.114	467.942	50.329	179.727	147.730	1.142.849
1988.....	34.832	476.104	504.130	54.652	206.932	173.021	1.276.650
1989.....	34.050	467.013	600.477	52.663	221.978	201.758	1.376.180
1990.....	31.997	551.347	648.941	59.051	248.533	226.998	1.539.869
1991.....	36.598	622.203	731.750	64.975	269.939	244.813	1.725.464
1992.....	33.718	707.712	706.295	69.514	298.597	269.661	1.815.837
1993.....	34.522	737.615	794.374	73.488	376.372	338.315	2.016.371
1994.....	32.673	740.420	858.867	76.474	420.645	368.138	2.129.079
1995.....	32.331	941.305	837.815	103.328	419.701	406.351	2.334.479
1996.....	39.656	946.789	952.199	110.605	415.785	403.108	2.465.034
1997.....	41.530	973.780	1.166.858	118.716	438.308	424.914	2.739.192
1998.....	48.432	1.004.162	1.431.670	126.768	468.578	447.759	3.079.609
1999.....	39.148	1.100.935	2.038.301	135.368	508.899	482.071	3.822.651
2000.....	46.638	1.232.981	2.322.725	144.553	492.359	460.861	4.239.256
2001.....	78.217	1.308.315	2.159.906	154.365	512.119	481.018	4.212.922
2002.....	96.753	1.371.503	2.011.114	164.845	593.284	562.720	4.237.499
2003.....	113.756	1.447.268	2.018.931	176.038	594.284	563.132	4.350.278
2004.....	127.524	1.511.960	2.246.154	187.995	595.778	564.683	4.669.411





## Tav. A7

**Banche**  
Attività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Totale
1950.....	53	556	690	2.249	20	-	-	-	3.567
1951.....	66	743	804	2.668	22	-	-	-	4.303
1952.....	67	893	966	3.359	30	-	-	-	5.314
1953.....	67	988	1.135	4.055	38	-	-	-	6.282
1954.....	66	1.177	1.254	4.677	52	-	-	-	7.227
1955.....	74	1.398	1.416	5.565	53	-	-	-	8.506
1956.....	93	1.450	1.608	6.392	54	-	-	-	9.597
1957.....	98	1.632	1.759	7.083	65	-	-	-	10.637
1958.....	105	2.405	2.219	7.703	88	-	-	-	12.520
1959.....	110	2.602	2.745	8.906	140	-	-	-	14.503
1960.....	116	2.491	3.199	10.785	170	-	-	-	16.761
1961.....	122	2.750	3.683	12.954	213	-	-	-	19.721
1962.....	193	3.314	4.194	16.184	254	-	-	-	24.139
1963.....	235	4.353	4.478	19.672	435	-	-	-	29.173
1964.....	191	5.286	5.061	21.199	438	-	-	20	32.195
1965.....	229	6.508	6.493	23.809	526	-	-	0	37.565
1966.....	206	7.451	7.977	27.463	636	-	-	0	43.733
1967.....	262	8.335	9.068	31.902	769	-	-	0	50.336
1968.....	334	9.005	10.840	37.046	881	-	-	136	58.242
1969.....	349	9.464	12.027	43.364	1.060	-	-	108	66.372
1970.....	378	12.523	13.206	50.442	1.216	-	-	66	77.831
1971.....	389	15.936	16.821	59.123	1.273	-	-	0	93.542
1972.....	546	21.271	20.697	71.887	1.537	-	-	0	115.938
1973.....	688	23.418	27.936	88.817	2.018	-	-	0	142.877
1974.....	685	30.600	34.684	94.604	2.458	-	-	419	163.450
1975.....	700	42.097	46.031	110.253	3.644	-	-	0	202.725
1976.....	733	53.513	52.234	128.713	4.559	-	-	2.118	241.870
1977.....	842	61.229	77.809	142.614	4.058	-	-	3.239	289.791
1978.....	1.104	78.014	98.425	162.782	4.092	-	-	4.303	348.720
1979.....	1.586	85.881	112.509	192.137	5.459	-	-	7.991	405.563
1980.....	1.690	104.438	125.540	227.497	8.079	-	-	7.162	474.406
1981.....	1.694	122.442	135.655	228.994	19.770	-	-	11.349	519.904
1982.....	1.817	143.148	175.704	257.243	22.436	-	-	13.704	614.052
1983.....	2.013	163.463	206.837	293.583	33.883	-	-	16.800	716.579
1984.....	3.000	179.740	215.497	410.443	27.550	-	-	21.655	857.885
1985.....	3.033	199.384	229.171	457.005	36.521	-	-	26.490	951.604
1986.....	3.380	217.779	238.043	494.127	68.044	-	-	31.058	1.052.431
1987.....	2.981	223.473	246.213	534.532	54.098	-	-	35.770	1.097.067
1988.....	3.212	228.626	237.499	623.020	59.015	-	-	37.407	1.188.779
1989.....	3.878	308.912	235.033	701.810	21.338	-	-	33.000	1.303.971
1990.....	5.363	295.294	236.055	814.102	21.920	-	-	37.398	1.410.133
1991.....	5.776	299.935	285.549	944.514	39.432	-	-	43.040	1.618.247
1992.....	5.311	366.733	346.808	1.075.882	37.846	-	-	51.085	1.883.665
1993.....	5.462	380.739	354.808	1.160.266	52.571	-	-	66.718	2.020.565
1994.....	5.749	352.782	402.447	1.131.287	40.312	-	-	90.804	2.023.382
1995.....	7.559	352.991	422.426	1.423.800	49.563	106	1.380	11.744	2.269.567
1996.....	8.675	403.325	473.350	1.496.365	56.251	633	1.493	9.112	2.449.205
1997.....	9.458	437.682	466.912	1.583.514	83.490	1.080	1.566	4.758	2.588.459
1998.....	10.651	436.693	493.409	1.659.884	142.777	3.404	1.591	2.029	2.750.438
1999.....	11.182	418.553	516.559	1.795.227	205.312	6.059	1.678	422	2.954.993
2000.....	12.727	461.456	492.528	2.001.517	234.040	8.742	1.764	1.166	3.213.939
2001.....	15.701	445.153	524.499	2.100.639	209.461	11.842	1.825	1.226	3.310.346
2002.....	17.316	659.778	485.518	2.235.756	194.737	15.858	1.897	409	3.611.269
2003.....	17.331	686.958	495.621	2.401.889	263.914	18.368	1.962	1.276	3.887.318
2004.....	16.674	742.313	553.304	2.537.814	287.233	22.519	2.177	3.278	4.165.312

## Tav. A8

**Banche**  
Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950.....	2.263	202	437	77	—	—	2.979
1951.....	2.720	254	518	93	—	—	3.586
1952.....	3.376	356	659	112	—	—	4.504
1953.....	3.966	471	742	147	—	—	5.327
1954.....	4.541	611	825	185	—	—	6.162
1955.....	5.235	774	1.040	221	—	—	7.270
1956.....	5.920	926	1.162	260	—	—	8.268
1957.....	6.610	1.085	1.310	321	—	—	9.326
1958.....	7.693	1.325	1.791	382	—	—	11.190
1959.....	9.024	1.604	1.883	494	—	—	13.005
1960.....	10.423	2.034	2.140	608	—	—	15.205
1961.....	12.237	2.572	2.412	695	—	—	17.916
1962.....	14.552	3.337	2.953	831	—	—	21.673
1963.....	18.819	4.169	4.249	1.044	—	892	29.173
1964.....	20.956	4.963	4.183	1.131	—	962	32.195
1965.....	25.069	5.690	4.466	1.311	—	1.029	37.565
1966.....	28.885	6.635	5.408	1.535	—	1.270	43.733
1967.....	32.660	7.722	6.748	1.751	—	1.455	50.336
1968.....	37.374	9.038	7.879	2.066	—	1.885	58.242
1969.....	41.046	10.455	10.446	2.317	—	2.108	66.372
1970.....	48.684	12.127	11.724	2.636	—	2.660	77.831
1971.....	58.475	14.705	13.867	3.056	—	3.439	93.542
1972.....	71.670	17.476	19.937	3.594	—	3.261	115.938
1973.....	84.634	24.329	25.339	4.618	—	3.957	142.877
1974.....	102.250	26.930	22.420	5.495	—	6.355	163.450
1975.....	127.436	33.432	23.499	7.344	—	0	191.711
1976.....	157.913	38.750	25.464	9.153	—	0	231.280
1977.....	190.968	44.221	31.255	9.763	—	4.862	281.069
1978.....	235.383	49.889	35.498	12.915	—	3.044	336.729
1979.....	277.767	55.087	42.837	12.043	—	0	387.734
1980.....	321.221	61.422	54.056	17.978	—	0	454.677
1981.....	358.959	69.368	27.057	21.840	—	0	477.224
1982.....	429.035	77.792	30.637	22.346	—	0	559.810
1983.....	488.808	85.730	45.204	34.805	—	0	654.547
1984.....	545.116	90.159	118.216	49.596	9.811	0	812.898
1985.....	591.881	95.488	133.880	59.574	10.949	0	891.772
1986.....	643.103	102.512	137.517	71.116	13.003	0	967.251
1987.....	680.058	113.919	146.378	73.922	14.368	0	1.028.645
1988.....	727.696	122.084	170.720	83.182	15.350	0	1.119.032
1989.....	951.527	131.451	88.208	176.137	17.617	14.518	1.379.458
1990.....	1.010.197	136.636	109.908	156.886	18.456	17.046	1.449.129
1991.....	1.132.708	153.432	164.058	198.440	21.175	16.875	1.686.688
1992.....	1.327.663	166.407	206.536	156.870	22.417	19.918	1.899.811
1993.....	1.400.597	194.225	225.527	173.495	23.628	18.858	2.036.329
1994.....	1.393.881	215.720	224.381	173.654	25.688	18.428	2.051.753
1995.....	1.643.271	189.429	150.184	161.924	28.176	2.697	2.175.681
1996.....	1.720.364	316.943	137.826	172.012	29.163	2.708	2.379.018
1997.....	1.691.620	440.022	171.795	325.513	29.455	2.083	2.660.488
1998.....	1.712.000	570.250	180.629	521.668	27.994	468	3.013.008
1999.....	1.827.243	566.574	193.349	630.937	28.143	600	3.246.845
2000.....	1.961.104	690.725	224.526	713.978	28.787	77	3.619.197
2001.....	1.975.787	745.931	282.592	459.251	24.293	32	3.487.887
2002.....	2.218.705	838.690	277.205	399.820	23.838	321	3.758.578
2003.....	2.271.512	916.639	306.608	527.128	23.388	437	4.045.711
2004.....	2.408.023	1.058.974	289.289	586.990	22.949	1.202	4.367.427

## Tav. A9

**Amministrazioni pubbliche**  
Attività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Totale
1950.....	—	—	115	337	3	—	—	—	456
1951.....	—	—	159	520	3	—	—	—	682
1952.....	—	—	208	701	4	—	—	—	912
1953.....	—	—	251	873	5	—	—	—	1.129
1954.....	—	—	283	1.027	6	—	—	—	1.316
1955.....	—	—	295	1.181	6	—	—	—	1.482
1956.....	—	—	312	1.373	6	—	—	—	1.692
1957.....	—	—	333	1.555	11	—	—	—	1.899
1958.....	—	—	345	1.836	12	—	—	—	2.193
1959.....	—	—	366	2.027	12	—	—	—	2.405
1960.....	—	—	391	2.257	14	—	—	—	2.662
1961.....	—	—	442	2.588	18	—	—	—	3.048
1962.....	—	—	640	2.972	22	—	—	—	3.634
1963.....	26	1.843	1.069	5.895	1.066	—	—	6	9.905
1964.....	39	2.020	1.631	6.624	1.152	—	—	5	11.471
1965.....	43	2.258	1.638	7.159	1.414	—	—	7	12.519
1966.....	49	1.998	1.602	7.525	1.554	—	—	4	12.732
1967.....	57	2.096	1.559	9.008	1.838	—	—	9	14.567
1968.....	56	2.338	1.527	10.003	2.307	—	—	6	16.237
1969.....	69	2.751	1.481	11.270	2.635	—	—	8	18.214
1970.....	86	2.601	1.450	12.295	2.960	—	—	6	19.398
1971.....	92	3.335	1.470	13.057	3.751	—	—	7	21.712
1972.....	115	3.205	1.454	15.940	4.533	—	—	11	25.258
1973.....	159	7.339	1.522	19.346	5.590	—	—	15	33.971
1974.....	177	8.955	1.524	28.856	6.120	—	—	21	45.653
1975.....	243	10.271	2.177	38.770	7.210	—	—	43	58.714
1976.....	271	11.037	2.328	49.489	9.000	—	—	25	72.150
1977.....	297	14.411	2.505	68.375	11.014	—	—	39	96.641
1978.....	463	25.843	2.795	78.180	15.201	—	—	9	122.491
1979.....	646	37.643	3.515	89.490	17.184	—	—	3	148.481
1980.....	772	47.075	5.268	112.213	23.392	—	—	42	188.762
1981.....	877	54.143	5.816	139.366	29.630	—	—	40	229.872
1982.....	937	59.622	5.922	168.800	37.923	—	—	2	273.206
1983.....	1.078	31.100	6.875	62.331	47.098	—	—	0	148.482
1984.....	1.277	31.510	10.166	66.100	56.137	—	—	0	165.190
1985.....	1.272	37.677	11.396	76.512	63.708	—	—	0	190.565
1986.....	1.364	35.666	14.583	85.624	69.177	—	—	0	206.414
1987.....	1.462	37.185	17.101	89.762	72.813	—	—	0	218.323
1988.....	1.596	39.203	19.313	103.310	76.220	—	—	0	239.642
1989.....	43	44.914	22.689	127.724	76.278	—	—	15.017	286.665
1990.....	111	46.990	26.388	140.196	80.215	—	—	14.596	308.497
1991.....	30	50.293	28.318	149.860	83.557	—	—	14.648	326.707
1992.....	57	54.490	31.012	155.394	90.351	—	—	11.590	342.895
1993.....	82	88.462	31.953	168.004	100.479	—	—	8.841	397.823
1994.....	52	120.643	32.798	184.787	96.620	—	—	5.708	440.610
1995.....	25	140.866	22.906	205.635	180.523	397	1.251	64.099	615.702
1996.....	79	125.388	27.714	224.434	207.862	608	1.389	74.797	662.272
1997.....	148	126.717	31.091	220.353	234.471	1.134	1.505	95.513	710.932
1998.....	0	115.018	32.909	208.558	232.811	2.129	1.624	122.743	715.791
1999.....	0	150.856	43.502	211.832	188.358	2.709	1.776	148.937	747.970
2000.....	0	133.949	43.416	218.565	215.178	7.837	1.937	175.543	796.425
2001.....	0	138.449	38.636	231.134	195.488	14.450	2.141	177.631	797.928
2002.....	0	124.816	33.051	245.786	184.744	13.377	2.347	184.766	788.888
2003.....	0	108.936	23.073	158.128	175.261	13.301	2.601	208.324	689.624
2004.....	0	116.517	23.208	190.552	180.670	12.987	2.887	206.804	733.625

## Tav. A10

**Amministrazioni pubbliche**  
**Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire**

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950.....	11	818	1.479	1.226	—	153	—	3.686
1951.....	13	958	1.637	1.264	—	212	—	4.084
1952.....	32	1.162	1.841	1.546	—	257	—	4.839
1953.....	52	1.426	2.063	1.806	—	317	—	5.664
1954.....	62	1.520	2.400	2.072	—	372	—	6.426
1955.....	70	1.639	2.712	2.469	—	433	—	7.323
1956.....	41	1.788	2.951	2.648	—	513	—	7.940
1957.....	37	1.916	3.126	2.842	—	610	—	8.531
1958.....	50	2.111	3.640	3.157	—	717	—	9.674
1959.....	62	2.240	4.282	3.398	—	843	—	10.826
1960.....	78	2.461	4.406	3.871	—	915	—	11.732
1961.....	89	2.734	4.649	4.408	—	1.030	—	12.909
1962.....	96	3.075	4.889	5.499	—	1.163	—	14.722
1963.....	110	4.865	4.649	6.745	—	1.399	61	17.829
1964.....	118	5.371	5.123	7.826	—	1.606	68	20.112
1965.....	127	6.086	5.910	8.914	—	1.778	77	22.892
1966.....	190	6.191	7.681	9.086	—	2.045	83	25.276
1967.....	206	6.806	8.744	10.368	—	2.318	97	28.539
1968.....	209	7.374	10.326	11.899	—	2.602	104	32.514
1969.....	218	8.220	12.122	12.558	—	2.912	119	36.149
1970.....	230	8.400	13.209	15.797	—	3.247	132	41.015
1971.....	245	9.498	17.075	17.566	—	3.635	142	48.161
1972.....	258	10.905	20.519	22.492	—	3.985	160	58.316
1973.....	283	13.695	26.009	30.732	—	4.147	172	75.038
1974.....	299	16.346	34.211	38.569	1	4.745	198	94.369
1975.....	323	19.640	49.651	51.315	1	5.438	239	126.607
1976.....	367	22.383	61.432	67.812	2	6.331	232	158.559
1977.....	418	26.973	83.940	81.969	3	7.487	228	201.018
1978.....	574	36.757	110.246	94.085	133	8.729	205	250.729
1979.....	661	56.201	128.961	106.024	10	9.939	320	302.116
1980.....	717	70.805	152.807	131.659	16	11.846	276	368.126
1981.....	790	90.981	194.451	162.165	15	13.638	300	462.340
1982.....	884	100.494	251.614	198.867	15	15.901	297	568.072
1983.....	960	71.838	333.704	129.600	15	18.137	329	554.583
1984.....	1.041	70.083	407.259	156.118	15	20.879	1.393	656.788
1985.....	1.071	83.496	516.620	168.750	15	24.144	1.878	795.974
1986.....	1.084	95.090	615.876	177.396	15	27.728	2.332	919.521
1987.....	1.167	110.043	703.638	195.008	59	30.676	3.027	1.043.618
1988.....	1.249	124.851	808.628	217.140	59	33.706	2.763	1.188.396
1989.....	1.341	112.530	933.325	215.223	103	—	59	1.262.581
1990.....	1.429	125.266	1.062.201	235.938	106	—	46	1.424.986
1991.....	1.530	136.954	1.197.805	264.584	108	—	41	1.601.022
1992.....	1.632	144.775	1.352.476	292.001	110	—	49	1.791.043
1993.....	1.720	152.464	1.541.031	310.589	112	—	466	2.006.383
1994.....	1.830	170.182	1.798.838	238.612	113	—	863	2.210.439
1995.....	1.966	246.072	1.774.390	286.866	116	—	111.035	2.420.444
1996.....	2.055	266.079	2.016.237	295.223	118	—	104.544	2.684.256
1997.....	2.193	283.267	2.149.816	295.564	129	—	110.541	2.841.510
1998.....	2.557	301.937	2.306.186	274.301	145	—	107.044	2.992.169
1999.....	2.600	332.731	2.228.307	299.259	160	—	113.922	2.976.980
2000.....	2.607	349.202	2.275.706	291.009	173	—	107.333	3.026.029
2001.....	2.362	387.904	2.353.465	295.556	187	—	93.515	3.132.989
2002.....	4.122	407.013	2.402.754	292.705	200	—	95.328	3.202.123
2003.....	4.421	306.417	2.418.673	327.635	225	—	97.882	3.155.253
2004.....	5.029	311.229	2.537.038	357.136	234	—	102.242	3.312.908

## Tav. A11

**Resto del mondo**  
Attività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Crediti commerciali	Totale
1950.....	15	6	488	306	—	—	—	—	815
1951.....	16	6	471	323	—	—	—	—	817
1952.....	17	7	458	416	—	—	—	—	898
1953.....	26	8	450	479	—	—	—	—	962
1954.....	26	9	579	537	—	—	—	—	1.150
1955.....	29	10	740	611	—	—	—	—	1.389
1956.....	52	11	782	713	—	—	—	—	1.559
1957.....	68	13	768	814	—	—	—	—	1.663
1958.....	41	14	766	914	—	—	—	—	1.734
1959.....	163	17	906	1.171	—	—	—	—	2.258
1960.....	168	19	998	1.265	—	—	—	—	2.450
1961.....	67	25	1.202	1.749	—	—	—	—	3.043
1962.....	89	28	1.287	1.976	—	—	—	—	3.381
1963.....	103	33	2.928	2.362	—	—	—	—	5.426
1964.....	25	37	2.999	2.340	—	—	—	—	5.401
1965.....	50	50	3.438	2.672	—	—	—	—	6.210
1966.....	33	53	3.662	2.929	—	—	—	—	6.677
1967.....	33	44	3.942	3.234	—	—	—	—	7.253
1968.....	16	62	4.576	3.392	—	—	—	—	8.046
1969.....	113	62	6.322	4.095	—	—	—	—	10.592
1970.....	22	62	9.176	4.169	—	—	—	—	13.429
1971.....	61	77	11.173	4.262	—	—	—	—	15.573
1972.....	58	90	15.482	5.084	—	—	422	422	21.136
1973.....	237	100	22.098	5.798	—	—	404	404	28.637
1974.....	243	119	21.557	6.328	—	—	697	411	28.944
1975.....	335	85	23.963	7.363	—	—	795	509	32.541
1976.....	503	59	30.319	7.368	—	—	1.085	788	39.334
1977.....	604	157	35.875	7.816	—	—	1.078	785	45.530
1978.....	696	165	29.906	7.549	—	—	8.786	8.522	47.102
1979.....	658	675	34.115	10.048	—	—	10.347	10.038	55.843
1980.....	749	720	55.215	13.191	—	—	12.078	11.772	81.953
1981.....	740	950	41.738	14.842	—	—	16.297	16.297	74.567
1982.....	890	1.543	53.893	15.612	—	—	17.014	15.993	88.952
1983.....	821	1.704	75.693	17.618	—	—	20.501	19.289	116.337
1984.....	893	2.760	184.846	24.986	—	—	23.016	23.016	236.501
1985.....	485	5.361	191.473	38.013	—	—	24.093	24.093	259.425
1986.....	354	10.386	191.409	39.645	—	—	23.194	23.194	264.988
1987.....	1.108	9.990	206.035	40.258	—	—	27.869	27.869	285.260
1988.....	1.034	14.067	239.892	57.429	—	—	29.072	29.072	341.494
1989.....	141.929	50.562	127.246	65.662	3.106	—	36.807	29.631	425.312
1990.....	147.258	69.007	172.192	62.596	2.488	—	44.432	34.529	497.974
1991.....	168.950	88.582	211.717	67.803	2.433	—	44.015	34.047	583.499
1992.....	222.920	115.104	270.960	64.591	2.158	—	59.116	35.237	734.849
1993.....	219.361	200.808	280.154	95.400	3.006	—	64.964	34.689	863.693
1994.....	230.423	264.456	266.505	98.949	3.124	—	73.282	41.714	936.739
1995.....	244.645	329.425	282.184	107.941	2.935	8.940	47.459	47.459	1.023.528
1996.....	268.884	444.600	262.458	138.231	3.252	10.788	42.650	42.650	1.170.863
1997.....	297.536	591.583	284.947	225.801	5.401	11.967	47.951	47.951	1.465.187
1998.....	313.811	770.307	268.171	329.526	7.955	12.547	43.794	43.794	1.746.112
1999.....	372.813	925.866	332.288	370.268	7.955	20.287	54.961	53.778	2.084.438
2000.....	414.424	1.039.129	361.854	396.136	7.955	22.509	60.553	59.120	2.302.560
2001.....	351.920	1.121.626	416.093	354.457	7.968	24.527	60.370	55.299	2.336.961
2002.....	319.176	1.232.520	416.797	317.872	7.960	26.043	55.705	49.776	2.376.073
2003.....	321.553	1.338.392	438.891	343.571	7.955	27.326	52.418	49.051	2.530.107
2004.....	344.260	1.445.846	433.064	415.807	7.966	32.252	49.626	49.372	2.728.822



**Partite non classificabili**  
Attività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

[illegible]

**Partite non classificabili**  
Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

[illegible]







**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Banca d'Italia, *Bollettino Statistico*, vari anni.
- Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, vari anni.
- Banca d'Italia (2003), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali.
- Bartiloro, L. e M. Coletta (2004), *Il credito commerciale nei conti finanziari italiani ed europei*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Cotula, F. e M. Caron (1971), *I conti finanziari dell'Italia. Dimensioni e struttura della ricchezza e del risparmio finanziario dell'Economia*, estratto dal Bollettino n. 6, Banca d'Italia.
- De Bonis, R. e A. Gigliobianco (2006), *Le origini dei conti finanziari negli Stati Uniti e in Italia: Copeland, Baffi, le istituzioni*, in questo volume.
- Della Torre, G. (1984), *Il sistema degli 'stati patrimoniali' per l'economia italiana (1948-81)*, in "Banca Toscana, Studi e informazioni – Quaderni", n. 10.
- Ercolani, M. e F. Cotula (1969), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 4, Roma.
- Eurostat (1996), *European System of Accounts, ESA 1995*, Lussemburgo.
- Goldsmith, R.W. e S. Zecchini (1999), *The National Balance Sheet of Italy: 1861-1973*, in "Rivista di storia economica", n. 1, aprile.
- Istat, vari anni, *Annuario statistico italiano*, Roma.
- Istat, 1986, *Sommario di statistiche storiche (1926-1985)*, Roma.
- Semeraro, G. (2006), *È possibile tener conto delle pensioni future nei conti finanziari?*, in questo volume.
- United Nations, 1993, *System of National Accounts 1993*, New York.
- Yanovsky, M. (1973), *Sistemi di contabilità nazionale*, edizione italiana a cura di B. Cutilli e C. Gnesutta, Bologna, il Mulino.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. BONCI E M. COLETTA

*Alfonsina Caricchia\**

Ringrazio gli organizzatori del convegno che mi hanno dato l'opportunità di commentare il lavoro su "I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi", che rende disponibili le serie storiche sulle attività e passività finanziarie dei settori istituzionali per un così lungo intervallo di tempo. La ricostruzione storica dei conti finanziari (CF) oggi presentata si ricollega *in primis* all'obiettivo di costituire un insieme completo e coerente di statistiche standardizzate e omogenee, quale strumento per l'analisi e l'approfondimento dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'Italia dal 1950 ai giorni nostri. Il lavoro realizzato, di cui si apprezza la qualità e l'impegno profuso dagli autori, è di notevole attualità e interesse, soprattutto in relazione alla coerenza e continuità nelle serie storiche, alle definizioni degli strumenti finanziari, alle classificazioni dei settori istituzionali, ai principi contabili e alle metodologie di valutazione degli importi. Esso colma un vuoto informativo importante e costituisce uno strumento di grande rilevanza per l'analisi dei fenomeni economici.

Non è mai banale sottolineare che uno degli obiettivi primari di chi produce statistiche ufficiali è l'arricchimento delle fonti informative messe a disposizione degli studiosi e dei *policy makers*.

Questa è una delle funzioni principali dei contabili nazionali e anche questo lavoro va considerato in tale contesto, perché i CF sono ormai dal punto di vista teorico perfettamente inquadrati nello schema attuale di contabilità nazionale (CN) e del tutto armonizzati e coerenti con i conti reali. Tutto questo è il frutto di un lungo percorso che ha visto svilupparsi in forme distinte e solo parzialmente collegate, come diceva Stone già nello SNA 1953, i due profili dell'informazione macroeconomica. In effetti i due filoni seguono una via convergente, ma autonoma, fino allo SNA 1968, dove emerge la necessità di riconciliare e integrare in modo sistematico i conti nazionali con i conti finanziari.

Mentre per i conti reali il fondamento teorico è la teoria keynesiana, il riferimento principale per lo sviluppo dei conti finanziari nelle economie del XX secolo è *A Study of Moneyflows in the United States* del 1952. Tale

---

\* Direttore della Direzione di Contabilità nazionale (Istat).

documento è il risultato di un filone di ricerca che trova i suoi capisaldi nell'analisi monetaria condotta da Wesley Mitchell presso il National Bureau of Economic Research tra gli anni trenta e quaranta. L'approccio teorico e contabile dei *moneyflows* non appare, quindi, posteriore alla costruzione del sistema dei conti nazionali.

Il processo di convergenza in uno schema unitario è stato alquanto laborioso ed è per alcuni aspetti tuttora *in fieri* (si veda lo SNA 1993 e i lavori in corso dei gruppi di lavoro Eurostat, OECD e SNA) e sottolinea, infatti, che uno dei criteri di revisione dello SNA è la ricerca di coerenza tra i vari manuali, sicuramente con il SEC e la sua appendice sul debito e sul deficit pubblico, ma anche con i manuali dell'FMI sulla Bilancia dei pagamenti.

Questo percorso così intenso e ricco di contenuti ci testimonia l'essenza della CN stessa: un processo continuo volto all'adeguamento delle definizioni, classificazioni e metodologie adottate, nel tentativo di cogliere e quantificare nel modo migliore l'attività economica e le sue modificazioni. Lo sforzo è quello di costruire sistemi di CN condivisi a livello mondiale per accrescere la comparabilità nello spazio e nel tempo delle stime. Tuttavia, l'esperienza ci insegna che un manuale o una classificazione nel momento in cui sono adottate, dopo una lunga gestazione che prende anni, sono già obsoleti. Così è stato per lo SNA 1993, così è in ambito europeo, dove le stime di CN assumono una rilevanza diversa, anche e soprattutto per l'utilizzo a fini amministrativi delle statistiche prodotte. La realtà economica evolve, le fonti non sono più le stesse e le metodologie e gli schemi di CN devono, ovviamente, tenere in considerazione questi cambiamenti sia in una prospettiva corrente e futura, sia in termini della comparabilità degli aggregati rispetto al passato.

I dati di CN sono, quindi, sottoposti oltre che alle revisioni di routine anche a revisioni straordinarie. Le revisioni straordinarie si basano su una valutazione di un anno di *benchmark* e sull'adozione dei cambiamenti che ne derivano (di solito ogni 5 anni, per gli anni che terminano con 0 e 5, secondo gli accordi definiti in ambito comunitario) e implicano un notevole sforzo degli organismi comunitari preposti nel coordinare la diffusione delle principali revisioni nei vari paesi. Credo che nel futuro prossimo particolare attenzione debba essere rivolta all'introduzione di importanti revisioni e innovazioni nell'integrazione tra conti finanziari e conti reali.

Questo è tanto più vero oggi, quando nella terza fase della UEM l'integrazione economica e monetaria pone ai produttori di statistiche sfide

sempre nuove e più complesse. Forte è la spinta che in tal senso arriva dalle istituzioni europee, in primo luogo dall'Eurostat e dalla BCE.

In questo quadro possono identificarsi diversi fronti sui quali l'impegno dei nostri due Istituti (Istat e Banca d'Italia) deve concentrarsi e concretizzarsi in una sempre più stretta e fruttuosa collaborazione.

Ecco perché la produzione di CF per i settori istituzionali, il più possibile integrati e coerenti con i conti reali, rappresenta un obiettivo al cui raggiungimento Banca d'Italia e Istat devono dedicare il massimo impegno, in uno sforzo comune di armonizzazione.

Nei paesi dell'Unione europea la distribuzione di responsabilità nella costruzione dei conti reali e finanziari per settore istituzionale tra Istituti nazionali di statistica e Banche centrali si presenta variegata. La coerenza tra i due sistemi dei conti viene perseguita ove attraverso metodologie statistiche di bilanciamento, ove derivando il saldo economico di alcuni settori (in particolare delle famiglie) direttamente dal saldo finanziario, ove, infine, in maniera più soggettiva, apportando modifiche all'uno o all'altro insieme di conti sulla base di valutazioni di tipo qualitativo.

In Italia l'elaborazione indipendente dei conti reali da parte dell'Istat e dei conti finanziari da parte della Banca d'Italia costituisce un punto di forza: l'autonomia metodologica e di fonti non può che rafforzare la correttezza e la qualità delle stime prodotte, anche se al tempo stesso richiede un grosso impegno di collaborazione reciproca, affinché la coerenza e l'integrazione tra i flussi registrati nei due sistemi venga garantita. L'integrazione è auspicabile anche nella realizzazione dei conti patrimoniali e di rivalutazione che la Direzione di Contabilità nazionale dell'Istat ha interesse a realizzare quanto prima, anche se, a oggi, i regolamenti comunitari non prevedono in merito alcun vincolo esplicito.

Al momento attuale esistono delle importanti discrepanze tra i saldi settoriali dei conti finanziari e dei conti economici. Questa tematica, peraltro, già approfondita nel recente passato dai ricercatori dell'Istat e della Banca d'Italia, ritrova al momento ampio spazio di interesse a livello europeo, nell'ambito delle attività volte alla produzione di conti non finanziari per settore istituzionale per il complesso dell'Unione europea e per l'Unione monetaria. Si tratta di uno dei punti di maggiore rilevanza dell'*Action Plan on Economic and Monetary Union Statistical Requirements*. Nel 2006 sono stati diffusi, per la prima volta, i conti non

finanziari annuali per settore istituzionale consolidati per la UE e per la UEM.

A partire, poi, dal gennaio 2006, i paesi membri della UE e della UEM producono e trasmettono all'Eurostat e alla Banca centrale europea conti non finanziari per settore anche a cadenza trimestrale, affinché, nel 2007, si pervenga a una produzione di conti per settore istituzionale per l'Unione europea (15/25) e per l'area dell'euro anche a frequenza infrannuale.

Tale progetto costituisce al momento una delle principali priorità per le istituzioni comunitarie ed è, in particolare, fortemente sostenuto dalla BCE, che ritiene indispensabili alla gestione della politica monetaria la produzione di indicatori congiunturali sulla performance delle imprese e sul risparmio delle famiglie.

Nel corso delle analisi di qualità finora effettuate sui conti per settore istituzionale dalla Task Force congiunta Eurostat e BCE, che lavora alla definizione dei conti europei, le discrepanze esistenti tra saldi reali e finanziari sono state rilevate come elemento di forte criticità. Nella riunione dello scorso luglio, lo stesso *Committee for monetary, financial and balance of payments statistics* (CMFB) ha formalmente fatto richiesta agli Stati membri di assistere le istituzioni nelle analisi e nella risoluzione delle discrepanze rilevate. Da qui nasce un primo importante impegno, che vedrà gli esperti della Banca d'Italia e dell'Istat collaborare per analizzare e tentar di rimuovere i motivi all'origine delle discrepanze, nell'ambito di un gruppo di lavoro di recente costituito.

Un secondo fronte di ricerca comune a Banca d'Italia e Istat deriva dagli impegni programmati nell'ambito delle produzioni dei conti finanziari e non finanziari per settore istituzionale a cadenza infrannuale, al fine di garantire la coerenza tra i due sistemi di conti. È auspicabile che si riduca anche il disallineamento temporale, che al momento esiste nella trasmissione alle istituzioni europee dei due sistemi di conti: l'invio previsto per i conti finanziari è a 110 giorni dalla fine del trimestre di riferimento, mentre per quelli reali è a 95 giorni.

Infine, ci auguriamo che l'esperienza dei ricercatori, che hanno portato a termine la ricostruzione delle serie dei conti finanziari, sia nel futuro indirizzata a migliorare ulteriormente l'integrazione delle serie dei conti finanziari con quelli reali, perché entrambi siano coerenti con i principi innovativi introdotti al momento dell'adozione del SEC 1995. In

particolare è auspicabile un ulteriore sforzo di ricostruzione perché sia realizzata la riclassificazione di unità istituzionali dal settore famiglie a quello delle società non finanziarie nei conti finanziari per la ripartizione storica antecedente al 1995. Un ulteriore arricchimento potrebbe poi derivare dal rielaborare il conto finanziario delle sole famiglie consumatrici, così come avveniva prima dell'adozione del SEC 1995.

Ricordo, al riguardo, che l'Istat, in deroga a quanto stabilito dal SEC, conduce un'ulteriore analisi del settore delle Famiglie, distinguendo le unità che operano in veste di produttrici da quelle che si caratterizzano per la sola funzione di consumo. Tale distinzione nel settore delle famiglie risale alla revisione del 1990, per la quale il presidente Rey e il direttore generale Siesto sostennero l'opportunità di dare rilevanza statistica alla miriade di piccole imprese a conduzione familiare che caratterizzavano (e tutt'ora caratterizzano) la struttura produttiva italiana.

## LA TRIMESTRALIZZAZIONE DELLE SERIE STORICHE ANNUALI DEI CONTI FINANZIARI

*Giuseppe Bruno\**

### 1. Introduzione

Una fra le maggiori difficoltà nella costruzione dei conti finanziari (CF) è la necessità di riconciliare fonti alternative e di soddisfare vincoli di aggregazione che rendono il compito arduo.

I CF italiani sono disponibili su base annuale dal 1950 al 2004 (si veda Bonci e Coletta, in questo volume). Serie storiche trimestrali sono disponibili dal 1990, ma non per gli anni precedenti. Informazioni a frequenza trimestrale sono di interesse sia per l'analisi univariata di breve periodo sia per l'impiego in modelli econometrici.

L'obiettivo di questo lavoro è quello di esplorare la fattibilità di costruire in modo semplice una banca dati con informazioni trimestrali. Questo obiettivo è realizzato presentando alcuni esempi di disaggregazione temporale di serie storiche dei CF, attraverso metodi basati sull'utilizzo di indicatori disponibili su base trimestrale.

Il contributo è diviso in sei paragrafi. Dopo questa introduzione, il secondo paragrafo sintetizza le caratteristiche della base dati dei conti finanziari in Banca d'Italia. Il terzo paragrafo presenta i metodi correntemente utilizzati in Banca e presso il Federal Reserve Board per la compilazione di statistiche trimestrali. Il quarto paragrafo descrive i metodi e gli strumenti analitici disponibili per la stima dei valori trimestrali di una serie disponibile esclusivamente su base annuale. Nel quinto paragrafo sono presentati alcuni esempi preliminari per i principali strumenti dei settori famiglie e imprese. L'ultimo paragrafo è destinato ad alcune considerazioni conclusive.

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. L'autore ringrazia Riccardo De Bonis, Tommaso Di Fonzo e Federico Signorini per i commenti e gli utili suggerimenti. Le opinioni espresse nel lavoro sono esclusivamente dell'autore e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

## **2. La base dati dei conti finanziari in Banca d'Italia**

In Banca d'Italia, la produzione dei conti finanziari è realizzata utilizzando il prodotto Speakeasy/ Modeleasy+: un ambiente software che integra le funzionalità di un *data base* statistico con quelle di un sofisticato strumento per l'elaborazione statistica.

La particolare natura dei conti finanziari rende sconsigliabile l'uso dei classici *data base* relazionali per due motivi: innanzi tutto, essendo basati sul concetto insiemistico di relazione, tali strumenti sono inadeguati all'archiviazione di strutture informative a grafo, quali i CF. In secondo luogo, essi non offrono le complesse elaborazioni statistiche necessarie per la realizzazione di operazioni quali la disaggregazione temporale.

Sfruttando le caratteristiche del pacchetto Speakeasy/Modeleasy+, è stato possibile realizzare un ambiente integrato per l'interrogazione sui metadati (informazioni su dipendenze funzionali, unità di misura ecc.) e la realizzazione di comandi per l'elaborazione statistica. La banca dati dei conti finanziari contiene circa 10.000 serie storiche che sono utilizzate per la pubblicazione trimestrale di 1.200 serie di flussi e altrettante di stock. Una frazione considerevole delle serie è a frequenza trimestrale e mensile. Per diversi motivi, soprattutto per l'impossibilità di ottenere statistiche ad alta frequenza, rimane una frazione residuale a frequenza annuale. Le serie elementari sono soggette a controlli per individuare revisioni di valori del passato o la presenza di *outliers*. Sulle serie finali si compiono controlli *ex post* per la verifica di valori negativi degli stock. Infine si valuta la coerenza tra stock e flussi, effettuando un controllo sulla plausibilità dei saldi finanziari in base al comportamento passato delle serie storiche e alla presenza di componenti stagionali (si rimanda a Banca d'Italia, 2002 per maggiori informazioni).

## **3. Le tecniche correnti per la trimestralizzazione dei conti finanziari**

L'analisi della congiuntura e la modellazione econometrica di relazioni comportamentali richiedono la disponibilità di serie storiche a frequenza trimestrale. La maggior parte delle serie storiche dei CF italiani è disponibile su base trimestrale a partire dal 1990. Per una parte residua di serie, che include i bilanci delle società non finanziarie, delle assicurazioni e dei fondi pensione, sono disponibili esclusivamente valori annuali. In questi casi, le informazioni trimestrali sono stimate utilizzando indicatori

correlati con gli aggregati annuali. In mancanza di quegli indicatori, i valori trimestrali sono stimati mediante interpolazione lineare dei dati annuali.

La Federal Reserve (Fed) pubblica i *flow-of-funds* su base trimestrale dalla fine degli anni cinquanta; alcune informazioni sono ottenute mediante tecniche di interpolazione. In particolare, la Fed ha utilizzato (si veda Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000) due metodi di interpolazione lineare. Il primo è il metodo proposto da Kaitz e Lieberberg (K-L), due statistici del Department of Commerce degli Stati Uniti. Con la tecnica K-L si costruiscono i valori trimestrali dei flussi mediante una combinazione lineare con pesi fissi dei tre valori annuali relativi ai periodi  $t-1$ ,  $t$ ,  $t+1$ . La determinazione degli stock si ottiene accumulando i successivi flussi.

Il secondo metodo utilizzato, detto del rapporto, consiste nel calcolare i valori trimestrali incogniti riproporzionando le informazioni di una serie base di cui si conoscono i dati trimestrali.

Detta  $x_{t,h}$   $h = 1, \dots, 4$   $t = 1, \dots, N$  la serie base di cui sono noti i valori ad alta frequenza e  $y_t$   $t = 1, \dots, N$  la serie da disaggregare, la procedura si articola nei seguenti due passi:

$$1) \text{ Si calcola il rapporto } R_{t,h} = \frac{x_{t,h}}{\sum_{h=1}^4 x_{t,h}};$$

$$2) \text{ per ogni trimestre si calcola } y_{t,h} = R_{t,h} \cdot y_t$$

I due passi sono ripetuti per ogni anno. Entrambi i metodi della Fed sono molto semplici da applicare e soddisfano i vincoli di aggregazione temporale. Tuttavia queste metodologie producono serie trimestrali che non tengono in conto le possibili caratteristiche dinamiche delle serie trimestrali incognite. Inoltre la seconda procedura genera lo *step problem*, ben noto agli esperti del settore.

#### 4. Metodi per la disaggregazione temporale di serie storiche

Abbiamo effettuato un esercizio per la valutazione dei risultati dell'applicazione di metodi di disaggregazione temporale adottati per la

compilazione dei conti economici trimestrali e basati sull'utilizzo di indicatori a frequenza trimestrale. Al fine di disporre di uno strumento di semplice uso e integrato nell'ambiente Speakeasy-Modeleasy+, è stato utilizzato il comando DISAGGR, recentemente aggiornato e arricchito di nuovi algoritmi predisposti nell'ambito dei lavori della commissione Istat per la revisione delle procedure di disaggregazione temporale per le serie di contabilità nazionale.

Una caratteristica comune a tutti i metodi qui descritti è la mancanza di un'analisi econometrica vera e propria. Non vengono esaminati modelli comportamentali che includano interrelazioni di causazione diretta tra le variabili, ma si ipotizzano strutture autoregressive che riassumono legami esclusivamente statistici con gli indicatori.

Un primo fondamentale riferimento nella letteratura è il lavoro di Chow e Lin (1971) (C-L). Malgrado risalga a oltre 30 anni fa, il metodo C-L è ancora oggi lo strumento più diffuso e utilizzato negli Istituti di statistica e nelle Banche centrali.

Chow e Lin proposero un approccio di stima indiretta per la disaggregazione temporale dei dati. Questo metodo si basa sull'utilizzo di indicatori di riferimento osservati alla frequenza più elevata e ipotizza l'esistenza di una relazione strutturale fra la variabile da disaggregare (nel seguito *target*) e questi indicatori.

Le caratteristiche ideali per questi indicatori sono un'elevata correlazione con la variabile *target* (vedi Friedman, 1962) e l'esistenza di un comune trend stocastico tra essa e il/gli indicatori, posto che le variabili siano entrambe  $I(1)$ , ossia integrate di ordine 1.

In particolare, disponendo di una serie con  $N$  osservazioni a frequenza annuale  $Y_k$   $k = 1, \dots, N$  e di un indicatore trimestrale  $x_t$   $t = 1, \dots, 4 \cdot N$ , C-L ipotizzano il seguente modello lineare:

$$(1) \quad y_t = \alpha + \beta' x_t + u_t \quad u_t = \rho \cdot u_{t-1} + \varepsilon_t \quad |\rho| < 1$$

$$\varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad E[u \cdot u'] = V_h$$

dove:

$t = 1, 2, \dots, 4 \cdot N$  indica il periodo ad alta frequenza (trimestrale),  $y_t$  è il valore, incognito, all'istante  $t$  della variabile *target* ad alta frequenza,

$\alpha, \beta, \rho$  e  $\sigma_\varepsilon^2$  sono i parametri da stimare del modello,  $u_t$  è un processo aleatorio di disturbo con una distribuzione di probabilità dipendente da due parametri: il coefficiente di autocorrelazione  $\rho$  e la varianza del processo senza memoria  $\varepsilon_t$ . Raccogliendo in vettori tutte le osservazioni il modello 1 diventerà:

$$(2) \quad \bar{y} = \alpha + \beta' \cdot \bar{x} + \bar{u}$$

Il modello 1 non è stimabile perché la variabile *target*  $y_t$  è osservata solo a frequenza annuale. Tuttavia è possibile derivare un modello stimabile aggregando temporalmente l'equazione del modello 2. Questa aggregazione è realizzata premoltiplicando ogni termine dell'equazione 2 per la matrice  $C = I_N \otimes c$  dove  $I_N$  è la matrice unitaria con dimensione  $N$ , mentre  $c$  è la matrice  $1 \times 4$  contenente, a seconda della natura della serie da disaggregare, l'uno o l'altro dei seguenti insiemi di valori:

$$c = \begin{cases} \begin{pmatrix} 1 & 1 & 1 & 1 \end{pmatrix} & \text{aggregazione per somma} \\ \begin{pmatrix} \frac{1}{4} & \frac{1}{4} & \frac{1}{4} & \frac{1}{4} \end{pmatrix} & \text{aggregazione per media} \\ \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \end{pmatrix} & \text{aggregazione per stock di inizio anno} \\ \begin{pmatrix} 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix} & \text{aggregazione per stock di fine anno} \end{cases}$$

Con queste definizioni è possibile costruire il modello stimabile:

$$(3) \quad C \cdot \bar{y} = C \cdot \alpha + \beta C \cdot \bar{x} + C \cdot \bar{u}$$

che dopo la premoltiplicazione per  $C$  diventa:

$$(4) \quad Y = \alpha_1 + \beta' \cdot X + U \quad E[U \cdot U'] = C \cdot V_h \cdot C'$$

dove  $Y$  è il vettore delle  $N$  osservazioni annuali disponibili della variabile *target*,  $X$  è la matrice di dimensioni  $(k,N)$  contenente le osservazioni annuali degli indicatori e  $U$  è il vettore di  $N$  residui annuali.

A questo punto, utilizzando i Minimi Quadrati Generalizzati (MQG) è immediato derivare il seguente stimatore lineare a varianza minima del vettore di parametri  $\beta$ :

$$(5) \quad \hat{\beta} = \left[ X' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} X \right]^{-1} X' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} Y$$

e i valori della serie disaggregata sono ottenibili attraverso:

$$(6) \quad \hat{y}_t = \hat{\beta}' \cdot x_t + \hat{V}_h \cdot C' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} \cdot (Y_t - \hat{\beta}' \cdot X_t)$$

Questa stima è composta da due termini additivi. Il primo termine  $\hat{\beta}' \cdot x_t$  è la combinazione lineare degli indicatori disponibili a frequenza trimestrale con i coefficienti di regressione stimati sul modello aggregato. Il secondo termine distribuisce i residui della regressione annuale fra i quattro trimestri, utilizzando l'informazione sulla varianza dell'errore annuale e la sua covarianza con l'errore trimestrale.

Questa metodologia è applicabile sotto l'ipotesi di stazionarietà delle serie storiche o in presenza di cointegrazione tra la serie da disaggregare e gli indicatori aggregati a frequenza annuale. Per i casi in cui è assente una relazione di cointegrazione tra le serie, sono stati proposti i metodi di Fernández (1981) e Litterman (1983).

Fernández (1981) postula un processo di errore che segue un *random walk*. Il modello ipotizzato a frequenza trimestrale è il seguente:

$$(7) \quad y_t = \alpha + \beta' \cdot x_t + u_t \quad u_t = u_{t-1} + \varepsilon_t$$

Litterman (1983) propone un'estensione del caso precedente, ipotizzando un processo di errore autoregressivo di ordine 2 con una radice unitaria:

$$(8) \quad u_t = u_{t-1} + a_t \quad a_t = \phi a_{t-1} + \varepsilon_t \quad |\phi| < 1 \quad \varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

Il metodo di Litterman include il modello di Fernández (vedi equazione 7) come caso particolare quando si ponga  $\phi = 0$ . La presenza di una radice unitaria nel processo di errore dei modelli 7 e 8 consente di trattare efficacemente i casi in cui è assente una relazione di cointegrazione tra la serie da disaggregare e il/gli indicatori.

I tre metodi sin qui considerati sono utilizzabili nel caso di modelli statici. Tuttavia, nella modellazione di serie storiche è spesso necessario introdurre elementi di dinamica nella specificazione. Santos Silva e Cardoso (2001) propongono una semplice estensione dinamica del metodo C-L, considerando il seguente modello a frequenza trimestrale:

$$(9) \quad y_t = \phi y_{t-1} + \beta' x_t + \varepsilon_t \quad |\phi| < 1 \\ \varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad t = 1, \dots, n$$

Questo modello consente di esplicitare la struttura dinamica della relazione tra la serie da disaggregare e gli indicatori. Inoltre, l'equazione (9) include al suo interno sia il caso di disturbo autoregressivo sia la specificazione a correzione di errore una volta inserito il termine ritardato per gli indicatori. Questa formalizzazione si presta al trattamento di serie storiche cointegrate (si veda Engle e Granger, 1987).

Per stimare questo modello è opportuno risolvere l'equazione (9) sostituendo in maniera ricorsiva i valori di  $y_t$ , per ottenere:

$$(10) \quad y_t = \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i x'_{t-i} \right) \beta + \phi^t \cdot y_0 + \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i \varepsilon_{t-i} \right)$$

Assumendo che la condizione iniziale  $y_0$  e i valori  $y_t$ , per  $t > 0$ , siano generati dallo stesso processo stocastico, possiamo definire l'aspettativa di  $y_0$  condizionata ai valori passati degli indicatori  $\eta = E(y_0 | x_0, x_{-1} \dots) = \left( \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i x'_{-i} \right) \beta$ . Sostituendo questa espressione in (10) si avrà:

$$(11) \quad y_t = \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i x'_{t-i} \right) \beta + \phi^t \cdot \eta + \left( \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i \varepsilon_{t-i} \right)$$

che può essere riscritta tenendo conto che l'ultimo termine costituisce un processo autoregressivo di ordine 1:  $v_t = \left( \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i \varepsilon_{t-i} \right) = \phi \cdot v_{t-1} + \varepsilon_t$ . In questo modo ci siamo ricondotti al modello (1): per ogni valore di  $\phi$  è possibile stimare i parametri  $\beta$  e  $\eta$  e i valori disaggregati della serie  $y_t$  usando la stessa metodologia Chow-Lin introdotta precedentemente per i modelli statici.

L'ultima procedura di disaggregazione temporale integrata nel comando DISAGGR è quella di Guerrero (1990), il quale ha proposto un metodo *data driven* che, data una stima preliminare, fornisce uno stimatore lineare a varianza minima (BLUE). Nel suo lavoro del 1990, Guerrero propone un approccio ARIMA. L'idea è quella di utilizzare una stima preliminare  $w_t$ <sup>1</sup> per derivare un modello ARIMA  $\phi(B)d(B)w_t = \theta(B)a_{w,t}$  che viene assunto applicabile anche per la serie da disaggregare. A partire dal modello ARIMA è possibile ottenere la rappresentazione dell'errore di previsione in termini di media mobile:

$$(12) \quad y_t - w_t = \sum_{i=0}^{t-1} \theta_i \cdot a_{w,t-i} \quad E(a \cdot a') = \sigma^2 P$$

dove  $y_t$  e  $w_t$  sono rispettivamente i valori incogniti della serie *target* e la loro stima preliminare. I valori  $\theta_i$  sono i coefficienti della rappresentazione a media mobile di  $w_t$ .  $a_{w,t}$  e  $P$  rappresentano rispettivamente l'innovazione e la matrice di varianza covarianza che definiscono il *data generation process* della stima preliminare. Partendo da questa premessa lo stimatore lineare a varianza minima di  $y = y_1, y_2, \dots, y_t$  che soddisfi la relazione di aggregazione temporale  $Y = C \cdot y$  è dato da

$$(13) \quad y = w + \hat{A}(Y - C \cdot w) \quad \hat{A} = \theta P \theta' C' (C \theta P \theta' C')^{-1}$$

L'espressione (13) si può interpretare in modo del tutto analogo alla (6) che calcola i valori trimestrali nel modello C-L: il primo termine corrisponde alla stima preliminare, verosimilmente costituita dal *fit* di una regressione lineare; il secondo termine distribuisce i residui annuali

<sup>1</sup> Ottenibile come *fit* di una stima lineare su un set di indicatori.

secondo una matrice che tenga conto della covarianza tra gli errori a frequenza annuale e trimestrale. La procedura software TRAMO/SEATS (si veda Gomez e Maravall, 1998) è stata utilizzata per l'identificazione ARIMA della serie trimestrale che costituisce la stima preliminare. In pratica è stata sviluppata una routine che legge i parametri ARIMA regolari e stagionali prodotti da TRAMO/SEATS e li rende disponibili per il successivo uso del comando DISAGGR.

## 5. Applicazioni empiriche

In questo paragrafo verranno presentate alcune applicazioni empiriche che utilizzano le tecniche di disaggregazione temporale precedentemente descritte. In particolare, si illustreranno alcuni criteri di scelta fra i diversi metodi disponibili. Gli esempi presentati illustrano la ricostruzione di dati trimestrali, tra il 1980 e il 2004, di alcuni strumenti all'attivo delle famiglie e al passivo delle imprese<sup>2</sup>. Le serie storiche delle attività e passività di famiglie e imprese provengono dalla banca dati dei conti finanziari; gli aggregati relativi agli indicatori sono derivati a partire da serie della base dati del Servizio Studi.

Il confronto tra diversi metodi di disaggregazione temporale può essere realizzato solo quando sono disponibili informazioni vere sui valori ad alta frequenza. Nel nostro caso, in assenza di riferimenti a frequenza trimestrale, possiamo valutare esclusivamente la ragionevolezza dell'andamento e la bontà del *fit* della regressione annuale effettuata dal comando di disaggregazione temporale. Nelle applicazioni empiriche, il valore del quadrato del coefficiente di correlazione tra i valori osservati e quelli previsti viene utilizzato per orientare la scelta fra gli indicatori<sup>3</sup>. Negli esercizi seguenti abbiamo preferito privilegiare il confronto tra le statistiche delle regressioni annuali, che si basano esclusivamente sui valori osservati e su un'ipotesi predefinita riguardo alla struttura aleatoria della componente di disturbo inosservata. Questa ipotesi scaturisce dalla scelta di affidarsi a regolarità statistiche, piuttosto che a una particolare teoria economica.

Per le serie di contabilità nazionale è consolidato l'uso di determinate variabili nel ruolo di indicatori per la trimestralizzazione di

<sup>2</sup> In alcuni casi sono disponibili osservazioni a partire dal 1960.

<sup>3</sup> Questa è la statistica che è indicata nelle tavole riassuntive delle regressioni come  $R^2$ .

serie annuali. Ad esempio la produzione industriale è usata per stimare valori trimestrali del PIL. Nel caso delle variabili dei conti finanziari non esistono aggregati che, storicamente, siano stati utilizzati come *benchmark*. È stato necessario selezionare un insieme di indicatori, illustrando le specificazioni migliori sulla base di considerazioni statistiche sulla regressione effettuata sul modello osservabile, conseguente al metodo di disaggregazione temporale prescelto. La scelta degli indicatori costituisce l'elemento più critico del lavoro e rappresenta un tentativo preliminare da sottoporre a verifica empirica.

### 5.1 *Le attività delle famiglie*

Fra le attività delle famiglie abbiamo considerato tre serie storiche tra le più rilevanti: le azioni, i depositi e il totale delle attività detenute.

Le serie trimestrali fra le quali abbiamo selezionato un set di indicatori sono le seguenti:

- 1) l'indice dei prezzi al consumo (base 1980, 1960:1 – 2005:2);
- 2) l'indice di Borsa (1950:1 – 2005:3);
- 3) lo stock di moneta M2 (dato dalla somma di circolante e depositi bancari 1980:1 – 2005:1) ;
- 4) i consumi finali delle famiglie (1970:1 – 2005:2) ;
- 5) il tasso d'interesse sui titoli di Stato (1950:1 – 2005:2).

La serie annuale dell'indice dei prezzi, l'indice di Borsa e il tasso di interesse sui titoli presentano una forte correlazione con tutte le attività delle famiglie considerate. Lo stock di moneta segue strettamente i depositi. I consumi delle famiglie a prezzi correnti, ipotizzando un equilibrio tra consumo e risparmio, cresceranno con le attività finanziarie. Le statistiche descrittive delle serie utilizzate per gli esercizi sulle attività delle famiglie sono riassunte nella tavola 1.

Nelle tavole 2, 3 e 4 sono illustrati i risultati delle regressioni annuali dello stock di azioni detenute dalle famiglie sulle variabili considerate. In tutte le specificazioni econometriche, l'indice di Borsa è l'unica variabile il cui coefficiente risulta sistematicamente significativo e di segno positivo. In alcuni casi anche lo stock di moneta (M2) e i consumi famiglie (CONFINFA) presentano un coefficiente significativo di segno positivo. A puro titolo illustrativo si riportano anche i grafici per le sei disaggregazioni ottenute con il metodo di Chow-Lin e quelle ottenute con il metodo

Fernández (figg. 1 e 2). Dai grafici si vede la sostanziale somiglianza sia per i livelli sia per i punti di svolta derivanti dall'adozione di diversi modelli, che tuttavia presentano un valore sistematicamente elevato dell' $R^2$ .

Le tavole 5, 6 e 7 presentano simili regressioni per i depositi delle famiglie. In questo caso, fatta eccezione per le specificazioni indicate come mod\_5 e mod\_6, l'indice di Borsa presenta un coefficiente negativo e significativo. I consumi delle famiglie influiscono positivamente per i modelli mod\_2 e mod\_4 con i metodi Chow-Lin e SSC. Nella specificazione mod\_6 per i metodi Chow-Lin e Fernández, M2 ha un effetto positivo e significativo sui depositi. Le tavole 8, 9 e 10 completano l'analisi effettuata per il settore delle famiglie, considerandone il totale delle attività. L'indice di Borsa si conferma come un indicatore sistematicamente significativo e con segno positivo. La moneta e i consumi delle famiglie influiscono positivamente sul totale delle attività delle famiglie.

In sintesi, le analisi empiriche mostrano che l'indice di Borsa ha una relazione stabile non solo con le azioni e il totale delle attività finanziarie delle famiglie, ma anche con i depositi (con segno negativo)<sup>4</sup>.

## 5.2 Le passività delle imprese

Nell'esercizio sulle passività delle imprese abbiamo utilizzato le seguenti serie storiche: le azioni emesse, i prestiti ricevuti e il totale delle loro passività.

Le serie trimestrali utilizzate come indicatori sono:

- 1) il tasso di interesse sui prestiti (1962:1 – 2005:2);
- 2) l'indice di Borsa (1950:1 – 2005:3);
- 3) gli investimenti fissi lordi a prezzi correnti (1964:1 – 2005:2);
- 4) il prodotto interno lordo a prezzi correnti (1960:1 – 2005:2);
- 5) il tasso d'interesse sui titoli di Stato (1950:1 – 2005:2).

Il tasso d'interesse sui prestiti e sui titoli e l'indice di Borsa sono elementi che possono influire sulle scelte di finanziamento delle imprese.

<sup>4</sup> Per gli anni successivi al 1980, Caruso (2006) trova che le variazioni dei corsi azionari influenzano in senso negativo la domanda di moneta.

Gli investimenti e il prodotto sono aggregati che determinano le scelte di crescita delle imprese.

Nella tavola 11 sono riassunte le statistiche descrittive delle serie utilizzate per gli esercizi sulle passività delle imprese.

Nelle tavole 12, 13 e 14 sono illustrati i risultati delle regressioni annuali dello stock di azioni emesse dalle imprese. In tutte le specificazioni econometriche esaminate l'indice di Borsa è risultata l'unica variabile con un coefficiente sistematicamente significativo e di segno positivo. Nella specificazione indicata nel mod\_6, anche gli investimenti influiscono positivamente e in modo significativo sulle azioni emesse dalle imprese.

Le tavole 15, 16 e 17 presentano le regressioni per i prestiti richiesti dalle imprese. In questo caso non si è individuato un indicatore dominante. Sia gli investimenti sia il prodotto interno lordo influiscono positivamente e in modo significativo sui prestiti.

Le tavole 18, 19 e 20 concludono l'analisi effettuata per il settore delle imprese esaminando il totale delle passività. L'indice di Borsa torna a essere sistematicamente significativo, con segno positivo. Gli investimenti e il prodotto continuano a fornire il contributo significativo e positivo emerso nella trimestralizzazione dei prestiti.

## **6. Considerazioni conclusive**

Nella compilazione dei conti finanziari, per alcuni settori e/o strumenti, risulta arduo ottenere direttamente informazioni a frequenza trimestrale, in particolar modo per gli anni precedenti il 1990.

In questo lavoro abbiamo esaminato una possibile soluzione a questo problema, attraverso metodi indiretti basati sull'uso di indicatori correlati, osservati a cadenza trimestrale. Sebbene il lavoro sia a uno stadio iniziale, in esso si evidenzia la necessità di individuare indicatori che presentino una relazione significativa e stabile nel tempo con le variabili *target*. In questo esercizio preliminare abbiamo disaggregato temporalmente alcuni degli strumenti più rilevanti per le famiglie e le imprese. I risultati principali dell'analisi sono i seguenti:

1) fra gli indicatori esaminati, l'indice di Borsa costituisce quello più stabile per conseguire una ragionevole stima trimestrale per le voci delle attività finanziarie delle famiglie;

2) per quanto riguarda le passività delle imprese, oltre all'indice di Borsa risultano rilevanti le informazioni di natura reale relative agli investimenti e al prodotto interno lordo.

L'applicazione empirica di questi metodi ha mostrato la necessità di un'attività preliminare di *specification search* per individuare il/gli indicatori che forniscono, a livello annuale, i migliori risultati i termini di bontà del *fit*.

Questo paper rappresenta un primo passo di una ricerca che mira a stimare valori trimestrali per tutte le serie storiche dei CF. Questo ultimo esercizio, oltre ai vincoli di aggregazione temporale, richiederà il soddisfacimento di vincoli di aggregazione tra diversi strumenti finanziari e settori istituzionali. Un ulteriore sviluppo futuro della ricerca riguarda la possibilità di utilizzare questi metodi anche per effettuare stime previsive in corso d'anno dei più rilevanti aggregati finanziari.

**Tav. 1****Attività delle famiglie: statistiche per indicatori e serie da disaggregare**

<i>Statistiche descrittive</i>					
		media	stan. dev.	min.	max
Indice prezzi al consumo	CPI80	279.58	91.959	100	415.4
Indice di Borsa	INDBORSA	11.9	7.84	1.24	30.73
Stock di moneta	M2	409623	161269	133472	712495
Consumi finali delle famiglie	CONFINFA	430.96	202.05	105.32	784.68
Stock di abitazioni	STOCKAB	2294	1187.2	442.98	4847.2
Tasso d'interesse sui titoli	GBRATE	11.2	4.7	3.4	21.2
Azioni delle famiglie	AZIFAM	334876	214745	50299	772255
Depositi delle famiglie	DEPOFAM	422407	217570	101756	729455
Totale attività delle famiglie	TATTFIN	1438210	897794	207000	2909046

Nota: livelli espressi in milioni di euro.

**Tav. 2****Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN AZIOFAM					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-841.16 (-3.1)	-362.72 (-1.5)	244.297 (4.5)	-457.069 (-1.8)	-	-
INDBORSA	22.29 (7.7)	15.946 (6.2)	18.783 (8.2)	16.283 (6.4)	19.477 (9.6)	18.118 (7.3)
M2	1.4472 (4.1)	-	-	-	-	0.52438 (4.2)
CONFINFA	1.0291 (0.6)	4.0271 (2.6)	-	4.6528 (2.8)	-	-
GBRATE	6152 (1.7)	-	79.64 (.1)	2913.4 (1.0)	1605.4 (0.7)	-
Constant	-45900 (-.4)	6201.4 (0.1)	58470 (-1.6)	-19301 (-.4)	88002 (1.0)	-98034 (-1.8)
P	.792	.911	.931	.911	.99	.911
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.975	.963	.959	.967	.947	.944
$\bar{R}^2$	.968	.959	.956	.962	.944	.939

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 3****Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ AZIOFAM					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1129.48 (-2.1)	-605.407 (-1.4)	229.847 (1.4)	-616.872 (-1.4)	-	-
INDBORSA	19.778 (6.9)	15.944 (6.3)	18.151 (8.2)	16.177 (6.3)	18.606 (9.2)	18.61 (7.1)
M2	1.4555 (3.2)	-	-	-	-	.70624 (2.63)
CONFINFA	2.7563 (0.9)	5.459 (2.0)	-	5.5222 (2.1)	-	-
GBRATE	4916.9 (1.4)	-	1580.3 (.6)	1795.7 (0.6)	1660.1 (0.7)	-
Constant	-6995.2 (-.1)	4446.1 (0.1)	-54880 (-1.4)	-9621.3 (-.2)	-16465 (-0.5)	-101092 (-1.7)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.971	.956	.956	.960	.947	.940
$\bar{R}^2$	.963	.952	.952	.955	.945	.934

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 4****Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – AZIOFAM					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-28.232 (-0.8)	24.646 (2.5)	-89.261 (-1.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	4.4434 (6.5)	4.3373 (7.5)	5.1614 (7.0)	4.4526 (24)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	.44438 (1.7)	-	.91674 (2.5)	-	-
GBRATE	N.A.	-	-18.929 (-.1)	1218.9 (1.3)	454.4 (1.4)	-
Constant	N.A.	-2310.3 (-0.4)	-7604.1 (-1.5)	-12456 (-1.2)	-7436 (-2.1)	N.A.
$\phi$		.792	.832	.752	.871	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.973	.978	.975	.979	
$\bar{R}^2$		.969	.976	.970	.978	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Fig.1

Confronto tra diverse disaggregazioni temporali effettuate con il metodo Chow-Lin

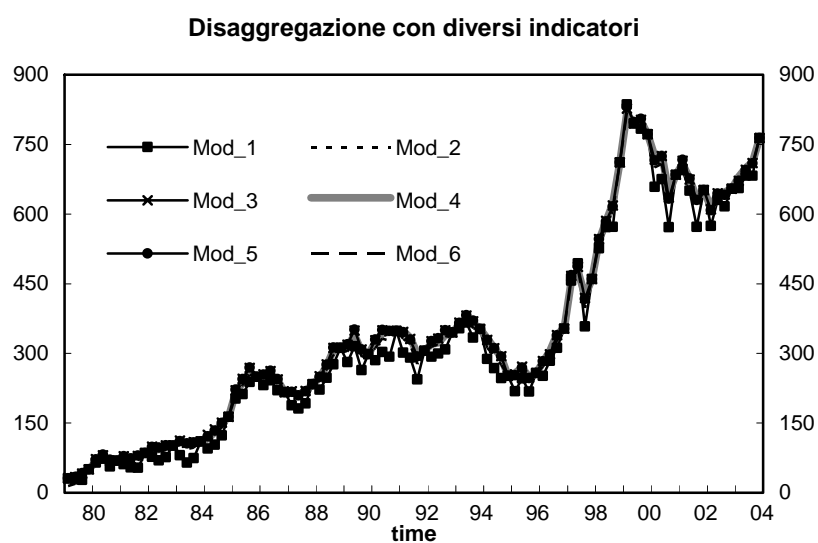
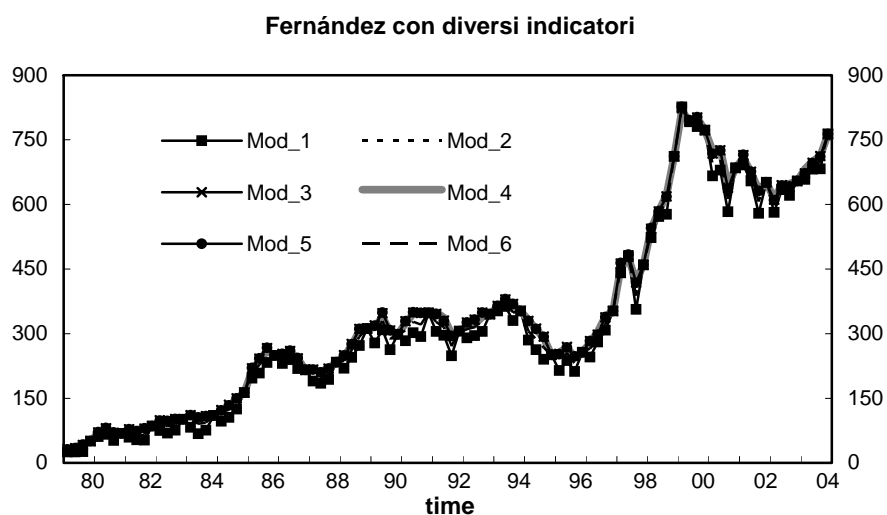


Fig. 2

Confronto tra diverse disaggregazioni temporali effettuate con il metodo di Fernández



Tav. 5

**Regressioni annuali per i depositi delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – DEPOSITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	450.19 (1.7)	181.777 (1.0)	684.929 (15)	176.507 (1.1)	-	-
INDBORSA	-4.9124 (-2.5)	-4.8841 (-3.3)	-3.7937 (-3.0)	-5.3335 (-3.6)	-.38105 (-.2)	1.2933 (-.7)
M2	-.0078 (0.0)	-	-	-	-	1.0562 (9.6)
CONFINFA	2.1619 (1.3)	3.2967 (2.9)	-	3.319 (3.1)	-	-
GBRATE	-.738 (-.3)	-	-2228.2 (-1.5)	-2059.8 (-1.3)	-1242 (-.5)	-
Constant	-127627 (-1.4)	-34323 (-1.0)	-46527 (-1.4)	-9316 (-0.3)	299912 (3.6)	-44188 (-0.8)
P	.911	.95	.97	.931	.99	.95
N.osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.979	.980	.966	.984	.15	.950
$\bar{R}^2$	.973	.979	.963	.981	.12	.946

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 6

**Regressioni annuali per i depositi delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – DEPOSITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	569.46 (1.6)	403.416 (1.6)	712.407 (8.2)	412.549 (1.7)	-	-
INDBORSA	-4.115 (-2.2)	-4.4707 (-3.1)	-3.9282 (-3.2)	-4.6562 (-3.2)	-2.3959 (-1.4)	-2.1056 (-1.2)
M2	-.0074 (-0.2)	-	-	-	-	.86541 (4.7)
CONFINFA	1.0492 (.5)	2.014 (1.3)	-	1.9636 (1.3)	-	-
GBRATE	-483.33 (-.2)	-	-1506.2 (-1.1)	-1430.4 (-.9)	-1250 (-.6)	-
Constant	-114253 (-1.4)	-23899 (-.9)	-20241 (-1.)	-12693 (-0.4)	9890.4 (0.3)	-25964 (-0.6)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N.osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.978	.973	.963	.976	.802	.947
$\bar{R}^2$	.972	.970	.960	.973	.794	.942

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 7****Regressioni annuali per i depositi delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – DEPOSITI					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-700.056 (-13.)	108.266 (9.)	-594.768 (-8.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	6.0305 (6.1)	2.2253 (3.2)	5.4602 (5.8)	3.2878 (12.)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	9.8718 (26.)	-	8.6759 (18.)	-	-
GBRATE		-	-1460.5 (-2.6)	-683.62 (-0.6)	1168.4 (2.6)	-
Constant	N.A.	13442 (1.5)	102.07 (0.)	17185 (1.3)	-8949.6 (-1.8)	N.A.
$\phi$		0.594	0.95	0.634	.99	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.990	.968	.990	.960	
$\bar{R}^2$		.988	.965	.988	.957	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 8****Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – TATTFIN					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1884.678 (-6.7)	-1844.242 (-12.)	2023.192 (10.)	-1755.98 (-8.9)	-	-
INDBORSA	22.463 (7.6)	14.14 (5.6)	24.874 (6.7)	14.158 (5.4)	34.921 (5.9)	31.54 (9.5)
M2	1.7033 (4.7)	-	-	-	-	3.4781 (15.)
CONFINFA	18.266 (9.8)	24.867 (24.)	-	24.265 (18.)	-	-
GBRATE	-528.76 (-0.1)	-	-6077.4 (-1.4)	-2003.7 (-0.7)	-4937.4 (-0.7)	-
Constant	-43152 (-.4)	40127 (1.6)	-162290 (-.9)	55451 (1.5)	854578 (3.4)	-432867 (-3.4)
$\rho$	.792	.713	.99	.752	.99	.97
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.998	.998	.955	.998	.893	.987
$\bar{R}^2$	.998	.998	.952	.998	.889	.986

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 9****Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – TATTFIN					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1633.64 (-3.0)	-1052.51. (-1.9)	1933.59 (7.4)	-1021.49 (-1.9)	-	-
INDBORSA	23.295 (8.2)	18.244 (5.8)	24.59 (6.8)	17.614 (5.7)	28.678 (6.0)	30.18 (9.4)
M2	2.2498 (4.9)	-	-	-	-	3.1947 (9.7)
CONFINFA	14.323 (4.7)	19.458 (5.9)	-	19.286 (6.1)	-	-
GBRATE	-1204. (-0.3)	-	-5504.2 (-1.3)	-4857.9 (-1.4)	-4711.5 (-0.8)	-
Constant	-70991 (-6)	-4580.6 (-0.1)	-118794 (-1.9)	33476 (0.5)	20660 (0.2)	-352531 (-4.9)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.998	.997	.955	.997	.890	.987
$\bar{R}^2$	.997	.996	.952	.996	.885	.986

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 10****Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – TATTFIN					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-700.056 (-13.)	108.266 (9.0)	-594.768 (-8.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	6.0305 (6.1)	2.2253 (3.2)	5.4602 (5.8)	3.2878 (12.)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	9.8718 (26.)	-	8.6759 (18.)	-	-
GBRATE	N.A.	-	-1460.5 (-2.6)	-683.62 (-0.6)	1168.4 (2.6)	-
Constant	N.A.	13442 (1.5)	102.07 (0.)	17185 (1.3)	-8949.6 (-1.8)	N.A.
$\phi$		0.594	0.95	0.634	0.99	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.999	.997	.999	.990	
$\bar{R}^2$		.998	.996	.998	.990	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 11****Passività delle imprese: statistiche per indicatori e serie da disaggregare**

<i>Statistiche descrittive</i>					
		media	stan. dev.	min.	max
Prodotto interno lordo a prezzi correnti	PILD	115123	113729	3037	344852
Investimenti fissi lordi	IMATD	13572	12058	482.64	37468
Tasso d'interesse sui prestiti	NTAIL	12.01	5.4	4.5	23.77
Prestiti delle imprese	PRESTITI	333724	433245	1960	1468737
Azioni emesse da imprese	AZIONI	418831	643998	1950	2322725
Totale passività delle imprese	TOT_PAS	943044	13308834	4299768	4299768

Nota: livelli espressi in milioni di euro.

**Tav. 12****Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1864.9 (-0.8)	-7711.3 (-1.2)	-	-9086.3 (-1.3)	-1046.4 (-0.4)	-2393 (-1.0)
INDBORSA	19.255 (7.7)	-	23.268 (9.1)	-	22.788 (7.8)	19.996 (7.9)
IMATD	10.364 (1.9)	12.943 (1.5)	-	-	-	17.815 (6.4)
PILD	1.034 (1.6)	1.858 (1.9)	-	-	-	-
GBRATE	-	1972 (0.3)	1016.2 (.3)	5305.9 (0.6)	-	-
Constant	-58862 (-0.9)	-5821.4 (-0.1)	191215 (1.8)	492897 (2.6)	232775 (1.701)	-26298 (-0.4)
$\rho$	.97	.950	.99	.99	.99	.97
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.958	.924	.946	.197	.940	.963
$\bar{R}^2$	.953	.915	.943	.157	.937	.960

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 13****Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1290.9 (-0.6)	-7554.2 (-1.3)	-	-8850 (-1.3)	-1017 (-0.4)	-1728.7 (-.8)
INDBORSA	19.095 (7.9)	-	21.568 (8.9)	-	21.228 (7.7)	19.535 (8.0)
IMATD	10.281 (1.9)	10.88 (1.3)	-	-	-	15.337 (4.0)
PILD	1.1596 (1.4)	2.1487 (1.6)	-	-	-	-
GBRATE	-	4524.2 (0.6)	1163.2 (.4)	5782.9 (0.7)	-	-
Constant	-18220 (-0.4)	23386 (0.4)	-13938 (-0.3)	38316 (0.5)	-26075 (-0.6)	-12264 (-0.3)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.956	.914	.945	.194	.940	.964
$\bar{R}^2$	.951	.904	.943	.154	.937	.961

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

**Tav. 14****Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-789.67 (-0.4)	40.776 (0.1)	-524.07 (-1.3)
INDBORSA	N.A.	-	4.9482 (26.)	-	4.9514 (20.)	4.6808 (6.9)
IMATD	N.A.	N.A.	-	-	-	1.3018 (2.9)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	45.096 (0.1)	49.886 (0.)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-5051.7 (-1.4)	18906. (2.9)	-5062.8 (-0.9)	-1539.6 (-.2)
$\phi$			.911	.99	.911	.871
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.983	.618	.983	.983
$\bar{R}^2$			.982	.588	.981	.981

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 15

**Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – PRESTITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	995.65 (1.0)	3678.2 (2.2)	-	2853.6 (0.8)	680.89 (0.3)	7.5474 (0.)
INDBORSA	-.66612 (-0.6)	-	3.0066 (1.6)	-	3.0525 (1.5)	.56819 (0.4)
IMATD	.79794 (0.3)	1.5444 (0.6)	-	-	-	13.556 (6.0)
PILD	2.2865 (6.8)	2.0952 (7.2)	-	-	-	-
GBRATE	-	-4509 (-2.1)	-788.33 (-0.4)	-4334.3 (-1.0)	-	-
Constant	-34133 (-0.6)	-29312 (-1.0)	260164 (3.4)	323063 (3.6)	282134 (3.1)	106386 (1.4)
P	.99	.97	.99	.99	.99	.99
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.979	.823	.030	.845	.970
$\bar{R}^2$	.969	.977	.817	-.019	.837	.968

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 16

**Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – PRESTITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	1063.1 (1.0)	3755.7 (2.3)	-	3007.5 (1.1)	682.18 (0.4)	190.04 (0.1)
INDBORSA	-.67364 (-0.6)	-	1.1589 (0.7)	-	1.4139 (0.8)	.20375 (0.1)
IMATD	.7982 (0.3)	1.483 (0.6)	-	-	-	10.88 (4.6)
PILD	2.3122 (6.0)	2.1935 (5.9)	-	-	-	-
GBRATE	-	-4081.4 (-2.0)	-736.66 (-0.4)	-4051.6 (-1.2)	-	-
Constant	-9711.2 (-0.5)	-8025.2 (-0.4)	5012.2 (0.2)	8273. (0.3)	238.51 (0.)	2163.8 (0.1)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.977	.729	.006	.791	.969
$\bar{R}^2$	.969	.975	.719	-.044	.781	.966

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

**Tav. 17****Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO – PRESTITI					
	mod_1	Mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-2197. (-2.7)	259.92 (1.8)	-230.29 (-1.6)
INDBORSA	N.A.	-	.7766 (11.)	-	.75532 (8.0)	-.30365 (-1.2)
IMATD	N.A.	N.A.	-	-	-	1.7833 (11.)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	407.47 (3.4)	2358.3 (2.5)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-2975.1 (0.)	10821 (4.3)	-1984.7 (-0.9)	2204.1 (-0.9)
$\phi$			.99	.99	.99	.931
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.992	.819	.990	.995
$\bar{R}^2$			.991	.805	.989	.994

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

**Tav. 18****Regressioni annuali per il totale passività delle imprese**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN - TOT PAS					
	mod_1	Mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1928. (-0.7)	-4368.2 (-0.7)	-	-7076.2 (-0.6)	-2139.4 (-1.2)	-4045.7 (-1.1)
INDBORSA	16.94 (5.6)	-	27.19 (5.7)	-	26.574 (4.9)	19.585 (5.1)
IMATD	10.781 (1.6)	12.919 (1.4)	-	-	-	38.124 (7.0)
PILD	4.9004 (5.3)	5.5384 (5.0)	-	-	-	-
GBRATE	-	-2646.2 (-0.3)	-2085.6 (.538)	-703.92 (-0.1)	-	-
Constant	-82187 (-0.5)	-50111 (-0.5)	626110 (3.1)	1023075 (3.5)	711426 (3.0)	218976 (1.2)
$\rho$	.99	.97	.99	.99	.99	.99
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.965	.912	.161	.902	.976
$\bar{R}^2$	.968	.960	.908	.119	.897	.974

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 19

**Regressioni annuali per il totale passività delle imprese**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ - TOT PAS					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1747 (-0.6)	-4163.1 (-0.7)	-	-6595.4 (-0.7)	-2122.2 (-.5)	-3599.6 (-1.1)
INDBORSA	16.904 (5.7)	-	22.478 (5.5)	-	22.335 (4.8)	18.765 (5.1)
IMATD	10.825 (1.7)	12.249 (1.4)	-	-	-	32.219 (5.5)
PILD	4.9064 (4.7)	5.6759 (4.1)	-	-	-	-
GBRATE	-	-959.21 (-0.1)	-1864.6 (-0.4)	211.91 (0.)	-	-
Constant	-19892 (-0.4)	20933 (0.3)	5046.2 (0.1)	60131 (0.6)	-12578 (-0.2)	5306.3 (0.1)
$\rho$	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.971	.962	.911	.163	.901	.976
$\bar{R}^2$	.968	.958	.907	.121	.896	.974

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 20

**Regressioni annuali per il totale passività delle imprese**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO - TOT PAS					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-3923.5 (-1.4)	702.38 (1.7)	-433.08 (-1.0)
INDBORSA	N.A.	-	4.4796 (21.)	-	4.4583 (16.)	2.9852 (3.9)
IMATD		N.A.	-	-	-	3.2671 (6.8)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	941.11 (2.6)	3431.4 (1.0)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-9475.9 (-2.4)	35349. (4.0)	-8572.1 (1.3)	-495.46 (-0.1)
$\phi$			.97	.99	.97	.931
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.992	.732	.991	.994
$\bar{R}^2$			.991	.710	.990	.992

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Banca d'Italia (2002), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali, Roma.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2000), *Guide to the Flow of Fund Accounts*, Board of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Bonci, R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Caruso, M. (2006), *Fluttuazioni del mercato azionario e domanda di moneta in Italia, 1913-2003*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 576.
- Chow, G.C. e A. Lin (1971), *Best Linear Interpolation, Distribution and Extrapolation of Time Series by Related Series*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 53, pp. 372-375.
- Engle, R. e C.W.J. Granger (1987), *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*, in "Econometrica", vol. 55, pp. 251-276.
- Fernández, R.B. (1981), *A Methodological Note on the Estimation of Time Series*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 63, pp. 471-476.
- Friedman, M. (1962), *The Interpolation of Time Series by Related Series*, in "Journal of the American Statistical Association", vol. 57, pp. 729-757.
- Gomez, V. e A. Maravall (1998), *TRAMO SEATS Instructions for the users*, Discussion Paper, n. 383, Banco de España.
- Guerrero, V.M. (1990), *Temporal Disaggregation of Time Series: An ARIMA-Based Approach*, in "International Statistical Review", vol. 58, pp. 29-46.
- Litterman, R.B. (1983), *A Random Walk, Markov Model for the Distribution of Time Series*, in "Journal of Business and Economics Statistics", vol. 1, pp. 169-173.
- Santos Silva, J.M.C. e F.N. Cardoso (2001), *The Chow-Lin Method Using Dynamic Models*, in "Economic Modelling", vol. 18, pp. 269-280.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. BRUNO

*Tommaso Di Fonzo\**

I metodi per la stima indiretta di serie trimestrali, a partire dal noto dato annuale, costituiscono una particolare applicazione di metodi più generali, sviluppati per ricavare da serie osservate a cadenza 'bassa' serie storiche aventi frequenza  $s$  volte più alta e coerenti con le osservazioni di partenza.

Nei metodi che fanno uso di indicatori di riferimento, il profilo trimestrale di una serie disponibile solo a cadenza annuale viene ricostruito con l'ausilio di informazioni trimestrali parziali e indirette, fornite da serie economiche correntemente disponibili e logicamente legate alla serie d'interesse.

Le ipotesi su cui si fondano tali metodi sono molto stringenti. Non sempre, infatti, le informazioni indirette e parziali di cui si dispone sono adeguate allo scopo. Inoltre, la nota serie annuale può essa stessa fornire valutazioni del fenomeno scarsamente attendibili, vanificando così anche un'eventuale elevata rappresentatività dell'indicatore. Può tuttavia darsi la situazione opposta, e cioè che, a fronte di informazioni di base adeguate, si faccia uso di metodi scarsamente affidabili. Ciò ha spinto numerosi autori a ricercare i modi più appropriati per usare le informazioni indirette fornite dagli indicatori nella riduzione a cadenza trimestrale di dati disponibili a cadenza annuale.

I metodi statistici utilizzati per la stima di serie storiche a cadenza infrannuale possono idealmente essere classificati in due grandi categorie: approcci che utilizzano metodologie e fonti analoghe a quelle utilizzate per la stima dei dati annuali (*metodi diretti*) e approcci statistico-matematici in cui si opera una disaggregazione temporale dei dati annuali (*metodi indiretti*).

La decisione di utilizzare l'approccio diretto dipende sostanzialmente dalla disponibilità alla cadenza temporale desiderata di fonti statistiche complete e paragonabili a quelle utilizzate a livello annuale. Molto spesso, infatti, la scarsità di informazioni dirette a cadenza

---

\* Dipartimento di Scienze Statistiche, Università di Padova.

infrannuale sui fenomeni di interesse impone l'uso di metodi matematici o statistici per la disaggregazione temporale dei dati annuali. Di questo importante problema – ben noto a chi ha, o ha avuto, a che fare con i conti economici trimestrali italiani – si occupa Bruno, presentando un'interessante applicazione ad alcune serie storiche dei conti finanziari, la cui disponibilità a cadenza trimestrale è particolarmente desiderabile per gli analisti economici.

L'attenzione di Bruno si concentra principalmente sui metodi *regression based*, che modellano l'andamento delle serie trimestralizzate sulla base della relazione, stimata econometricamente, esistente tra uno specifico indicatore e il corrispondente dato annuale. Tra tali metodi spicca quello di Chow e Lin (1971), che è particolarmente diffuso tra gli istituti di statistica di tutto il mondo<sup>1</sup> – e non soltanto per la stima dei conti trimestrali – a causa della sua semplicità d'uso e della sua robustezza in diversi contesti applicativi.

Punto di partenza dell'approccio in questione è la formulazione in termini di modello di regressione del legame esistente, a livello trimestrale, tra la serie da stimare e gli indicatori di riferimento. Il modello di regressione annuale si ottiene allora per aggregazione, e a partire da esso si possono ricavare le stime trimestrali desiderate, sotto forma di previsioni a minima varianza. La bontà del metodo di Chow e Lin dipende dunque essenzialmente dal buon accostamento esistente a cadenza annuale tra l'indicatore di riferimento e il dato da trimestralizzare.

Come è noto, la scelta a suo tempo fatta dall'Istat di adottare tale metodo per la stima dei conti economici trimestrali poggiava sul lavoro di revisione metodologica portato a termine nel 1985 da una commissione congiunta con la Banca d'Italia (Istat, 1985). Col passare del tempo, tuttavia, gli sviluppi nelle tecniche statistiche per la modellazione delle serie economiche e un'accresciuta capacità di valutazione critica delle ipotesi su cui la tecnica in questione si fonda, hanno favorito l'emergere di approcci più flessibili e/o alternativi, che hanno dimostrato in alcuni casi una maggiore stabilità dei risultati (revisioni minori).

Di questi aspetti si è occupata una commissione di studio dell'Istat, avente il compito di formulare proposte sulle strategie da utilizzare per la

<sup>1</sup> Si noti tuttavia che a livello di istituzioni internazionali l'approccio indiretto secondo Chow e Lin non trova unanime accoglienza. Se Eurostat (1999) lo approva e ne auspica la diffusione, tutt'altra opinione viene manifestata dall'International Monetary Fund (Bloem *et al.*, 2001).

disaggregazione temporale dei conti economici trimestrali, che ha di recente concluso i propri lavori<sup>2</sup>. Di fatto Bruno discute alcune di queste proposte, con lo scopo di valutarne la praticabilità e le differenze per ciò che attiene alle principali caratteristiche dinamiche delle serie stimate.

Il ben noto punto di partenza è che il risultato di Chow e Lin (1971) vale nell'ipotesi che sia nota la matrice di covarianza dei disturbi trimestrali del modello di regressione. Quando ciò non si dia, il che accade nella larghissima maggioranza delle situazioni reali, si pongono due problemi di non semplice soluzione e strettamente interrelati:

- (a) Come identificare il processo generatore dei disturbi trimestrali, posto che si dispone dei soli disturbi stimati con il modello di regressione annuale?
- (b) Come stimare in modo consistente i parametri che caratterizzano il processo generatore dei disturbi trimestrali a partire dal processo aggregato annualmente?

Idealmente, la versione stimata del modello disaggregato dovrebbe essere coerente con la specificazione suggerita dai dati (aggregati) disponibili, in base a un principio di *consistenza empirica* (Casals *et al.*, 2005) tra modello disaggregato (a frequenza alta) e modello aggregato (a frequenza bassa). Per gran parte delle tecniche, in particolare per quelle *regression-based*, il processo è invece esattamente opposto: il modello disaggregato viene *imposto* ai dati e il modello aggregato che consente di stimare i parametri si ottiene come meccanica conseguenza dell'aggregazione temporale; le stime vanno accettate così come sono, anche quando il modello aggregato stimato (nella forma imposta dal modello di base postulato) manifesta chiari problemi di adattamento.

Un altro elemento di debolezza è rappresentato dall'assunto di esogeneità dell'indicatore su cui tale approccio si basa. Grazie a esso, infatti, non sussistono particolari problemi per 'trasferire' la dinamica congiunturale dell'indicatore all'indicato. In molte situazioni concrete, tuttavia, indicato e indicatore sono variabili fortemente interrelate, caratterizzate semmai da nessi causali bidirezionali o, più semplicemente, soggette alle medesime influenze dell'ambiente economico da cui vengono generate. In casi del genere, l'uso di modelli di regressione, semplici o con

<sup>2</sup> Il seminario conclusivo in cui sono stati presentati i risultati della commissione si è tenuto a Roma il 3 novembre 2005 ([www.istat.it/istat/eventi/contieconomici3112005/](http://www.istat.it/istat/eventi/contieconomici3112005/)).

componenti dinamiche di qualche tipo, rischia di essere un'operazione forzata e, al limite, arbitraria.

Come è evidente, si tratta di questioni molto delicate, che nel caso della procedura di Chow e Lin, e più in generale delle tecniche che da essa direttamente discendono, vengono per lo più affrontate con semplificazioni motivate da ragioni pratiche e con argomentazioni euristiche.

Per ciò che riguarda le procedure di disaggregazione temporale di Fernández (1981) e Litterman (1983), che Bruno considera nel suo lavoro, valgono le seguenti osservazioni. Nel primo caso, anche grazie a una ovvia reinterpretazione del modello statistico su cui la procedura si fonda, è possibile apprezzare la semplicità concettuale della logica economica che il modello sottende, che trae ulteriore forza dalla possibilità di modellare i logaritmi. Per quanto riguarda il metodo di Litterman, invece, dai lavori della commissione dell'Istat sono emersi i limiti logici e statistici del modello, che è stato oggetto di approfondimenti teorici e di esperimenti di simulazione dai quali sono emerse debolezze non trascurabili, tali da sconsigliarne l'uso nella pratica di produzione corrente di serie trimestrali. Va anche detto che tali risultanze hanno trovato ulteriore conferma negli esperimenti di previsione in corso d'anno effettuati su varie serie di contabilità nazionale trimestrale italiana.

Quanto all'estensione dinamica del modello adottato per la trimestralizzazione proposta da Santos Silva e Cardoso (2001), Bruno si sofferma sulla formulazione matriciale classica del pertinente modello di regressione, che permette di evidenziare (i) le analogie, quanto meno formali, tra questa procedura di disaggregazione temporale e la formulazione standard delle procedure *Best Linear Unbiased* secondo Chow e Lin (1971), e (ii) le minori criticità dal punto di vista econometrico che caratterizzano questa procedura. Va comunque segnalato che per tale procedura è già disponibile una interessante rilettura in chiave di formulazione *state-space* del problema di disaggregazione temporale mediante indicatori di riferimento, che ne esalta la flessibilità e la possibilità di 'annidare' i modelli classici (tra cui quello di Chow e Lin) e, grazie a ciò, di derivare stringenti indicazioni sulla specificazione da adottare attraverso procedure inferenziali standard.

Quanto al metodo di Guerrero, l'ultimo che Bruno prende in considerazione nel suo lavoro, si tratta di una procedura di '*data-based benchmarking*', ossia una procedura di stima in due passi. Il primo comporta una stima preliminare della serie trimestrale. Il secondo consiste

in un aggiustamento delle stime, coerente con i noti valori annuali, sulla base di una matrice di covarianza degli errori desunta dal modello identificato e stimato per l'indicatore di riferimento. Interessante per la 'logica' che la sottende – è la dinamica trimestrale dell'indicatore di riferimento che guida l'utente nella ripartizione delle discrepanze tra stime trimestrali preliminari e dato annuale – tale procedura mostra tuttavia qualche debolezza nei casi in cui la modellazione automatica dell'indicatore non dovesse risultare adeguata.

Accanto alle questioni 'tecniche' fin qui trattate, non sembra inutile sottolineare una volta di più l'importanza di valutare sistematicamente la bontà dell'adattamento del modello sottostante la disaggregazione, utilizzando le usuali diagnostiche per serie temporali, segnatamente le innovazioni. Particolarmente rilevante risulta, inoltre, il monitoraggio in tempo reale della capacità previsiva al di fuori del periodo campionario, valutata con riferimento alla capacità di prevedere il valore totale dell'aggregato annuale.

Per concludere, e correndo il rischio che ogni schematizzazione porta con sé, sembra ragionevole ancorare la scelta di una procedura di disaggregazione temporale mediante indicatori di riferimento ai seguenti criteri operativi:

1. stabilità dei risultati (minimizzazione delle revisioni);
2. comportamento del metodo in estrapolazione (accuratezza delle previsioni in corso d'anno);
3. capacità di cogliere e replicare le caratteristiche cicliche, stocastiche e stagionali delle serie di riferimento.

In base a tali caratteristiche, semplici da definire, quanto delicate – ma non impossibili – da tradurre in indicatori di sintesi e in prassi operative, andrebbero giudicate le serie stimate da Bruno, in modo che l'utente possa giovare di una chiave di lettura efficace per scegliere tra serie stimate alternative.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Bloem, A., Dippelsman, R.J. e N.Ø. Mæhle (2001), *Quarterly National Accounts Manual. Concepts, Data Sources, and Compilation*, Washington DC, International Monetary Fund.
- Casals, J., Jerez, M. e S. Sotoca (2005), *Empirical Modeling of Time Series Sampled at Different Frequencies*, comunicazione presentata al 'Workshop on Frontiers in Benchmarking Techniques and their Application to Official Statistics', Lussemburgo, 7-8 aprile 2005.
- Chow, G. e A.L. Lin (1971), *Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution and Extrapolation of Time Series by Related Series*, in "The Review of Economics and Statistics", vol. 53, pp. 372-375.
- Eurostat (1999), *Handbook of Quarterly National Accounts*, Luxembourg, European Commission.
- Fernández, R.B. (1981), *A Methodological Note on the Estimation of Time Series*, in "The Review of Economics and Statistics", vol. 63, pp. 471-478.
- Guerrero, V.M. (1990), *Temporal Disaggregation of Time Series: An ARIMA-based Approach*, in "International Statistical Review", vol. 58, pp. 29-46.
- Istat (1985), *I conti economici trimestrali, anni 1970-1984*, Supplemento al Bollettino mensile di statistica, n. 12.
- Litterman, R.B. (1983), *A Random Walk, Markov Model for the Distribution of Time Series*, in "Journal of Business and Economic Statistics", n. 1, pp. 169-173.
- Santos, Silva J.M.C. e F.N. Cardoso (2001), *The Chow-Lin Method Using Dynamic Models*, in "Economic Modelling", vol. 18, pp. 269-280.

## **È POSSIBILE TENER CONTO DELLE PENSIONI FUTURE NEI CONTI FINANZIARI ?**

*Gabriele Semeraro\**

### **1. Introduzione**

Nell'attuale sistema dei conti nazionali e finanziari, basato sul *System of National Accounts 93* (SNA93), non vengono considerati gli impegni pensionistici futuri delle più importanti tipologie. Sono in particolare esclusi gli impegni degli enti previdenziali pubblici, così come i fondi occupazionali a ripartizione.

La *ratio* di tale trattamento è connessa al funzionamento dello schema pensionistico. I rapporti pensionistici di tipo privatistico sono riconosciuti dallo SNA93, poiché in essi l'assicurato versa dei contributi, e la sua controparte accantona delle corrispondenti riserve, destinate a finanziare la futura pensione. L'impegno è dunque simile alla sottoscrizione di una polizza del ramo vita, con il pagamento di una lump sum al momento della morte o pensionamento, o all'acquisto di quote di un fondo comune: tali forme di investimento sono entrambe riconosciute nel sistema dei conti. In tutti i periodi che precedono la liquidazione, è infatti possibile determinare, in modo non ambiguo, la posizione individuale dell'assicurato.

Considerazioni analoghe non valgono per gli schemi a ripartizione, in cui le pensioni correnti sono finanziate da contributi correnti e trasferimenti, piuttosto che dal rendimento di attività precedentemente accumulate e investite. Gli impegni del debitore non sono dunque "incorporati" in corrispondenti riserve o attività segregate, e non sono assimilabili ai tradizionali strumenti finanziari. Nei conti si riflette solo l'eventuale squilibrio di cassa derivante dal divario tra contributi ricevuti nel periodo corrente e pensioni corrisposte nello stesso periodo, senza alcun riferimento agli impegni relativi ai periodi successivi.

---

\* Le opinioni espresse nel presente lavoro sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente l'orientamento della Banca d'Italia. Si ringraziano: Luigi Federico Signorini, Rocco Aprile, Warren C. Sanderson, per utili commenti e punti di vista alternativi. La responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è esclusivamente dell'autore

Con le attuali regole, se un sistema a ripartizione è in disequilibrio strutturale (nel senso che sta accumulando impegni pensionistici non coperti da corrispondenti contributi), ma i contributi ricevuti nel corso dell'anno eguagliano le pensioni corrisposte, non si ha alcun effetto visibile sull'indebitamento netto. Anche se, in termini economici, fosse evidente da oggi, lo squilibrio diverrebbe visibile nei conti nazionali solo in futuro. Più in generale, il disavanzo attualmente visibile in termini di cassa potrebbe fornire una sottostima del reale squilibrio che risulterebbe da opportune misurazioni per competenza.

Una proposta per l'ampliamento della registrazione di impegni per pensioni future nel sistema dei conti nazionali, quindi nei conti finanziari e nell'indebitamento netto, è stata lanciata da un gruppo di discussione nell'ambito del processo di aggiornamento dello SNA93 (si veda United Nations, 2002, Pitzer, 2002), e discussa in gruppi di lavoro presso le principali sedi internazionali (Fondo monetario internazionale, OCSE, Eurostat, Banca centrale europea e Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti). L'obiettivo del presente lavoro è verificare le possibilità effettive di implementazione degli orientamenti sinora emersi, con particolare riferimento alla contabilità dei *flussi*, analizzandone le implicazioni dal punto di vista della coerenza statistica e dei possibili problemi di incentivo. *In quanto segue, la questione centrale non riguarda gli stock, bensì i flussi, e l'opportunità di modificare l'attuale nozione di deficit.*

Nella prossima sezione verranno esaminate e discusse le principali motivazioni economiche, statistiche e contabili per la modifica degli attuali criteri di misurazione, nonché lo stato dell'arte del processo decisionale. Si passa quindi a un'esposizione più dettagliata del modo in cui le pensioni vengono riconosciute nell'attuale sistema dei conti reali e finanziari, e dei metodi che si dovrebbero utilizzare per rendere effettive le proposte di modifica (sezione 3).

Nella sezione successiva si esamina la robustezza del nuovo metodo contabile, dal punto di vista della coerenza statistica, della dipendenza da parametri incerti, della sensibilità dei dati rispetto a operazioni non significative e delle possibilità di manipolazione. Sebbene molti argomenti abbiano natura più generale, particolare attenzione è dedicata agli aspetti di maggiore rilievo per i paesi europei, nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal Patto di stabilità e crescita. Nella sezione 5 viene analizzata la capacità che avrebbero le nuove regole – ove applicate propriamente – di rappresentare gli squilibri pensionistici e fornire i corretti

incentivi per l'adozione di riforme strutturali. La sezione 6 riassume le principali conclusioni del lavoro.

## 2. Perché introdurre le pensioni future nel sistema dei conti?

### 2.1 *Insegnamenti dalla crisi dei fondi aziendali a prestazione definita*

Le proposte per la misurazione delle passività pensionistiche future *non* sono una novità degli ultimi anni (per un esempio in ciascuno dei decenni precedenti, cfr. Franco, 1995; Castellino, 1985 e Feldstein, 1974), almeno nel contesto delle previsioni di spesa e dello stock di debito (ma non dei flussi correnti di contabilità nazionale)<sup>1</sup>. Il dibattito si riferiva prevalentemente alla possibilità di incorporare le pensioni future in un unico dato di stock corrente (da sommare, eventualmente, al debito), oppure alla possibilità di prevedere i futuri flussi di spesa senza riportarli finanziariamente a un'unica data (e senza incorrere in problemi di *discounting*). I flussi correnti rilevati dalla contabilità nazionale (in particolare, l'indebitamento netto e il saldo finanziario), pertanto, non erano coinvolti. La novità degli ultimi anni è invece il tentativo di registrare le pensioni future nel sistema dei conti *nazionali* e *finanziari*, sviluppando una opportuna contabilità di flusso in cui il costo implicito delle pensioni future viene sommato al disavanzo corrente (Lequiller, 2004; Oksanen, 2004; OECD, 2004).

Per comprendere i recenti sviluppi, occorre partire da quanto accaduto, negli ultimi anni, nell'ambito degli schemi pensionistici aziendali nei paesi anglosassoni. Negli Stati Uniti quasi il 40 per cento degli schemi pensionistici aziendali è del tipo a prestazione definita, in cui gli oneri e i rischi legati alle pensioni future gravano sul datore di lavoro. La percentuale è ancora maggiore nel Regno Unito (Spadafora, 2004), nonostante i recenti tentativi di winding up verso schemi a contribuzione definita, in cui il rischio finanziario è totalmente a carico del lavoratore. Dal 2001, l'andamento negativo dei corsi azionari, a fronte di impegni pensionistici dati, ha notevolmente peggiorato la solvibilità delle imprese e il rischio corso dalle banche creditrici. Inoltre, il rifinanziamento del deficit previdenziale ha ridotto le risorse disponibili per gli investimenti produttivi, con ricadute di rilevanza macroeconomica. Negli anni

<sup>1</sup> Cfr. anche Kotlikoff (1984) e Van den Noord e Herd (1993).

precedenti era accaduto l'opposto: l'andamento favorevole dei corsi azionari, determinando un notevole surplus previdenziale, aveva indotto le imprese a ridurre gli accantonamenti pensionistici (c.d. *contribution holidays*). Tra gli elementi che avrebbero favorito la sottovalutazione, molti concordano nell'attribuire un ruolo di rilievo all'incapacità delle preesistenti regole contabili di valutare correttamente gli impegni futuri.

A partire dal 2001 la graduale introduzione degli standard contabili FRS 17 e IAS<sup>2</sup>, che prevedono metodi armonizzati e "pessimistici" per la valutazione degli impegni pensionistici aziendali, ha reso evidente la reale fragilità finanziaria di numerose imprese degli USA e del Regno Unito. Ove fossero stati già in vigore, gli IAS relativi alla valutazione degli impegni pensionistici futuri avrebbero offerto ai finanziatori, e alle stesse imprese, una valutazione realistica e meno legata a transitori miglioramenti dei pagamenti per cassa. Nello stesso periodo, non solo nel campo delle pensioni, andava affermandosi la tendenza degli statistici e dei *national accountants* ad armonizzare il più possibile le regole della contabilità nazionale con i nuovi standard della contabilità aziendale.

Con queste premesse, è naturale chiedersi se i metodi contabili per la valutazione delle pensioni future a prestazione definita possano essere estesi al caso in cui il debitore non è un'impresa, ma è lo Stato (cfr. H.M Treasury, 2002; Blake, 2003). Così come la contabilità aziendale pre-IAS tendeva a sottostimare l'effettivo aumento di passività delle imprese, la contabilità nazionale potrebbe verosimilmente sottostimare il disavanzo dello Stato, nella sua qualità sia di datore di lavoro, sia di garante della *social security*. L'analogia fornita dagli IAS e dagli errori di valutazione dei fondi aziendali, in base a segnali distorti forniti dai semplici saldi di cassa, può in effetti considerarsi uno dei più validi elementi di pressione verso la modifica dell'attuale trattamento delle pensioni nei conti nazionali.

## 2.2 *Sostenibilità, sorveglianza di bilancio e competenza, operazioni straordinarie*

Lasciando da parte la coerenza con il trattamento degli schemi aziendali e limitando l'attenzione al solo ambito dei conti pubblici, un ruolo di rilievo deve attribuirsi alla crescente preoccupazione per le tematiche della "*ageing economics*". In numerosi paesi europei, tale

<sup>2</sup> IAS e FRS 17 non sono del tutto allineati. La differenza più significativa riguarda il "*corridor*" del dieci per cento per l'esenzione dall'obbligo di immediata registrazione dei *capital gain/loss*. Ai fini del presente lavoro i due standard possono considerarsi equivalenti.

preoccupazione è legata alla costante riduzione del rapporto tra forza lavoro e numero dei pensionati, in sistemi già caratterizzati da disavanzi di cassa (con alcune eccezioni di rilievo, come il Regno Unito)<sup>3</sup>. Negli USA, sebbene il sistema previdenziale sia in sostanziale equilibrio di cassa (attualmente, in surplus), la preoccupazione è legata allo studio delle misure per fronteggiare i disavanzi previsti nei prossimi decenni, a partire dal pensionamento dei *baby-boomers* della fine degli anni cinquanta; (si veda Diamond e Orszag, 2004). In tale contesto, la crescente domanda di statistiche armonizzate in grado di cogliere le passività future riflette da un lato l'incertezza sull'impatto complessivo dell'invecchiamento della popolazione (Disney, 2001), dall'altro la necessità di valutare gli effetti delle riforme pensionistiche<sup>4</sup>.

Nel caso dei paesi appartenenti all'Unione europea, alla preoccupazione per la vera e propria sostenibilità di lungo periodo si accompagna la costante attenzione per l'efficacia della “*budgetary surveillance*”, anche nel breve termine. Quest'ultima, per la parte relativa ai flussi, si basa sui conti nazionali reali e finanziari. In tale ambito, il tentativo di misurare le pensioni future può essere inquadrato nella più generale tendenza a estendere il campo di applicazione del principio della competenza economica. L'importanza di tale principio è legata all'opportunità di evitare che i governi possano trarre vantaggi contabili dal semplice “*rescheduling*” dei pagamenti relativi a impegni già sottoscritti. In effetti, molte delle più recenti (e più controverse) decisioni dell'Eurostat possono ricondursi, in ultima analisi, a decisioni sull'applicazione della competenza (si veda European Commission-DG ECFIN, 2005; Council of the European Union – Ecofin, 2005). La registrazione delle pensioni future può essere vista come il caso estremo dell'applicazione della competenza, non consentito dai regolamenti attuali, ma desiderabile in vista della revisione delle regole.

Un argomento strettamente correlato è legato al trattamento di operazioni straordinarie. I casi più noti hanno riguardato le operazioni France-Telecom in Francia, Daiko Henjo in Giappone e Belgacom in Belgio (cfr. Lequiller, 2004, Eurostat, 1997 e 2004. Al di là delle diverse

<sup>3</sup> Per un'ampia discussione relativa alla situazione europea, si veda ad esempio Castellino e Fornero (2003); si veda anche Economic Policy Committee (2003).

<sup>4</sup> La preoccupazione per l'andamento futuro della spesa pensionistica è ulteriormente rafforzata negli autori che sottolineano l'esistenza di un *trade-off* tra pensioni e altre forme di welfare che, in presenza di vincoli di bilancio, può indurre severe limitazioni della spesa sociale, a svantaggio delle fasce più deboli (Boeri e Perotti, 2002).

*technicalities*, le tre operazioni hanno in comune lo scambio di attività riconosciute dal sistema dei conti contro attività non riconosciute. Per esempio, per agevolare una campagna di privatizzazione, il governo assume gli impegni pensionistici dell'impresa nei confronti dei dipendenti, ricevendo come corrispettivo un pagamento di cassa. In ciascuno dei tre casi si sarebbe verificata un'operazione puramente finanziaria, in cui le passività pensionistiche nei confronti dei dipendenti sono state scambiate contro un pagamento lump-sum attuarialmente equivalente. Il sistema di regole attuali ha riconosciuto solo un lato dell'operazione (il movimento di cassa). Ciò avrebbe prodotto un artificiale miglioramento del saldo finanziario (indebitamento netto) del settore che ha acquisito le passività "nascoste" (si veda Lequiller, 2005). Il solo modo per evitare tali miglioramenti artificiali dei conti pubblici sarebbe il riconoscimento di *tutte* le passività pensionistiche nel sistema dei conti.

Esistono numerosi altri motivi di interesse per la misurazione delle pensioni future. Per esempio, introdurre la ricchezza pensionistica tra i regressori potrebbe migliorare la stima della funzione del consumo delle famiglie. L'intenzionale esclusione di tali argomenti consente di chiarire uno degli aspetti principali del presente lavoro. In realtà, i vantaggi derivanti da una qualche misurazione della ricchezza pensionistica possono considerarsi fuori discussione (si veda ad es. Attanasio e Brugiavini, 2003, Blake, 2002 e Blake e Orszag, 1999). L'oggetto del lavoro è stabilire se e con quale metodo si debba tener conto di tali misurazioni anche nei flussi della contabilità nazionale.

### 2.3 *Evoluzione delle regole*

Nell'ambito del processo di revisione dello SNA93, su richiesta del gruppo di lavoro di contabilità nazionale delle Nazioni Unite (ISWGNA), il Fondo monetario internazionale ha coordinato un comitato di esperti di vari paesi (*Advisory expert group*, o AEG), che ha avallato la proposta di nuove regole per la misurazione delle passività pensionistiche. La proposta prevedeva l'utilizzo di metodi attuariali per il riconoscimento degli schemi occupazionali a ripartizione operati da qualsiasi datore di lavoro, incluso lo Stato verso i propri dipendenti (De Rougemont, 2003). Il riconoscimento delle nuove passività si basava sull'estensione del concetto di "obbligazione costruttiva", previsto dallo IAS19. Si tratta della pubblica accettazione, per dichiarazione o per prassi, di responsabilità verso terzi, in grado di determinare valide aspettative. La proposta lasciava tuttavia invariata la situazione per i fondi operati dallo Stato nell'ambito della

*social security*. Tale proposta è stata presentata come un primo passo<sup>5</sup>, nella generale convinzione che fosse “troppo presto” riconoscere anche la *social security*.

A livello europeo, il *Committee on monetary, financial and balance of payments statistics* (CMFB) ha dato all'Eurostat l'incarico di studiare le possibili implicazioni del processo di revisione dello SNA, predisponendo opportune task force di esperti dei vari paesi. Fin dal primo documento, la task force coordinata dall'Eurostat ha rilevato l'importanza della revisione della SNA, sottolineando il possibile impatto sulle statistiche europee di finanza pubblica, basate sul manuale europeo SEC95. La task force ha da subito ribadito il carattere “essenziale” dell'allineamento tra il SEC95 e lo SNA: ciò in termini pratici implica l'impegno a modificare il SEC95, in caso di cambiamento dello SNA.

A sua volta la Direzione Statistica dell'OCSE ha rielaborato la proposta dell'AEG, predisponendo uno schema dettagliato per l'inclusione nei conti nazionali di tutte le passività pensionistiche, comprese quelle della *social security*. In tale schema, le varie voci relative a pensioni a ripartizione non sono contabilizzate in un conto separato, ma rientrano direttamente nella sequenza contabile che porta all'indebitamento netto. Per quest'ultimo, diventano prontamente disponibili due versioni: quella tradizionale, attualmente in uso, e quella modificata, comprensiva della passività future. Tale proposta può quindi considerarsi come il secondo passo verso l'inclusione di tutti i flussi pensionistici nell'indebitamento netto.

Dai gruppi coordinati dall'Eurostat è infine emersa (maggio 2005), in modo non unanime, una “posizione europea” (Lequiller, 2005), che prevede la registrazione di tutte le passività pensionistiche in uno schema obbligatorio, ma non compreso nel “core” dei conti nazionali (né, in particolare, nella sequenza che porta all'indebitamento netto). La discussione presso l'FMI è tuttora in corso, in attesa di raggiungere una conclusione definitiva nel 2006.

<sup>5</sup> “As a first step, the EDG proposal is restricted to employer schemes, because the benefit provided is clearly of a nature of a deferred compensation (in contrast to other pension schemes, such as those by social security) (...)” Eurostat (2004).

### 3. Il nuovo metodo: aspetti metodologici e statistici

#### 3.1 *Le pensioni future nel sistema dei conti*

Prima di descrivere le nuove proposte, è opportuno richiamare il trattamento attuale delle pensioni nei conti nazionali. Per semplificare l'esposizione, utilizzeremo il solo conto finanziario, senza ripercorrere l'intera sequenza dei conti nazionali. L'impatto sui conti reali (indebitamento netto) equivale al saldo del conto finanziario. Il conto finanziario registra i flussi di attività e passività in strumenti finanziari. I possibili strumenti finanziari sono sette: Oro e DSP (F.1), Circolante e depositi (F.2), Titoli e derivati (F.3), Prestiti (F.4), Azioni e partecipazioni (F.5), Riserve tecniche di assicurazione (F.6), Altri conti attivi e passivi (F.7). Ogni operazione che movimenta uno o più dei suddetti strumenti, detenuti o emessi da un settore, dà quindi luogo a registrazioni nel suo conto finanziario. Le operazioni puramente finanziarie (come la cessione di titoli in cambio di un pagamento di cassa) movimentano solo strumenti finanziari, per importi uguali e contrari, e non hanno quindi effetto sul saldo finanziario. Le operazioni reali (come la vendita di beni o servizi a fronte di un pagamento di cassa) modificano il saldo finanziario.

Le attuali regole contabili prevedono che gli impegni pensionistici vengano inclusi tra gli strumenti finanziari (tra le riserve tecniche di assicurazione, F.6) *solo per gli schemi con costituzione di riserve. Sono in ogni caso esclusi gli impegni degli enti previdenziali delle AA.PP*<sup>6</sup>. La tavola 1 riporta, a titolo di esempio, il pagamento di contributi ricevuto da un'impresa con un fondo a contribuzione definita per i propri dipendenti. Contestualmente al pagamento (F.2), il sistema dei conti riconosce la nascita di una passività finanziaria (F.6) dell'impresa per un pari importo. Si ha pertanto un'operazione puramente finanziaria, senza impatto sull'indebitamento netto (B.9).

<sup>6</sup> Nel caso in cui il governo operi in qualità di datore di lavoro, l'ultima versione del *Manual on Government Finance Statistics* del Fondo monetario internazionale (si veda FMI, 2001) ha previsto la registrazione delle passività pensionistiche. Anche in tale trattamento innovativo restano esclusi gli schemi della *social security*.

Tav. 1

## Fondo occupazionale a contribuzione definita

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		<i>Flussi attivi</i>	<i>Flussi passivi</i>
<b>F.2</b> (circolante e depositi)	Contributi versati dai dipendenti	+100	
<b>F.6</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Creazione di impegni pensionistici		+100
<b>B.9</b>	Saldo finanziario		0

Al momento del pagamento delle pensioni, si avrà nuovamente un'operazione finanziaria, con scritture esattamente opposte (esborso (-) di cassa, con riduzione di passività per un pari importo). Di conseguenza, l'effetto sul saldo finanziario sarà sempre nullo.

Nel caso della *social security*, invece, vengono riconosciuti solo i movimenti di cassa (F.2). Pertanto, il pagamento dei contributi migliora il saldo finanziario, mentre il pagamento delle pensioni lo peggiora. Il saldo sarà nullo solo se i contributi eguagliano le pensioni pagate nello stesso anno. Se una legge promette maggiori benefici senza disporre l'immediata copertura tramite maggiori contributi, lo squilibrio non è immediatamente visibile nell'indebitamento netto.

### 3.2 Le pensioni future nei conti finanziari

Sulla base di quanto prescritto dal gruppo di discussione FMI per le pensioni corrisposte dallo Stato in qualità di datore di lavoro, Lequiller (2004) ha proposto un metodo generalizzato che si applica anche allo Stato

in quanto responsabile della previdenza sociale<sup>7</sup>. I punti fermi sono: 1) l'abbandono della discriminazione in base alla presenza di riserve (o alla natura retributiva); 2) il riporto degli impegni futuri a dati correnti, mediante l'uso di metodi attuariali; 3) l'attribuzione delle passività nette così ottenute al responsabile dello schema pensionistico.

Sebbene il metodo sia piuttosto complesso, è possibile darne una spiegazione estremamente semplice utilizzando il solo conto finanziario. Senza conseguenze per la discussione successiva, assumeremo che alcune delle componenti considerate nella proposta siano nulle<sup>8</sup>. Consideriamo il caso di un sistema previdenziale *pay-as-you-go*, in cui esiste un'impresa privata. Lo Stato corrisponde pensioni per un importo pari a 11 e riceve contributi per 12,5. Una parte dei contributi (1,5) è a carico dei lavoratori, mentre la parte rimanente (11) è a carico dell'impresa. Assumiamo inoltre che, nonostante l'avanzo di cassa appena descritto, il sistema sia in disequilibrio e i contributi siano insufficienti rispetto all'aumento di pensioni future legalmente riconosciuto ai lavoratori: i contributi nozionali in grado di mantenere il sistema in equilibrio sono ipotizzati pari a 15,5 (3 in più rispetto ai contributi effettivamente incassati).

Nella prima parte della tavola 2 sono riportati i movimenti di cassa (F.2) corrispondenti alla riscossione dei contributi (A+B) e al pagamento delle pensioni (C). Si tratta di tutto ciò che è rilevato dal conto finanziario secondo le attuali regole. Il risultato è un accreditamento netto per 1,5.

La parte successiva riporta le ulteriori scritture che si avrebbero adottando il nuovo trattamento. Come visto nel paragrafo precedente, il riconoscimento di passività (o "quasi-passività") pensionistiche tra gli strumenti finanziari implica che i pagamenti di contributi (A+B) e pensioni (C) diventino operazioni puramente finanziarie: in contropartita della cassa, ci sono ora assunzioni e cancellazioni di passività in riserve tecniche di assicurazione (F.6X)<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> "My proposal is [...] to accept from the start an extension of the borderline to include the liabilities of social security." (Ibid., pag.5).

<sup>8</sup> In particolare, il termine relativo al "*property income*". Oltre a rispondere a esigenze di esemplificazione, tale scelta riflette scetticismo circa la possibilità attuariale di aggiungere tale voce al contributo nozionale per la previdenza sociale. Tale possibilità sembrerebbe richiedere il computo di "*second line reserves*" (per un commento attuariale, cfr. L'Appendice VI, a cura di John Walton, in De Rougemont, 2003).

<sup>9</sup> La lettera X indica che, per il momento, si tratta di un'estensione solo "per memoria" della voce F.6 (questo giustifica anche l'espressione "quasi passività"). Considerazioni analoghe valgono per B.9X, estensione per memoria dell'indebitamento netto B.9.

Tav. 2

**Impatto delle passività per pensioni future sull'indebitamento netto  
delle Amministrazioni pubbliche**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		Flussi attivi	Flussi passivi
<b>F.2</b> (circolante e depositi)	A) Contributi versati dai dipendenti	+1,5	
	B) Contributi versati dal datore di lavoro	+11	
	C) Pensioni corrisposte	-11	
	(B.9) <i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(+1,5)
<b>F.6X</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Assunzione di impegni verso dipendenti (=A+B)		+12,5
	Cancellazione di impegni verso pensionati (=C)		-11
	Aggiunta attuariale		+3
	(B.9S) <i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-4,5)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-3

Si ha poi un ultimo aumento di passività, chiamato “aggiunta attuariale”, che rappresenta l’assunzione di ulteriori passività pensionistiche non coperte dai contributi di cassa. Tale termine è definito come la differenza tra i contributi correnti e i contributi attuariali, che sarebbero in grado di mantenere in equilibrio il sistema. In questa parte del conto, si sarebbe potuto indicare direttamente il complessivo contributo attuariale di equilibrio (che abbiamo assunto pari a 15,5), senza dividerlo artificialmente in tre parti (i vari contributi e, per differenza, l’aggiunta attuariale). Si è proceduto in questo modo al fine di separare la componente che dà luogo a transazioni puramente finanziarie (i contributi che, come le

pensioni, si elidono con corrispondenti voci nella parte alta del conto) dalla componente considerata operazione reale.

Sommando agli strumenti finanziari già riconosciuti (F.2) le nuove passività pensionistiche (F.6X), si ottiene una nuova versione dell'indebitamento netto. Nell'esempio, grazie al cambiamento di definizione, il saldo passa da un avanzo di 1,5 a un deficit di 3, che sembra rappresentare meglio la situazione di squilibrio.

### 3.3 Implementazione dello schema di riferimento

I risultati del gruppo coordinato dall'FMI non presentano esplicitamente formule e metodi di calcolo generali, ma partono da esempi numerici a valle rispetto ai calcoli attuariali. Gli esempi numerici sono comunque riferiti a microdati, tipicamente la singola impresa. Considerazioni analoghe valgono per la discussione successiva e per il metodo proposto da F. Lequiller (OCSE) per l'estensione alla *social security*. Per facilitare la discussione nei paragrafi successivi, è opportuno impostare il metodo in un quadro più generale, avendo riguardo all'implementazione su dati aggregati.

Si consideri uno schema a ripartizione, senza precisare se si tratti di previdenza sociale o di un fondo aziendale. I beneficiari si dividono in dipendenti e persone già pensionate<sup>10</sup>. Per il generico dipendente tuttora in attività ( $j$ ), lo stock di benefici pensionistici futuri  $E_{t_0}^j$ , corrispondente agli impegni della sua controparte, può essere scritto come:

$$E_{t_0}^j = \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \cdot \gamma_{t_0+h}^j \alpha_{t_0+h}^j \quad (3.1)$$

$t_0$  = anno corrente,  $w_t^j$  = reddito pensionistico dell'individuo  $j$  al tempo  $t$ ;

$\gamma_t^j$  = probabilità per l'individuo  $j$  di ricevere una pensione al tempo  $t$ ;

$\alpha_t^j$  = prob. per l'individuo  $j$  di essere in vita al tempo  $t$ ;  $r$  = tasso di sconto

<sup>10</sup> In quanto segue, omettiamo per semplicità la trattazione esplicita della componente da inflazione (che può essere facilmente aggiunta senza alterare le conclusioni).

Nel caso di lavoratori già pensionati, la relazione è più semplice. Lo stock  $P_t^j$  di future prestazioni pensionistiche per il pensionato  $j$  è:

$$P_{t_0}^j = \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \alpha_{t_0+h}^j \quad (3.2)$$

Sia  $N_E$  il numero totale di occupati e  $N_P$  il numero complessivo di pensionati partecipanti allo schema. Si indichino inoltre, con  $\alpha$  e  $\gamma$  le due serie di coefficienti attuariali da cui si ottengono le sequenze di valori  $\alpha_t^j$  e  $\gamma_t^j$  per ciascun individuo. Per la popolazione data di lavoratori e pensionati, la valutazione complessiva dello stock di pensioni future  $S_{t_0}$  nel periodo  $t_0$  sarà pertanto:

$$S_{t_0}(r, w, \alpha, \gamma) = \sum_{j=1}^{N_E} \left( \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \gamma_{t_0+h}^j \alpha_{t_0+h}^j \right) + \sum_{j=1}^{N_P} \left( \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \alpha_{t_0+h}^j \right) \quad (3.3)$$

dove  $w_t = (w_t^1, w_t^2, \dots, w_t^{N_E}; w_t^1, w_t^2, \dots, w_t^{N_P})$  e  $w = (w_1, w_2, \dots, w_t, \dots)$

Il valore ottenuto nella (3.3) è lo stock di ricchezza pensionistica delle famiglie. Per ottenere il dato di flusso da registrare nei conti finanziari è necessario identificare e isolare le componenti da escludere dalla semplice variazione dello stock (gli *Other economic flows*, o OEF)<sup>11</sup>. Per esempio, l'effetto della variazione del tasso di riferimento può, in base alla (3.3), essere approssimato mediante l'espressione  $\frac{\partial S_{t_0}(r, w, \alpha, \gamma)}{\partial r} \cdot \Delta r$ , mentre espressioni analoghe valgono per l'impatto

<sup>11</sup> Nella contabilità nazionale, gli "Other economic flows" (OEF) identificano variazioni di stock non spiegate da flussi (transazioni). Gli OEF comprendono le *revaluations* e gli *Other changes in volume*.

degli altri parametri. Tuttavia, rielaborando le conclusioni raggiunte dal gruppo EDG (pp. 38-42), il flusso può essere direttamente ottenuto per confronto di due valori successivi della (3.3), imponendo la costanza dei parametri attuariali. Per esempio, nel caso di modifiche del tasso di sconto, si ottengono immediatamente le seguenti espressioni per la variazione di stock, il flusso e la rivalutazione, rispettivamente:

$$\Delta S_{t_0} = S_{t_0+1}(r_{t_0+1}, \cdot) - S_{t_0+1}(r_{t_0}, \cdot) \quad (3.4)$$

$$FL_{t_0+1} = S_{t_0+1}(r_{t_0}, \cdot) - S_{t_0}(r_{t_0}, \cdot) \quad (3.5)$$

$$OEF_{t_0+1} = \Delta S_{t_0+1} - FL_{t_0+1} \quad (3.6)$$

Il flusso definito dalla (3.5) individua esattamente l'incremento di futuri benefici guadagnato da lavoratori e pensionati durante il periodo contabile<sup>12</sup>. La procedura per ottenere il flusso è del tutto analoga in caso di variazione simultanea di più parametri. Si ricava prima il dato di flusso sotto ipotesi di invarianza di tutti i parametri attuariali. Si ottiene quindi l'*OEF* per differenza.

Riassumendo, a monte del lavoro statistico ci sono dati disaggregati di partenza simili a quelli già presenti nei modelli di previsione di spesa governativi, i cui risultati sono utilizzati e pubblicati in vari paesi. Considerando il tasso di sconto come determinato esogenamente (per i particolari si veda il prossimo paragrafo), la sequenza di flussi è riassunta in un unico stock aggregato, che è il solo nuovo dato da fornire agli statistici. Nel caso in cui gli attuari (o la normativa) modifichino dei parametri, allo statistico occorre un secondo stock, di confronto, ottenuto ricavando dal modello i nuovi dati in base ai parametri attuariali precedenti.

<sup>12</sup> Sebbene non vi sia una definizione formale, ciò che nella proposta di Lequiller è chiamato "*Actuarial addition*" non corrisponde al flusso definito dalla (3.5). Tale contributo deve necessariamente corrispondere, invece, alla differenza

$$FL_{t_0+1} - \sum_{j=1}^{N_E} C_j^E(t_0 + 1) - \sum_{j=1}^{N_F} C_j^F(t_0 + 1),$$

tra il valore attuale dei nuovi impegni futuri (3.5) e i contributi corrisposti nell'anno corrente (si è indicato con  $N_E$  e  $N_F$ , rispettivamente, il numero dei dipendenti e dei datori di lavoro; con  $C^E$  e con  $C^F$  i contributi versati, rispettivamente, dai dipendenti e dai datori di lavoro). Lo schema del paragrafo precedente è coerente con tale impostazione (cfr. Lequiller, 2004).

## 4. Problemi statistici e di misurazione

### 4.1 Come superare le difficoltà legate al tasso di sconto

I dubbi l'efficacia del metodo proposto sono stati prevalentemente legati all'incertezza circa le principali grandezze occupazionali e reddituali che compaiono nella (3.5), soprattutto nel caso in cui lo schema sia di *social security*. Tuttavia, l'argomento che sembra aver riscosso il maggior successo è legato alla dipendenza dei risultati dal tasso di sconto. I problemi sono due: da una lato l'arbitrarietà legata alla scelta iniziale del tasso di riferimento; dall'altro gli ampi effetti dovuti a semplici modifiche del tasso nel tempo, anche in assenza di assunzione o estinzione di impegni (*volatility*). Nel caso delle imprese, entrambi gli effetti erano esaltati dalla prassi contabile pre-IAS, che consentiva di scontare le passività mediante un tasso ricavato in base a una opportuna media dei rendimenti attesi delle attività del fondo (con buoni margini di discrezionalità nella valutazione di rendimenti, pesi e aspettative). Una volta stabilito il calcolo del tasso medio, si presentava il problema successivo (ampi margini di variazione nella valutazione degli impegni del fondo, dovuti al movimento dei prezzi delle attività). I nuovi standard contabili prevedono che alle passività sia in tutti i casi applicato il tasso di rendimento di una obbligazione a lungo termine con rating a doppia A e particolari caratteristiche. Ciò riduce drasticamente sia i margini di discrezionalità, sia la sensibilità all'andamento dei mercati. Sebbene vi siano state, tra gli stessi attuari, opinioni discordanti sulla superiorità di tale metodo, esso può oggi considerarsi largamente acquisito e comunque "esogeno" rispetto alla problematica statistica: l'operazione di sconto non dipenderebbe da scelte arbitrarie dello statistico<sup>13</sup>.

Ciò non è ancora sufficiente a eliminare i dubbi nell'effetto del tasso di sconto sui dati di stock, ma l'obiezione perde molta della sua efficacia nel caso dei flussi, grazie al particolare metodo di contabilizzazione proposto. Adottando lo schema di calcolo del paragrafo precedente, si vede subito che il flusso ottenuto nella (5.3) non può risentire della volatilità del tasso di interesse. La resistenza ai cambiamenti indotti dai movimenti nei tassi è una proprietà caratteristica del nuovo metodo. L'effetto della variazione dei tassi è eliminato dal dato di flusso e incluso negli "*Other economic flows*". Di conseguenza, tutti i saldi principali (reddito, risparmio

<sup>13</sup> Non si vede per quali ragioni il tasso debba essere diverso nel caso della *social security*. Cfr. comunque Mink e Walton (2005), p. 6.

e indebitamento netto) sarebbero immuni dai temuti problemi di volatilità indotta dai tassi (De Rougemont e Lequiller, 2004, pp. 3-4)<sup>14</sup>.

In realtà, le argomentazioni legate ai tassi continuano a costituire un ottimo motivo per l'esclusione delle pensioni future dal debito di Maastricht (stock)<sup>15</sup>. Tuttavia, il tentativo di adattare al caso dei flussi di contabilità nazionale è in contrasto con le caratteristiche del metodo proposto.

#### 4.2 Possibili incongruenze nel metodo "accrued-to-date"

Altre perplessità<sup>16</sup> hanno riguardato le ipotesi sull'andamento della popolazione (comunque considerato il dato meno difficile da prevedere; cfr. Mink e Walton, 2005) e la difficoltà di prevedere la componente occupata della popolazione e il relativo reddito.

In realtà, il metodo raccomandato non richiede tali previsioni. Rispetto alla data corrente, la valutazione degli impegni non parte dal futuro (ovvero da un'ipotesi sulle pensioni che saranno pagate in un numero ipotetico di periodi futuri e di pensionati); parte invece dal passato, considerando i soli diritti maturati, sino a quel momento, per un numero noto di soggetti iscritti alla *social security*. Il flusso è quindi dato dal "*present value of additional rights accrued (actuarially estimated) due to the work service delivered during the period*" (De Rougemont e Lequiller, 2004, p. 3). Esso corrisponde esattamente alla definizione di "*accrued-to-date liabilities*" (Franco *et al.*, 2004, p. 17).

Esistono tuttavia due ulteriori aspetti, legati ai contributi, su cui non ci si è soffermati nella discussione internazionale. Come si vede facilmente nella rappresentazione formale che abbiamo dato della proposta dell'OCSE

<sup>14</sup> Naturalmente, ci si riferisce solo all'effetto contabile della variazione del tasso di interesse nell'attualizzazione dei flussi futuri, non agli effetti diretti delle variazioni dei rendimenti correnti sul reddito (per gli schemi che hanno anche *asset*).

<sup>15</sup> Per un elenco degli argomenti contrari all'inclusione delle passività pensionistiche nel debito, si veda Fenge e Werding (2003), Franco (1995), Bohn (1992).

<sup>16</sup> "While population forecasts may to some extent be reliable, it is extremely difficult to make appropriate employment and income forecasts by institutional sector over a (very) long time horizon. The compilation of future entitlements based on such assumptions may have to be revised continuously and substantially. As a consequence, fiscal variables such as government deficit and debt would be surrounded by a high degree of uncertainty and be prone to manipulation." (Mink e Walton, 2005, p. 6).

(*supra*, par. 3.3), il metodo considera l'obbligo di pagare le pensioni future, ma ignora il diritto a ricevere i futuri contributi. Se la *ratio* per il nuovo trattamento è l'inclusione nel sistema dei conti delle "obbligazioni costruttive" (par. 2.3), non è affatto chiaro il motivo di tale asimmetria. I due obblighi (per pensioni e contributi) sono spesso previsti dalla medesima legge e hanno la stessa natura. Peraltro, dovendo distinguere tra i due, l'impegno sui contributi appare più vincolante, data l'asimmetria tra le due parti. Chi deve versare i contributi non ha infatti la possibilità di modificare unilateralmente la legge, a differenza della sua controparte.

## Tav. 3

**Aumento annuale delle pensioni future perfettamente finanziato  
dall'aumento dei contributi**

**Anno t**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		<i>Flussi attivi</i>	<i>Flussi passive</i>
<b>F.2</b>	Contributi incassati Pensioni corrisposte	+10 -10	
(B.9)	<i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(0)
<b>F.6X</b>	Ass.ne impegni vs dipendenti Canc.ne impegni vs pensionati Aggiunta attuariale		+10 -10 +1
(B.9S)	<i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-1)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-1

segue Tav. 3

## Anno t+1

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		Flussi attivi	Flussi passivi
<b>F.2</b>	Contributi incassati Pensioni corrisposte	+11 -11	
(B.9)	Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole		(0)
<b>F.6X</b>	Ass.ne impegni vs dipendenti Canc.ne impegni vs pensionati Aggiunta attuariale		+11 -11 +1
(B.9S)	Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche		(-1)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-1

A tale critica si potrebbe obiettare richiamando il punto di vista espresso, in altri contesti, da alcuni economisti. Per esempio Disney (2001) ha indirettamente espresso una visione coerente con il nuovo metodo, sostenendo che dalle pensioni future *non* vanno sottratti i contributi futuri dello stesso periodo; questi ultimi rappresentano infatti la base di ulteriori passività, di periodi ancora successivi. In tale visione, i sistemi retributivi sono di fatto assimilati a un sistema contributivo, in cui l'aumento di pensioni future è l'esatta contropartita dei contributi correnti. Tuttavia, limitando l'attenzione al particolare metodo proposto da FMI e OCSE, sembra che il tentativo di trattare gli schemi retributivi come se fossero contributivi possa dar luogo a dei paradossi. Nell'esempio della tavola 3 consideriamo il caso di un fondo a prestazione definita, il cui statuto prevede l'obbligo di mantenere l'equilibrio finanziario di cassa e il potere di adeguare anno per anno i contributi. Assumiamo che: (a) le pensioni e i diritti acquisiti crescano di pari passo e (b) i contributi vengano costantemente adeguati, in modo da garantire la copertura delle pensioni correnti.

Il vecchio metodo (saldo B.9) mostra in ciascun periodo un saldo nullo, che sembra riflettere adeguatamente la situazione. Il nuovo metodo mostra invece un *deficit in ciascun anno*, di interpretazione molto dubbia (almeno sotto il profilo della sostenibilità). Tale deficit sembra legato alla mancata considerazione dell'equilibrio tra prestazioni e contributi (sia di cassa, sia futuri). Non è però chiaro né il suo contenuto informativo, né la coerenza con il caso del sistema contributivo<sup>17</sup>. È facile ottenere lo stesso risultato contabile con un fondo in cui non c'è alcun obbligo, né alcun tentativo, di adeguamento dei contributi, e in cui si verifica disavanzo costante di cassa, con necessità di ricorso a finanziamenti esterni. Il fatto che il nuovo metodo possa trattare in modo identico situazioni sensibilmente diverse solleva dubbi sul vantaggio informativo della nuova nozione di deficit.

#### 4.3 Identificazione dei diritti maturati

Il secondo aspetto riguarda il caso in cui, data la natura a ripartizione dello schema, non si riesca a identificare con precisione l'anno di maturazione dei diritti pensionistici. La sola soluzione compatibile con il metodo "*accrued-to-date*" sembra essere il riconoscimento nei soli casi in cui esiste una relazione chiara, almeno tra gli anni di lavoro e la pensione (cosa che già accade in quasi tutti i paesi europei). Tale soluzione può apparire convincente, ma prepara il terreno per due potenziali difetti: uno economico, l'altro statistico. Nel corso degli anni, nei principali paesi europei, le riforme per il progressivo risanamento dei sistemi pensionistici si sono tipicamente tradotte in un'estensione del legame tra contributi e pensioni, pur senza alterare la natura *pay-as-you-go* degli schemi. Per esempio, sistemi in cui la pensione dipendeva dalle ultime retribuzioni sono stati progressivamente corretti aumentando il numero di anni di riferimento<sup>18</sup> (il caso limite è dato dal virtual funding puro, nella cui formula entrano i contributi dell'intera vita lavorativa). In un paese in cui aumenta il numero di anni su cui si estende il legame pensione/contributi, diminuisce l'età lavorativa minima per poter calcolare i diritti maturati, e

<sup>17</sup> Imponendo la stessa crescita nei contributi di un qualsiasi schema contributivo, il nuovo metodo garantirebbe saldo nullo in tutti i periodi.

<sup>18</sup> A parte l'ovvio caso dell'Italia, altri esempi sono forniti dall'adeguamento della SERPS britannica, l'adeguamento della pensione primaria e l'incremento del peso di ARRCO e AGIRC in Francia, ecc.

potrebbero aumentare le passività “misurabili” secondo il nuovo metodo<sup>19</sup>. Nel confronto del paese con sé stesso prima della riforma (ovvero con sistemi simili ma meno “virtuosi”), può quindi emergere un *disincentivo* a realizzare le riforme. Tale risultato è l’esatto contrario delle aspettative che hanno motivato la domanda di revisione delle regole contabili.

Sui problemi di incentivo economico torneremo con maggiore dettaglio nella sezione 5. Dal punto di vista puramente statistico e metodologico (seguito in questa parte) occorre limitarsi a rilevare un immediato problema di coerenza che discende dall’esempio appena visto. Non si vede alcun motivo per cui sistemi “*pay-as-you-go*” simili (come lo stesso paese prima e dopo l’aumento degli anni di riferimento) debbano essere trattati in modo diverso a causa di un semplice cambiamento nella “*award formula*”; e soprattutto non si vede alcun motivo per cui il cambiamento nella “*award formula*” (che di norma si accompagna a una *riduzione* dei futuri impegni del governo) debba risultare in un *aumento* dell’indebitamento pensionistico. A prescindere dai problemi di incentivo, sembra esserci un serio problema di qualità della misurazione.

Occorre infine aggiungere che la richiesta di un legame tra pensione e anni di lavoro è una condizione del tutto minimale. In realtà, anche in casi in cui esiste un preciso legame tra contributi (non anni) e pensioni, possono sussistere serie difficoltà per l’applicazione univoca del nuovo metodo. Considerando una pluralità di paesi, sembra che la nozione di diritti “*accrued-to-date*”, ben definita nella fase finale della carriera lavorativa, possa essere molto più ambigua negli anni precedenti. Laddove è facile calcolare la variazione di diritti corrispondente a un anticipo/posticipo sull’*ultimo* anno di lavoro, non è altrettanto facile determinare l’incremento di diritti che si acquisisce nei primi anni di lavoro.

Si consideri ad esempio il caso di una formula in cui, tra i termini utili per il calcolo della pensione, vengono richiesti il numero di anni di attività e la media delle migliori venti retribuzioni. Un soggetto ha lavorato per cinque anni, con retribuzioni diverse e crescenti. Con quali dati si calcolano i diritti *up-to-date*? Scartata l’ipotesi di riportare in avanti le cinque retribuzioni applicando un tasso di crescita, si potrebbero identificare i diritti acquisiti assumendo che il salario smetta di crescere,

<sup>19</sup> Ciò si è verificato anche in Italia, dopo le riforme pensionistiche degli anni novanta. Attualmente, per varie tipologie di lavoratori, l’INPS è in grado di calcolare gli impegni maturati sin dai primi anni dell’attività lavorativa.

eguagliando i dati successivi all'ultima delle cinque retribuzioni. Oppure, si può assumere che la attuale media raggiunta dal lavoratore sia la migliore. Un'altra ipotesi è calcolare la media uguagliando a zero tutte le retribuzioni successive. Infine, eguagliare la media alla peggiore delle cinque retribuzioni potrebbe sembrare un'ipotesi eccessivamente pessimistica, ma darebbe risultati generalmente migliori rispetto all'ipotesi precedente.

Con questo semplice esempio si intende solo richiamare l'attenzione su un aspetto: il fatto che il metodo "*accrued-to-date*" sia relativamente indipendente da ipotesi sul futuro<sup>20</sup> (popolazione, occupazione, ecc.) non significa che sia una funzione deterministica del passato. Il nuovo metodo non contiene una definizione di "diritti maturati" universalmente applicabile a tutte le situazioni. L'ovvia conseguenza è la possibilità di valutare i dati dello stesso paese in modo sensibilmente diverso, a seconda dell'interpretazione, con evidenti margini di discrezionalità o di manipolazione dei risultati.

#### 4.4 Significatività

Altri punti che meritano particolare attenzione sono l'arbitrarietà della linea di demarcazione tra tasse e contributi e le possibili incoerenze rispetto al trattamento delle altre componenti della spesa.

In sistemi a ripartizione, la classificazione degli importi come contributi, piuttosto che tasse, è largamente discrezionale. Quando non c'è un legame diretto tra i pagamenti ricevuti ed effettuati dallo Stato, e c'è inoltre evidenza sia di contributi non utilizzati per pagare pensioni, sia di pensioni non pagate solo attraverso i contributi, l'identificazione dei contributi può divenire una *fictio iuris* suscettibile di cambiare senza alcuna motivazione economica. A titolo di esempio, in Italia, nel 1995, si è verificata una riclassificazione di circa 4.5 punti tra tasse e contributi (che ha portato questi ultimi al 23,81 per cento della retribuzione). Ciò ha lasciato inalterati sia gli oneri complessivi per i datori di lavoro, sia, naturalmente, le spese e la sostenibilità complessiva. Se operazioni simili avessero impatto sull'indebitamento netto, i governi potrebbero facilmente ottenere benefici contabili del tutto ingiustificati in termini reali.

L'indebitamento netto corrispondente alla vecchia definizione non risente di tali operazioni "cosmetiche"; a prima vista, il nuovo

<sup>20</sup> In aggiunta rispetto alle ipotesi comunque incorporate nei coefficienti attuariali.

indebitamento netto potrebbe invece risentirne (la questione è stata sollevata in vari gruppi di lavoro sull'argomento). Mostriamo tuttavia nell'appendice che il nuovo metodo è in realtà robusto rispetto a questo tipo di operazioni non significative, e che *la nuova nozione di indebitamento netto, al pari della vecchia, non risente della riclassificazione tra tasse e contributi*.

Il punto sulla coerenza di trattamento tra diverse componenti di spesa si basa su una constatazione: non esiste differenza sostanziale tra le obbligazioni pensionistiche di un sistema a ripartizione e le obbligazioni legate alla spesa pubblica sanitaria (un accenno a tale punto si è avuto nel *Workshop OCSE "Accounting for implicit pension liabilities"*, ma non è stato sviluppato; cfr. Lequiller, 2004). In entrambi i casi:

- Il governo assume l'obbligo di erogare benefici negli anni successivi;
- L'"assicurato" paga degli oneri, che non sono in rapporto diretto con i benefici;
- Esiste in linea di principio un "contributo nozionale", pari all'importo che dovrebbe essere pagato a un'assicurazione privata per aver diritto ai benefici.

Se in base al principio delle obbligazioni costruttive si riconoscono nel sistema dei conti le future pensioni a ripartizione, nasce quindi una seria incoerenza rispetto ad altre rilevanti componenti della spesa. Se d'altra parte si cercasse di riconoscere nel sistema anche le *medicare liabilities* (anch'esse prive di legami con corrispondenti asset espliciti), non sarebbe più chiaro il punto di arrivo. Critiche di questo tipo sono emerse anche nella discussione del *Panel of external fiscal experts* del Fondo monetario internazionale (Aaron *et al.*, 2003).

## 5. Problemi di incentivo

### 5.1 Diritti acquisiti prima del cambiamento di metodo

In precedenza abbiamo discusso i soli aspetti di misurazione, per verificare la coerenza statistica del nuovo metodo prescindendo dai problemi di incentivo. In questo paragrafo e nel successivo (par. 5.2) prescindiamo dai problemi di misurazione, considerando ugualmente validi i due metodi sotto il profilo statistico e confrontandoli

esclusivamente in relazione ai diversi incentivi forniti. In accordo con lo scenario descritto nelle sezioni 1 e 2, *la valutazione si riferisce al seguente uso delle passività pensionistiche: utilizzare i dati di flusso per modificare l'attuale nozione di indebitamento, da utilizzare ai fini di una regola di bilancio con soglia fissa* (come la regola del tre per cento prevista dal Patto di Stabilità e Crescita).

Nel paragrafo 4.3 abbiamo già discusso un caso in cui, nonostante gli impegni pensionistici futuri si riducano, si ha un effetto contabile di aumento del disavanzo, secondo il nuovo metodo. Ciò dà luogo sia a problemi di coerenza nella misurazione, sia a problemi di incentivo. L'esempio nel paragrafo 4.3 era condotto in costanza di regole (assumendo che valga sempre il nuovo trattamento e considerando una particolare riforma pensionistica). Cerchiamo ora di valutare l'impatto di un cambiamento nelle regole, con il passaggio dalla vecchia alla nuova definizione di indebitamento netto.

Indichiamo con  $K(t)$  i diritti aggiuntivi maturati nell'anno  $t$ , con  $P(t)$  e  $C(t)$ , rispettivamente, le pensioni e i contributi pagati per cassa nello stesso anno;  $B.9(t)$  e  $B.9X(t)$  indicano i corrispondenti saldi finanziari, secondo la vecchia e, rispettivamente, nuova definizione. È possibile dimostrare le seguenti relazioni (si veda l'Appendice):

- L'effetto della voci pensionistiche su  $B.9(t)$  è  $C(t)-P(t)$ ;
- L'effetto sul nuovo  $B.9X$  è  $C(t)-K(t)$
- Il divario tra  $B.9X(t)$  e  $B.9(t)$  è quindi pari a  $P(t)-K(t)$

A titolo di esempio, consideriamo due paesi identici (A e B), in cui esistono due generazioni di lavoratori, con regimi pensionistici diversi: 1) una giovane, i cui componenti sono nella fase iniziale dell'attività lavorativa; 2) una anziana, i cui componenti sono prossimi alla pensione. Per la generazione più anziana, la pensione è totalmente retributiva; una volta raggiunta l'età pensionabile, i benefici sono essenzialmente determinati dalle ultime retribuzioni. Negli anni che precedono il raggiungimento dell'età pensionabile, le passività pensionistiche verso tale generazione sono già riconosciute dal sistema dei conti, sulla base del salario corrente. Per i giovani, una formula non perfettamente contributiva lega invece la pensione a tutti i contributi versati. Di conseguenza, anche in caso di costanza dei salari, le passività pensionistiche aumentano di anno in anno, contestualmente al versamento dei contributi.

In passato, prima dell'introduzione del nuovo metodo, entrambi i paesi hanno realizzato una riforma pensionistica, fissando un'età pensionabile più alta per entrambe le generazioni. Rispetto al paese B, il paese A ha limitato maggiormente le pensioni della generazione anziana. Assumiamo per semplicità che i salari dei lavoratori anziani ancora in attività rimangano costanti, in modo che, per tale generazione, la componente del flusso  $K$  sia nulla in tutti gli anni successivi alla riforma. Vi sarà invece una componente positiva di  $K$ , legata al progressivo versamento dei contributi da parte dei giovani. Poiché i contributi sono assunti uguali nei due paesi, anche il flusso complessivo  $K$  dovrà essere uguale.

Di conseguenza, nel confronto complessivo,  $P(t)-K(t)$  sarà maggiore nel paese B, che paga più pensioni a parità di flusso  $K$ . Dalla terza relazione richiamata, ciò significa che per tale paese lo scarto del nuovo saldo dal deficit tradizionale è più favorevole. Se ne trae una prima, diretta, conclusione: *il cambio di metodo premia il paese meno virtuoso. Non vale quindi l'analogia con quanto accaduto alle imprese introducendo gli IAS<sup>21</sup>. In quel caso, l'introduzione del nuovo metodo peggiorava univocamente i conti delle imprese meno avvedute negli anni precedenti.*

Ciò equivale a rilevare che il solo indebitamento netto non può sostituire il efficacemente contenuto informativo del dato di stock<sup>22</sup>.

## 5.2 Scheduling

Consideriamo ora un caso relativo a un solo paese, *in costanza di regole statistiche*: il nuovo metodo è già in vigore e il paese deve valutare l'impatto di due possibili riforme pensionistiche. Mostriamo che può esserci un incentivo permanente a rinviare gli effetti delle riforme.

Assumiamo nuovamente l'esistenza di una generazione giovane, i cui componenti sono nella fase iniziale dell'attività lavorativa, e di una generazione anziana, i cui componenti sono prossimi alla pensione. Dopo la riforma, come nell'esempio precedente, assumiamo per semplicità  $K=0$  per la generazione anziana, mentre i diritti della nuova generazione sono progressivamente acquisiti contestualmente al versamento dei contributi.

<sup>21</sup> Come osservato nel paragrafo 2.1, tale analogia era uno degli argomenti in favore dell'adozione del nuovo metodo.

<sup>22</sup> In caso di approvazione della proposta OCSE, l'indebitamento netto sarebbe il solo indicatore direttamente rilevante per le regole di bilancio a subire modifiche.

Le due riforme in esame prevedono una riduzione di diritti complessivamente simile, ma distribuita diversamente nel tempo. La prima riforma consiste nel ridurre allo stesso modo i diritti delle due generazioni. La seconda riforma prevede di riversare la maggior parte degli oneri sulla generazione giovane, *rinviano gli effetti della manovra*. Assumiamo che, nell'anno in cui viene approvata la riforma, la riduzione dei diritti della generazione anziana sia comunque in grado di mantenere l'indebitamento netto al di sotto della soglia prevista dalla regola di bilancio, per entrambe le riforme.

La tavola 4 fornisce un esempio che si applica a ciascuno degli anni che seguono la riforma, purché siano ancora corrisposte pensioni alla generazione anziana. Le colonne di destra mostrano il conto finanziario calcolato in ciascuna delle tre ipotesi (assenza di riforma, riforma 1 e riforma 2). Rispetto allo *status quo*, la riforma 1 prevede sia minori pensioni<sup>23</sup>, sia minore crescita dei diritti futuri ( $K$  passa da 13 a 12), a parità di contributi versati. La riforma 2 lascia quasi invariate le pensioni corrisposte alla vecchia generazione (da 16 passano a 15), riducendo maggiormente la crescita dei diritti futuri dei giovani (ciò risulta in un minore  $K$ ), a parità di contributi versati. Rispetto alla riforma 1, la 2 prevede quindi maggiori pensioni oggi a fronte di minori pensioni domani. Sebbene la riforma 2 costituisca un sostanziale rinvio della manovra al futuro, il differimento non solo non peggiora il saldo B.9X, ma addirittura lo migliora (naturalmente, considerazioni analoghe non valgono affatto per il tradizionale B.9).

Il principale motivo per cui la riforma 2, pur prevedendo maggiori uscite di cassa, non peggiora il saldo B.9X è mostrato dalle righe centrali della tavola 4 (il conto delle quasi-passività pensionistiche). In tale sezione, il pagamento di maggiori pensioni correnti apporta un beneficio contabile, perché viene interpretato come maggiore cancellazione di passività pensionistiche. *Ceteris paribus*, il fatto di pagare più pensioni *correnti*

<sup>23</sup> Gli effetti su  $P$  e  $K$  possono essere equivalentemente interpretati in termini di minore reddito, o in termini di innalzamento dell'età pensionabile.

Tav. 4

## Differimento degli effetti di una riforma

Strum.	Descrizione	Assenza di riforma		Riforma 1		Riforma 2	
		A	P	A	P	A	P
<b>F.2</b>	C) Contributi incassati	+10		+10		+10	
	P) Pensioni corrisposte	-16		-12		-15	
	(Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole)		-6		-2		-5
<b>B.9)</b>							
<b>F.6X</b>	Ass.ne impegni vs dipendenti =C		+10		+10		+10
	Canc.ne impegni vs pensionati =P		-16		-12		-15
	(Per memoria: contributo attuariale complessivo (K))		(13)		(12)		(11)
	Aggiunta attuariale = K-C		+3		+2		+1
	(Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche)		+3		0		+4
<b>B.9S)</b>							
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova definizione = B.9+B.9S)		-3		-2		-1

migliora il conto pensionistico (B.9S)<sup>24</sup>. La stessa sezione mostra un secondo aspetto, risultante dal tentativo di estremizzare l'applicazione della competenza. Si tratta della possibilità di *scambiare cassa corrente con promesse sul futuro*, lasciando inalterato il saldo pensionistico B.9S<sup>25</sup>. Per un paese già gravato da squilibri pensionistici e soggetto a un vincolo di bilancio sul B.9X, l'impressione è che questi aspetti del nuovo metodo

<sup>24</sup> Ciò non pone alcun problema di coerenza interna al nuovo metodo, ma può creare problemi di incentivo. Delle perplessità in tal senso erano state espresse anche da Franco *et al.*, (2004), in caso di estensione del metodo *accrued-to-date* ai flussi: "Pensions would be considered as loan repayment (...) An increase in contribution rates would, *ceteris paribus*, have no effect either on current or future deficits. (Ibid., p. 27)".

<sup>25</sup> Peraltro, con un *trade-off* controintuitivo: in caso di aumento delle pensioni correnti, per lasciare invariato il saldo pensionistico B.9S occorre *aumentare* (invece di diminuire) i diritti futuri.

*possano ampliare i margini di manovra*, piuttosto che indurre l'immediato perseguimento di misure di effettivo riequilibrio.

Una misurazione più accurata sarebbe fornita da uno *specifico conto pensionistico*, con la serie delle previsioni di spesa pensionistica per gli anni successivi (concetto estraneo all'ambito della contabilità nazionale), integrato dal *dato di stock*. In entrambi i casi discussi, il dato di stock avrebbe comunque fornito indicazioni più attendibili<sup>26</sup>. La potenziale distorsione di incentivi risulta invece dal tentativo di riassumere gli squilibri pensionistici all'interno della contabilità nazionale, modificando l'indicatore di *flusso* soggetto alla regola di bilancio "automatica": si tratta di un'idea buona (la nozione di passività pensionistica) utilizzata nel modo sbagliato.

### 5.3 Conseguenze

Nei paragrafi precedenti abbiamo mostrato esempi che sollevano seri dubbi sulla generale capacità del nuovo metodo di rappresentare adeguatamente gli squilibri pensionistici attraverso l'indebitamento netto e di fornire i corretti incentivi per l'adozione di riforme strutturali (cfr. Fenge e Werding, 2003)<sup>27</sup>.

Tenendo conto sia dei casi favorevoli discussi all'inizio della sezione 3, sia dei contro-esempi visti successivamente, sembra che il nuovo indebitamento netto sia più efficace nel cogliere gli squilibri mentre si stanno formando, senza attendere che il disavanzo si manifesti in termini di cassa. Tuttavia, sembra che la sua introduzione in paesi in cui lo squilibrio si è già manifestato possa non essere altrettanto efficace. Una ragione intuitiva si può trovare osservando che, al di là della complessità del metodo, si tratta di una questione di diverso "*time of recording*" degli stessi flussi. Su questo punto sembrano concordare anche gli autori del metodo:

<sup>26</sup> Il dato di stock sarebbe rimasto più alto nel paese meno virtuoso (primo esempio) e avrebbe contrastato l'indicazione derivante dal minor deficit nella scelta tra le due riforme, restando univocamente più basso negli anni successivi alla riforma 1 (secondo esempio).

<sup>27</sup> In un contesto diverso, nell'ambito delle misurazioni di stock, Franco *et al* (2004) osservano come l'entità delle passività per pensioni *unfunded* future potrebbe non implicare conseguenze univoche circa la sostenibilità o gli squilibri futuri (Ibid., p. 21 e sgg.). Sono quindi presentati e discussi un caso di differenza nelle passività pensionistiche (rispetto al PIL) a parità di sostenibilità e un caso in cui, nonostante un rilevante cambiamento nella sostenibilità causato da uno shock demografico, non si verifica differenza nelle passività pensionistiche relative al PIL.

*“In the long-term, and taking into account a whole cycle of pension debt creation and extinction, the cumulated deficit of the previous account and of this one are equal. The timing is however different, the last one giving a better picture in terms of structural deficit.”* (De Rougemont e Lequiller, 2004, p. 6).

Una chiave di lettura per comprendere l'apparente paradosso si ottiene ricordando la situazione degli USA, in cui la *social security* è correntemente in avanzo di cassa e l'avanzo sarà mantenuto per i prossimi due decenni. Tuttavia, molti economisti temono lo smantellamento della *social security* in occasione degli squilibri che si manifesteranno nei decenni successivi (Diamond e Orszag, 2004). Il nuovo metodo sembra appositamente disegnato per fronteggiare una situazione del genere: ove fosse applicato, trasformerebbe da subito l'attuale avanzo in disavanzo, fornendo un quadro più coerente con le preoccupazioni degli economisti.

Il punto è che, considerando quanto osservato sul *time of recording*, può darsi che non esista un metodo in grado di penalizzare simultaneamente gli USA e i paesi europei – ovvero chi è nella fase di creazione dello squilibrio, e chi è in quella di rientro, fornendo incentivi ugualmente validi rispetto alla semplice contabilizzazione di cassa.

Occorre infine rilevare che i controesempi che abbiamo presentato non dimostrano affatto la superiorità del metodo tradizionale rispetto al nuovo. Si è solo mostrato che esistono casi in cui le situazioni di squilibrio sono meglio rappresentate e penalizzate dal nuovo metodo, e casi in cui vale l'esatto contrario. Ciò sembra indicare, piuttosto che il vantaggio di un metodo sull'altro, la generale impossibilità di riassumere in un solo dato corrente (B.9 o B.9X) le informazioni che risulterebbero dalla *serie* storica di previsioni di spesa pensionistica<sup>28</sup> e dal dato di stock. Le distorsioni di incentivo che abbiamo discusso sembrano derivare dal tentativo di condensare troppe informazioni in un solo dato. Se l'obiettivo è misurare meglio gli squilibri pensionistici, senza creare artificiali distorsioni derivanti dal metodo di aggregazione, non è necessario rimanere nell'ambito della preesistente contabilità nazionale. Lo sviluppo di specifici conti pensionistici armonizzati potrebbe dare risultati migliori, rispetto a un cambiamento di definizione dell'indebitamento netto.

<sup>28</sup> La serie storica consentirebbe di valutare meglio le riforme pensionistiche, senza cancellare, peraltro, l'informazione sull'entrata in vigore degli effetti (cfr. la fine del paragrafo precedente).

## 6. Conclusioni

Dopo aver ripercorso nella prima parte le motivazioni implicite nelle attuali regole, e discusso le argomentazioni principali per la loro revisione, si può anzitutto concludere che esistono delle ottime ragioni per valutare una modifica del sistema dei conti reali e finanziari.

Dalla formalizzazione e da un esame del particolare metodo proposto da OCSE e FMI, attualmente discusso nelle sedi statistiche internazionali, occorre anche rilevare che molte delle obiezioni sinora avanzate non sono del tutto giustificate. Il metodo proposto sembra fronteggiare in modo efficace i problemi di discrezionalità e volatilità del tasso di sconto, e la sua implementazione pratica non richiede informazioni completamente nuove rispetto a quelle già utilizzate nei modelli di previsione della spesa pensionistica. Inoltre, il metodo non dipende direttamente da previsioni di lungo termine sulla popolazione o sul numero di occupati, essendo basato sulla formula *accrued-to-date*.

A fronte di tali vantaggi, il metodo presenta dei problemi di sensibilità rispetto a operazioni non significative. È sicuramente meno sensibile a operazioni straordinarie (del tipo Belgacom), ma è anche in grado di generare, partendo da situazioni simili, effetti completamente diversi sull'indebitamento netto. Altri dubbi riguardano le asimmetrie di trattamento rispetto alla spesa sanitaria e il ruolo dei contributi futuri, il cui trattamento può generare degli autentici paradossi. Infine, la formula *accrued-to-date* può essere ben definita per lavoratori prossimi alla pensione, ma può fornire notevoli gradi di libertà per tutti gli altri lavoratori.

Al di là di tali problemi di misurazione e di coerenza statistica, la nuova proposta solleva delle questioni di carattere economico, legate ai potenziali effetti di incentivo. Per un verso, ove fosse già in vigore, il nuovo metodo consentirebbe di cogliere gli squilibri pensionistici appena iniziano a formarsi. Per i paesi soggetti a regole di bilancio basate sull'indebitamento netto, ciò creerebbe un disincentivo immediato a riversare gli oneri delle riforme sulle generazioni successive. Tuttavia, la situazione cambia radicalmente quando, invece di essere stato già in vigore, il nuovo metodo deve essere introdotto in economie già gravate da squilibri. Il passaggio dal vecchio al nuovo deficit potrebbe *peggiorare* la posizione di un paese che aumenta la copertura delle pensioni tramite i contributi. Inoltre, il cambiamento di definizione potrebbe ridurre, invece di aumentare, l'indebitamento netto di un paese già in disequilibrio

pensionistico. Infine, un paese che tarda a introdurre una riforma pensionistica potrebbe essere avvantaggiato rispetto a un paese che la introduce prima.

Si è ricordata nel paragrafo 2.3 la diffusa opinione secondo cui sarebbe “troppo presto” per l’estensione del nuovo metodo alla *social security*. Dall’analisi svolta sembra che il nuovo metodo sia in grado di fornire gli incentivi corretti nella fase iniziale dello squilibrio: per esempio, in casi come quello degli USA, dove il disavanzo sarà visibile per cassa solo tra venti anni. Il metodo sembra invece fornire risultati opposti in sistemi in cui lo squilibrio si è già manifestato. In un certo senso, per molti paesi europei, si può dire che sia “troppo tardi”, piuttosto che “troppo presto”.

Una stima, per quanto approssimata, dell’andamento delle passività pensionistiche, fornisce sicuramente delle utili indicazioni (per una lista delle applicazioni, si veda Franco 1995, pag. 11). I dubbi riguardano l’opportunità di legare tali stime al calcolo dell’indebitamento netto utilizzato per le regole di bilancio europee. In tale contesto, sulla base degli esempi forniti, esistono anche seri dubbi sulla capacità del nuovo metodo di fornire i corretti incentivi per l’adozione di riforme strutturali. A tale fine, sembra essere più efficace la creazione di un conto pensionistico separato, insieme al miglioramento di altri indicatori, quali le previsioni della spesa in rapporto al PIL e dell’aliquota di equilibrio (concetti esterni al sistema dei conti nazionali)<sup>29</sup>. Non sembra invece che un indicatore aggregato quale l’indebitamento netto, insieme alla regola di bilancio basata su una soglia, sia in grado di fornire le indicazioni necessarie. Lo sviluppo di un’adeguata contabilità pensionistica potrebbe determinarsi più efficacemente in uno schema più analitico e separato dalla contabilità nazionale ordinaria.

---

<sup>29</sup> Secondo le linee indicate alla fine del paragrafo 5.2, il conto pensionistico dovrebbe includere il dato di stock che, in situazioni come quelle descritte nei due esempi, appare un indicatore più efficace dell’indebitamento netto modificato.

## APPENDICE

Tav. A1

**Indipendenza del nuovo indebitamento netto dalle modalità di finanziamento (attraverso tasse o contributi)**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		<i>Flussi attivi</i>	<i>Flussi passivi</i>
<b>F.2</b> (circolante e depositi)	C1) Contributi dai dipendenti	+1,5	
	C2) Contributi dal datore di lavoro	+11	
	P) Pensioni corrisposte	-11	
	T) Tasse versate dal datore di l.	+10	
	(B.9) <i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(+11,5)
<b>F.6X</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Assunzione di impegni verso dipendenti (=C1+C2)		+12,5
	Cancellazione di impegni verso pensionati (=P)		-11
	D) Aggiunta attuariale=K-C1-C2		+3
	(B.9S) <i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-4,5)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		=7

Consideriamo lo stesso esempio numerico fornito nel paragrafo 3.2, con la sola aggiunta di entrate per tassazione ordinaria (T) per un importo di 10, a parità di tutto il resto. In particolare, il contributo attuariale complessivo (che qui chiamiamo K), ricavato in base alla (3.3) secondo la definizione “*accrued-to-date*”, è ancora uguale a 15,5. Per memoria, la parte bassa della tavola A1 mostra il disavanzo pensionistico risultante dal nuovo trattamento. Il saldo finanziario complessivo (B.9X) è dunque pari

alla somma del saldo finanziario tradizionale (parte alta della tavola A1) e del nuovo saldo pensionistico.

Supponiamo che vi sia una riclassificazione tra tasse e contributi, in grado di lasciare inalterati gli oneri complessivi per l'impresa e le entrate dello Stato. Per esempio, le tasse si riducono di 4 (passando a 6) mentre i contributi aumentano per lo stesso importo (passando da 11 a 15). Naturalmente, ciò non ha effetto sul saldo finanziario tradizionale.

Passando alla parte bassa della tavola A1, i contributi complessivi devono aumentare di 4. Tuttavia, l'aggiunta attuariale D (che misura la differenza tra il valore attuale dei diritti aggiuntivi maturati nell'anno (K) e i contributi effettivamente pagati) si riduce esattamente per lo stesso importo. Pertanto, il saldo pensionistico (B.9S) resta invariato esattamente come il saldo finanziario tradizionale (B.9). L'indebitamento netto dato dalla nuova definizione ( $B.9X = B.9 + B.9S$ ) resta a sua volta inalterato.

Il risultato, non casuale, mostra una proprietà del nuovo metodo (ove applicato secondo le modalità che abbiamo chiarito). Il disavanzo pensionistico da aggiungere al saldo tradizionale è *univocamente determinato dalla differenza tra il contributo attuariale (diritti aggiuntivi guadagnati nell'anno) e le pensioni corrisposte per cassa (P). È quindi indipendente dalle modalità di finanziamento (attraverso tasse piuttosto che contributi)*. Valgono inoltre le seguenti proprietà:

- L'effetto sul B.9 attuale è C-P;
- L'effetto sul nuovo B.9X è  $(C-P) + (P-K) = C-K$
- Il divario tra B.9X e B.9 è quindi P-K

Pertanto, in un sistema virtualmente contributivo, con  $C=K$ , il B.9X è sempre nullo, a differenza di B.9. Inoltre B.9 risente della dinamica della popolazione, mentre B.9X ne è indipendente (dato che C e K sono riferiti agli stessi soggetti (i lavoratori attuali), mentre P no). Per il divario tra i due saldi, P si riferisce al periodo corrente, mentre K (pur essendo maturato nell'anno) si riferisce ai periodi futuri.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aaron, H., Barr, N., Bosworth, B., Disney, R., Holzmann, R., Gramlich, E., Palacios, R. e M. Petrie (2003), *Comments on 'Recognition of Government Pension Obligations'*, Nota presentata dal Gruppo "External Fiscal Experts of the Panel of the Fiscal Affairs Department", International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/>.
- Attanasio, O.P. e A. Brugiavini (2003), *Social Security and Households' Saving*, in "The Quarterly Journal of Economics", vol. 118, n. 3, pp. 1075-1119.
- Blake, D. (2002), *The Impact of Wealth on Consumption and Retirement Behaviour in the UK*, UBS Pensions Programme at LSE, Discussion Paper, n. 429.
- Blake, D. (2003), *Aspects of the Economics of Ageing: Call for Evidence*, Report to the House of the Lords.
- Blake, D. e M. Orszag (1999), *Annual Estimates of Personal Wealth Holdings in the UK since 1948*, in "Applied Financial Economics", vol. 9, pp. 397-421.
- Boeri, T., Börsch-Supan, A., Brugiavini, A., Disney, R., Kapteyn, A. e F. Peracchi (a cura di) (2001), *Pensions: More Information, Less Ideology: Assessing the Long-Term Sustainability of European Pension Systems: Data Requirements, Analysis and Evaluations*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.
- Boeri, T. e R. Perotti (2002), *Meno pensioni, più welfare*, Bologna, il Mulino.
- Bohn, H. (1992), *Budget Deficits and Government Accounting*, in "Carnegie-Rochester Conference. Series on Public Policy", n. 37, dicembre, pp. 1-83.
- Castellino, O. (1985), *C'è un secondo debito pubblico (più grande del primo)?*, in "Moneta e Credito", n. 149.
- Castellino, O. e E. Fornero (2003), *Pension Policy in an Integrating Europe*, Cheltenham, Edward Elgar.

- Council of the European Union (Ecofin) (2005), *Report of the Ecofin Council to the European Council, Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact*, Bruxelles, 21 marzo 2005.
- De Rougemont, P. (2003), *The Treatment of Employer Retirement Pension Schemes in Macroeconomic Statistics – The EDG on Pensions December 2003 Report*, Rapporto allo Intersecretariat Working Group on National Accounts delle Nazioni Unite, <http://www.imf.org/external/np/staueps/index.htm>
- De Rougemont, P. e F. Lequiller (2004), *Accounting for Implicit Pensions Liabilities: Proposals from National Accountants for a Change of SNA93/ESA1995*, Paper presentato all'OECD Workshop on Accounting for Future Liabilities, 4 giugno.
- Diamond P.A. e P.R. Orszag (2004) *Saving Social Security: A Balanced Approach*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Disney, R. (2001), *How Should We Measure Pension Liabilities in EU Countries?*, in Boeri *et al.*, (2001).
- Economic Policy Committee (2003), *The Impact of Ageing Populations on Public Finances: Overview of Analysis Carried Out at EU Level and Proposals for a Future Work Programme*, EPC/ECFIN/435/03/final, Bruxelles, ottobre.
- European Commission - DG ECFIN (2005), *The Sustainability of Public Finances Based on the 2004 Updates of Stability and Convergence Programmes*, note for the attention of the Economic Policy Committee, Bruxelles, 13 aprile.
- Eurostat (1997), *Eurostat Rules on Accounting Issues*, News Release, n. 10/97, 3 febbraio.
- \_\_\_\_\_ (2004), *Payments to Government by Corporations in the Context of the Transfer to Government of their Pension Obligations*, News Release, n. XX, 25 febbraio.
- Feldstein, M. (1974), *Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation*, in "Journal of Political Economy", n. 5, settembre-ottobre.
- Fenge, R. e M. Werding (2003), *Ageing and Fiscal Imbalances across Generations: Concepts of Measurement*, Cesifo Working Paper n. 842, gennaio.

- Franco, D. (1995), *Pension Liabilities – Their Use and Misuse in the Assessment of Fiscal Policies*, in “Economic Papers”, European Commission, n. 110.
- Franco, D., Marino, M.R. e S. Zotteri (2004), *Pension Expenditure Projections, Pension Liabilities and European Union Fiscal Rules*, paper presentato all’International Workshop on the Balance Sheet of Social Security Pensions, Hitotsubashi University, Tokyo, 1-2 novembre.
- Fondo monetario internazionale (2001), *Government Finance Statistics Manual 2001*, Washington DC.
- H.M. Treasury (2002), *Valuing the Unfunded Pension Liabilities of By-Analogy Schemes for FRS17*, (Rapporto Glicksman), agosto.
- Kotlikoff, L.J. (1984), *Economic Impact of Deficit Financing*, in “IMF Staff Papers”, vol. 33, pp. 549-581.
- Lequiller, F. (2004), *Lessons from the OECD Workshop ‘Accounting for Implicit Liabilities’*, OECD paper, Parigi.
- Lequiller, F. (2005), *Towards a Compromise for the New SNA*, OECD paper for the meeting of the Task Force on Employers’ Retirement Schemes scheduled for September 21-23, 2005.
- Mink, R. e R. Walton (2005), *Employer Retirement Pension Schemes*, Paper presentato al meeting del Financial Accounts Working Group del 10-11 giugno, <http://www.imf.org/external/np/sta/ueps>.
- OECD (2004), *Classification and Glossary of Private Pensions*, Parigi.
- Oksanen, H. (2004), *Public Pensions in National Accounts and Public Finance Targets*, European Economy Economic Paper, July.
- Pitzer, J. (2002), *The Treatment of Pension Schemes in Macroeconomic Statistics*, IMF Discussion paper, novembre.
- Spadafora, F. (2004), *Il pilastro privato del sistema previdenziale. Il caso del Regno Unito*, Banca d’Italia, Temi di discussione, n. 503, giugno.
- United Nations (2002), *Report of the Task Force on National Accounts*, (Rapporto per la trentatreesima sessione della Statistical Commission, 5-8 marzo), <http://unstats.un.org/unsd/default.htm>.

Van den Noord, P. e R. Herd (1993), *Pension Liabilities in the Seven Major Economies*, OECD Economics Department Working Paper, n. 142.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. SEMERARO

Elsa Fornero\*

1. Le promesse previdenziali di un sistema pubblico a ripartizione sono una grandezza fondamentale sia dal punto di vista delle famiglie, delle quali rappresentano la *ricchezza previdenziale*, sia per la Pubblica amministrazione, della quale costituiscono il *debito previdenziale*. Attualmente, però, né queste promesse, né, conseguentemente, la loro variazione, entrano nella contabilità finanziaria, la quale tiene conto soltanto dei movimenti di cassa, ossia dei contributi correnti, per le entrate, e delle pensioni correnti, per le uscite.

A partire da questa constatazione, il lavoro di Gabriele Semeraro analizza e valuta la proposta – discussa in gruppi di lavoro presso le principali sedi internazionali, come l'OCSE e l'FMI – di riportare, mediante l'uso di metodi attuariali, gli impegni futuri a valori correnti, e di attribuire le passività (nette) così ottenute al responsabile dello schema pensionistico, correggendone i flussi per la parte di competenza. Si tratterebbe pertanto di *rilevare* il debito pensionistico e di contabilizzarne le variazioni nei flussi finanziari: una questione, peraltro, che travalica il sistema contabile e che influenza i comportamenti, con conseguenze che vanno al di là del sistema pensionistico.

Il lavoro soppesa vantaggi e limiti della proposta, considerandone le conseguenze sulla trasparenza dei conti, sui possibili riflessi in termini di *budget surveillance*, sulla capacità di limitare l'uso di operazioni di finanza straordinaria a fini di “abbellimento contabile” e, infine, sul sistema di incentivi a riforme “virtuose”, atte a rafforzare la sostenibilità nel tempo dei sistemi previdenziali.

Poiché le conseguenze sui flussi finanziari discendono direttamente dalla nozione di *debito previdenziale*, e poiché quest'ultima è tutt'altro che universalmente accettata (lo stesso Semeraro nel suo lavoro non se ne mostra del tutto convinto), può essere opportuno iniziare questa discussione riprendendo brevemente questa nozione.

---

\* Università di Torino e CeRP.

2. *La nozione di debito previdenziale.* – Considerando un sistema pensionistico, in un dato istante si hanno (Castellino, 1985<sup>1</sup>):

- una popolazione di *pensionati*, ciascuno dei quali, di regola, non deve più assolvere a obblighi contributivi e che, in forza della sua storia passata, ha acquisito il diritto a un flusso vitalizio di pagamenti;
- una popolazione di *attivi*, ciascuno dei quali dovrà ancora versare contributi per un certo numero di anni, al termine dei quali entrerà nella popolazione dei pensionati. I diritti di ogni lavoratore dipendono in buona misura dalla sua storia passata, e quindi dai contributi da lui già versati<sup>2</sup>.

I diritti pensionistici già maturati verso l'insieme dei pensionati e dei lavoratori costituiscono un impegno dello Stato, a fronte del quale – se, com'è nella maggior parte dei sistemi pubblici, il sistema è fondato sulla *ripartizione* – non sono state accantonate riserve di sorta.

Castellino propone quindi tre diverse definizioni di debito pensionistico:

- i. valore attuale delle prestazioni promesse dalla legislazione vigente agli attuali pensionati e agli attuali appartenenti alle forze di lavoro, al netto dei contributi che, sempre secondo la legislazione vigente, i secondi dovranno ancora versare;
- ii. come in i), ma estendendo il calcolo a un orizzonte infinito, ossia sommando a i) il valore attuale delle prestazioni promesse ai futuri entranti nelle forze di lavoro, anche se oggi non ancora nati, al netto dei contributi che essi verseranno;
- iii. come in i), ma limitando, per contro, il calcolo al valore attuale dei “diritti acquisiti”, cioè alla somma delle prestazioni promesse agli attuali pensionati e della quota già maturata (*accrued*) delle prestazioni promesse agli attuali appartenenti alle forze di lavoro.

La definizione ii), che fa ricorso a ipotesi di *steady state*, è la più ampia, ma anche la più sfuggente, in quanto implica previsioni demografiche ed economiche le quali, essendo proiettate su un orizzonte infinito, possono essere discutibili sul piano del realismo. Essa potrebbe

<sup>1</sup> Per il concetto di debito previdenziale, il riferimento d'obbligo è Castellino (1985). Si vedano anche Beltrametti (1996) e Disney (2001).

<sup>2</sup> Si considera versata dal lavoratore anche la quota formalmente a carico del datore di lavoro.

però essere adottata – insieme ad altri indicatori di flusso ai quali si fa correntemente riferimento, come gli andamenti della spesa in rapporto al PIL e dell'aliquota di equilibrio – come *test della solvibilità del sistema previdenziale*: se le previsioni mostrassero che il debito tende progressivamente a salire in rapporto al PIL (o alla massa dei redditi soggetti a prelievo contributivo), se ne potrebbe dedurre che il “servizio” del debito previdenziale diventa a mano a mano troppo oneroso e quindi prima o dopo *insostenibile*. Si ritrova qui la nota rilevanza del tasso complessivo al quale salgono il PIL e l'insieme dei redditi ossia del valore di  $(n+g)$ : se il sistema promette un rendimento più alto del tasso implicito, il gettito contributivo non è – in atto e in prospettiva – sufficiente a finanziarlo.

La definizione iii), prevalente in letteratura, presenta un elemento di arbitrio rispetto alla i), non essendo univoca la definizione di “*quota già maturata*”. Tuttavia, in un regime di prestazioni finanziate a ripartizione ma determinate secondo principi di equivalenza attuariale, ossia in un sistema contributivo a capitalizzazione nozionale (*Notional defined contributions* o NDC<sup>3</sup>), la differenza tra i) e iii) si riduce, fino ad annullarsi allorché, nel caso i), lo sconto delle grandezze future avviene al tasso atteso di crescita del PIL. È appena il caso di ricordare come lo schema contributivo nozionale sia alla base della riforma italiana del 1995, peraltro caratterizzata da eccessiva lentezza di applicazione.

Adottando quest'ultima definizione, Castellino sottolinea l'analogia tra il *debito previdenziale* e il debito pubblico *tout court*, rappresentato da titoli: mentre il debito palese è sottoscritto mediante versamenti volontari, il debito previdenziale è “sottoscritto” (peraltro obbligatoriamente) mediante il pagamento dei contributi. Quanto alla dinamica, il debito palese potrà essere *estinto* mediante un eccesso di entrate sulle spese (inclusi, fra le seconde, gli interessi sul debito stesso), ma lo stesso accade per il debito pensionistico in presenza di un eccesso delle entrate diverse dai contributi sulle spese diverse dalle pensioni, o in presenza di finanziamento con debito palese. Per contro il debito potrà essere *rinnovato* attraverso nuove emissioni, ma lo stesso accade, per il debito pensionistico,

<sup>3</sup> Il sistema contributivo nozionale prevede il finanziamento a ripartizione di uno schema previdenziale per il resto funzionante in modo assai simile a un'assicurazione privata, con determinazione delle prestazioni secondo il principio di equivalenza attuariale tra contributi e prestazioni. Il tasso di rendimento dei contributi non è quindi arbitrariamente fissato dal legislatore, né determinato dal mercato finanziario, come accadrebbe nella capitalizzazione effettiva, bensì coincide con il tasso di crescita della massa retributiva o, approssimativamente, con il tasso di crescita del PIL, ciò che assicura (o quasi) l'equilibrio finanziario della ripartizione.

con la corresponsione dei contributi, giacché questa si accompagna alla promessa di nuove prestazioni future e quindi equivale all'emissione di nuovo debito<sup>4</sup>. Ne deriva l'importante conseguenza che il debito previdenziale sussiste indipendentemente dal fatto che il sistema previdenziale sia in equilibrio o in disavanzo.

L'analogia tra il debito palese e il debito previdenziale non è ovviamente perfetta, né completa. In particolare, il debito previdenziale non è negoziabile, e pertanto non è vulnerabile agli shock derivanti da variazioni del saggio di interesse. Tuttavia, se pure non strettamente equivalente al debito palese, non ne è nemmeno così diverso da poter essere ignorato quando si voglia una contabilità dei flussi finanziari che, più che non i movimenti di cassa, rispecchi gli impegni assunti dall'ente previdenziale, e la loro dinamica, o quando si voglia costruire uno stato patrimoniale del settore pubblico.

**3.** *Gli effetti del debito sulla contabilità dei flussi finanziari.* – Seguendo questa impostazione, la proposta esaminata nel lavoro di Semeraro considera il pagamento delle pensioni come rimborso di impegni preesistenti (e pertanto vede la relativa uscita di cassa “compensata” dalla riduzione del debito), mentre stabilisce che al saldo finanziario della Pubblica amministrazione concorrano, con segno positivo, l'incasso dei contributi e, con segno negativo, l'aumento delle passività (ossia del debito previdenziale).

In simboli, con il *metodo vigente* il saldo finanziario è pari a “contributi meno prestazioni”, ossia:

$$C(t) - P(t) \quad (I)$$

mentre con il *nuovo metodo* proposto il saldo finanziario sarebbe pari a “contributi meno l'aumento del debito pensionistico”, ossia

$$C(t) - K(t) \quad (II)$$

Mentre non muove obiezioni di principio al nuovo metodo, l'autore ne considera però non marginali i problemi di misurazione e di applicazione, e non necessariamente corretta la sottostante struttura di incentivi.

<sup>4</sup> Si suppone che il sistema continui a funzionare in base al principio di equivalenza attuariale, ossia che si tratti di un sistema contributivo, a capitalizzazione nozionale.

- a) Sotto il profilo della misurazione, va considerata, anzitutto, la forte sensibilità della misurazione al cambiamento delle ipotesi sottostanti. In particolare, sottolinea Semeraro, possono essere sensibili gli effetti della variazione, da un periodo all'altro, del tasso applicato allo sconto degli impegni futuri. La soluzione suggerita dall'autore – che appare del tutto ragionevole – è di scorporare tali effetti e di registrarli in una voce separata (*other economic flows*).
- b) Il metodo proposto considera l'obbligo di pagare le pensioni future, ma ignora il diritto a ricevere i futuri contributi. Secondo Semeraro, non è affatto chiaro il motivo di tale asimmetria. Tuttavia, se si accetta di considerare le promesse pensionistiche come un particolare tipo di debito pubblico, i futuri contributi rappresentano l'emissione di nuovo debito, e quindi non vanno dedotti nel calcolo dello stock. L'autore ribadisce la sua contrarietà in un diverso modo, proprio richiamando il funzionamento di un sistema NDC: se l'equivalenza attuariale garantisce che in quest'anno e in ogni anno futuro ci sarà equilibrio fra contributi e prestazioni, che senso ha mostrare uno squilibrio annuale? Secondo l'impostazione sopra formulata la risposta è che l'operazione ha senso così come ha senso accertare l'aumento del debito pubblico pur quando si sa che in futuro esso sarà sempre rinnovato. In altri termini, ha senso registrare un debito pur quando esso non presenti problemi di sostenibilità; ovviamente, il significato è anche maggiore in una situazione nella quale la discrepanza tra le pensioni promesse e i contributi pagati oggi è maggiore (come tipicamente accade in un sistema retributivo) di quella giustificata dal tasso  $n+g$ .
- c) Semeraro sottolinea poi le difficoltà di previsione. Ovviamente, queste non vanno sottovalutate, ma ci si deve domandare se un'approssimazione anche rozza non sia pur sempre meglio di una completa assenza di dati.
- d) Né va trascurata, secondo Semeraro, la sostanziale ambiguità della linea di demarcazione tra imposte e contributi. Il punto non pare limpidamente espresso dall'autore. In ogni caso: per i flussi correnti, il problema si pone anche con il vecchio metodo; per il calcolo del valore attuale delle grandezze future, se si adotta (come sopra descritto nella definizione iii) di Castellino e come fa Disney (2001) la soluzione delle *accrued liabilities*, né i contributi né le imposte rilevano, e quindi l'eventuale indeterminatezza della distinzione tra gli uni e le altre non inficia la bontà del metodo.

- e) Un ulteriore, importante elemento di debolezza del nuovo metodo consiste nella difficoltà di stabilire dei confini, ossia nell'inesistenza di una differenza sostanziale tra le obbligazioni pensionistiche e le obbligazioni (future) legate ad altre spese pubbliche, in particolare a quella sanitaria. Poiché il debito previdenziale misura il valore attuale di erogazioni future della Pubblica amministrazione, ci si può domandare perché non si debbano includere nel passivo dello stato patrimoniale di questo settore – con corrispondente variazione dei flussi – anche i valori attuali di altre erogazioni che la Pubblica amministrazione dovrà effettuare, quali le spese per la sanità pubblica o la giustizia o la sicurezza. L'osservazione è sicuramente fondata, ma non risolutiva. Infatti, benché tutte queste spese rientrino nelle aspettative dei cittadini e nei compiti irrinunciabili di uno stato moderno, fa anche parte delle regole del gioco che esse siano finanziate con entrate correnti, ossia con il gettito di tributi che verranno corrisposti "a fondo perduto", senza far nascere nei contribuenti la nozione di avere con ciò acquisito un diritto da esercitare in futuro. La differenza fondamentale tra il pagamento di questi tributi e il versamento degli oneri previdenziali sta dunque nel fatto che, nel secondo caso, l'individuo sa di pagare quello che è sostanzialmente un premio assicurativo, che fa nascere in lui il diritto di ricevere prestazioni pensionistiche future e nella Pubblica amministrazione il dovere di corrisponderle.
- f) Vanno inoltre considerati i problemi legati alla struttura di incentivi sottostante il nuovo metodo contabile. Semeraro muove qui un'obiezione sul piano delle possibili conseguenze dell'adozione del nuovo metodo, il quale condurrebbe al paradosso di premiare i paesi meno virtuosi nel fare riforme, oppure meno coraggiosi nell'applicarle. Semeraro considera, per esempio, il caso di due paesi, A e B, i quali attuano una riforma pensionistica riducendo le promesse; il paese A è tuttavia più severo di B con la generazione anziana. Dopo la riforma, entrambi i paesi adottano il nuovo metodo contabile. Poiché il saldo finanziario è dato, col vecchio metodo, dalla (I) e col nuovo dalla (II), la differenza tra il nuovo e il vecchio è (II) – (I), ossia:

$$C(t) - K(t) - [C(t) - P(t)] = P(t) - K(t) \quad (III)$$

Poiché A è stato più severo di B con gli anziani, nei primi anni successivi alla riforma B paga più pensioni,  $P(t)$  è più alto in B che in A, e quindi la differenza fra il risultato del nuovo metodo e quello del vecchio è maggiore (in senso algebrico: ambedue possono essere

negative) in B che in A. Questo sembra all'autore un paradosso. In realtà, lo *stock* del debito previdenziale (si ricordi che nella simbologia dell'autore K è la variazione di questo stock), al momento della riforma è stato per ipotesi ridotto più in A che in B. Il paradosso individuato dall'autore deriva dal fatto ch'egli guarda soltanto alle differenze (tra vecchio e nuovo metodo) future, ma non guarda (perché già avvenuta in passato, prima dell'adozione del nuovo metodo) alla riduzione dello stock.

4. *Un'innovazione positiva.* – Semeraro conclude esprimendo più dubbi che certezze a proposito dell'introduzione del nuovo metodo, basato sulla nozione di debito, di registrazione dei flussi finanziari di un sistema pensionistico. I vantaggi del nuovo metodo appaiono legati alla sua capacità di segnalare con anticipo gli squilibri del sistema, di aumentare la trasparenza di quest'ultimo, di ridurre le possibilità di manipolazioni contabili<sup>5</sup>. Per contro, i dubbi appaiono motivati da questioni metodologiche e di misurazione e, più ancora, dalla possibilità che il cambiamento nel metodo premi comportamenti meno virtuosi o che “arrivi tardi”, dopo che le riforme, all'insegna della sostenibilità, sono state fatte e quando già il sistema converge verso un maggiore equilibrio finanziario (dei flussi tradizionalmente misurati).

Semeraro sottolinea, in particolare, la preoccupazione che il passaggio al nuovo metodo possa peggiorare la posizione di un paese che aumenta la copertura delle pensioni tramite i contributi, giacché le prime sono estinzione di debito, mentre i secondi ne sono nuova emissione; e che, per contro, possa segnalare una riduzione dell'indebitamento netto di un paese in squilibrio. Considerando quest'ultimo caso, tuttavia, ciò segnalerebbe semplicemente che il paese paga pensioni (estingue debito) per importi superiori al nuovo debito creato: è quindi corretto che il saldo finanziario (rispetto al precedente metodo) migliori.

<sup>5</sup> Non meno che per il sistema pensionistico pubblico, il nuovo metodo è rilevante per i sistemi privati finanziati a ripartizione, com'è il caso, in Italia, delle casse dei liberi professionisti. Se ci si limita infatti a guardare ai dati di bilancio secondo la contabilità tradizionale, molte casse possono compiacersi di presentare un surplus, dovuto al forte numero di attivi in rapporto ai pensionati. Se però si introducesse una contabilità basata sul debito previdenziale, tale avanzo si dimostrerebbe fittizio e, trasformandosi in un disavanzo, cesserebbe di costituire un alibi per il mantenimento dello *status quo*. Fornendo uno strumento diagnostico più accurato, il nuovo metodo potrebbe pertanto indurre gli schemi pensionistici privati a superare le false illusioni generate da una contabilità un po' miope e a intraprendere riforme volte a correggere lo squilibrio nascosto.

In definitiva, nell'operazione di bilanciamento di vantaggi e svantaggi attesi dall'introduzione del nuovo metodo sembra possibile essere meno scettici di quanto non sia Semeraro. Pur se i suoi dubbi e le sue perplessità appaiono generalmente fondati, essi non sembrano inficiare la bontà, la lungimiranza e la significatività del nuovo metodo, qualità che discendono tutte dalla forza del concetto di debito previdenziale sul quale esso si basa. A parere di chi scrive il concetto è robusto e, pertanto, bene fanno le organizzazioni internazionali a proseguire lungo questa strada: una contabilità più trasparente e fondata su basi più solide non può che rappresentare un'innovazione positiva.

#### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Beltrametti, L. (1996), *Il debito pensionistico in Italia: significato, dimensioni e implicazioni*, Bologna, il Mulino.
- Castellino, O. (1985), *C'è un secondo debito pubblico (più grande del primo)?*, in "Moneta e Credito", n. 149.
- Disney, R. (2001), *How Should We Measure Pension Liabilities in EU Countries?*, T. Boeri, A. Börsch-Supan, A. Brugiavini, R. Disney, A. Kapteyn e F. Peracchi (a cura di), *Pensions: More Information, Less Ideology: Assessing the Long Term Sustainability of European Pension Systems: Data Requirements, Analysis and Evaluations*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.

# LA RICCHEZZA FINANZIARIA NEI CONTI FINANZIARI E NELL'INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE

*Riccardo Bonci, Grazia Marchese e Andrea Neri\**

## 1. Introduzione

Le principali fonti per la stima della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e delle sue componenti sono costituite dai conti finanziari (CF) e dall'indagine sui bilanci delle famiglie (IBF). Al momento le due fonti producono informazioni indipendenti e non immediatamente raffrontabili.

I conti finanziari dei settori istituzionali sono pubblicati trimestralmente dalla Banca d'Italia<sup>1</sup> e seguono le definizioni e i metodi stabiliti nel Sistema europeo dei conti (SEC95); serie coerenti con lo schema SEC95 sono disponibili a partire dal 1995. I dati di base per la compilazione del conto finanziario del settore delle famiglie, le cui unità non redigono un bilancio, sono tratti in ampia misura dalle segnalazioni statistiche di vigilanza delle banche e degli altri intermediari finanziari. Per alcuni strumenti finanziari, tuttavia, non sono disponibili informazioni dirette a frequenza trimestrale; le consistenze possedute dalle famiglie vengono quindi stimate ricorrendo, principalmente, al cosiddetto "metodo residuale". Un caso rappresentativo è quello delle "azioni e altre partecipazioni": noti il totale del passivo, desunto dai bilanci delle società, e le detenzioni degli altri settori, anch'esse tratte dai bilanci o da altre fonti dirette, quali ad esempio le statistiche della posizione patrimoniale sull'estero nel caso del settore "resto del mondo", l'ammontare in mano alle famiglie è ottenuto per differenza<sup>2</sup>. Un discorso analogo vale per i titoli (del debito pubblico o di imprese), per i quali solo una parte delle attività delle famiglie, e cioè quelle a custodia presso le banche e gli altri intermediari finanziari, può desumersi dalle segnalazioni statistiche di vigilanza senza ricorrere a procedure di stima; per la parte detenuta

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Desideriamo ringraziare Luigi Cannari, Giovanni D'Alessio, Andrea Generale e Luigi Federico Signorini per gli utili suggerimenti; Giacomo Cau e Massimo Coletta per l'ausilio fornito nelle elaborazioni sui conti finanziari. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

<sup>1</sup> Supplemento trimestrale al Bollettino Statistico "Conti finanziari".

<sup>2</sup> Tale approccio costituisce la procedura standard seguita per la stima del portafoglio di titoli e azioni delle famiglie anche nei conti finanziari di numerosi altri paesi.

direttamente si procede come per le azioni, attribuendo al settore delle famiglie i titoli sul mercato non in possesso degli altri settori. Le stime ottenute “a residuo” soffrono inevitabilmente di errori di misura più elevati, risentendo delle approssimazioni nei dati relativi a tutti i restanti settori istituzionali.

L'indagine sui bilanci delle famiglie è realizzata dalla Banca d'Italia a partire dal 1965 ed è condotta ogni due anni su un campione di circa 8000 famiglie, selezionate secondo uno schema a due stadi (comuni e famiglie), con stratificazione delle unità di primo stadio (comuni) secondo la regione e la classe di ampiezza demografica del comune.

In accordo con il piano di campionamento, a ciascuna famiglia viene attribuito un peso inversamente proporzionale alla sua probabilità di inclusione nel campione; i pesi vengono successivamente modificati sia per aumentare la precisione degli stimatori (correggendo gli eventuali problemi di copertura della lista e di mancata risposta), sia per allineare la struttura del campione a quella della popolazione per alcune caratteristiche note<sup>3</sup>.

Una quota consistente del campione (il 45 per cento nell'indagine relativa all'anno 2002) è rappresentata da famiglie *panel*, ossia già intervistate in occasione di precedenti rilevazioni. L'obiettivo principale dell'indagine consiste nel fornire un quadro approfondito della situazione economica e della ricchezza delle famiglie italiane, nonché delle relazioni tra le caratteristiche economiche e quelle socio-demografiche dei nuclei e della loro evoluzione nel tempo.

I dati utilizzati nel lavoro sono quelli dell'archivio storico (release 3.2 del dicembre 2004) e sono disponibili sul sito internet della Banca d'Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

Il presente lavoro, dopo aver posto su base confrontabile i singoli strumenti finanziari considerati nelle due fonti, si propone di analizzare le cause delle ampie discordanze che si osservano fra le rispettive stime. Lo sforzo preliminare di armonizzazione dei dati costituisce la peculiarità della ricerca, inquadrabile in un filone recente di letteratura rivolto al confronto tra i risultati delle indagini campionarie e le corrispondenti stime macroeconomiche: Antoniewicz (2000) e Eymann e Börsch-Supan (2002),

<sup>3</sup> I risultati dell'indagine sono allineati alle distribuzioni Istat per sesso, classe di età, condizione professionale, ampiezza comunale e area geografica di residenza degli individui.

ad esempio, hanno condotto analisi simili a quella che ci si prefigge con questo lavoro, rispettivamente per gli Stati Uniti e la Germania<sup>4</sup>.

Le differenze fra stime macro e stime campionarie della ricchezza finanziaria possono essere attribuite, in linea di principio, a una molteplicità di fattori, dei quali ci si propone di indagare il ruolo e l'importanza relativa.

Una prima causa va ricercata nelle differenze di natura definitoria, ossia nelle diverse definizioni del settore di riferimento, nell'insieme degli strumenti finanziari considerati e nei diversi criteri di valutazione di ciascun aggregato.

Dal lato delle fonti campionarie, inoltre, ogni indagine produce inevitabilmente errori legati alla natura stessa del procedimento di inferenza statistica (*errori campionari*). Gli errori di questo tipo vengono valutati misurando la precisione degli stimatori.

Ulteriori fonti di errore sono riferibili al processo di misurazione e di stima (*errori non campionari*). In generale, tali errori vengono distinti nelle seguenti tipologie (cfr. Cicchitelli, Herze e Montanari, 1992):

- errori di copertura, causati dall'incompletezza delle liste dalle quali le unità vengono estratte (*non coverage*);
- errori da mancate risposte di alcune unità estratte per la rilevazione;
- errori di misura intesi in senso lato, come discrepanze tra dati rilevati e dati effettivi. Tale situazione può verificarsi quando gli intervistati non ricordano (effetto memoria) o non desiderano rivelare quali strumenti possiedano (*non-reporting*) e/o il loro ammontare (*under-reporting*).

Studi specifici sono stati condotti per valutare, in particolare, l'effetto delle suddette cause sulle stime delle principali variabili rilevate nell'IBF<sup>5</sup>. Tali studi hanno confermato che le grandezze di fonte indagine sottostimano sia le componenti della ricchezza reale sia quelle della ricchezza finanziaria; per queste ultime, inoltre, il fenomeno risulta maggiormente accentuato.

<sup>4</sup> Antoniewicz (2000) confronta i dati della *Survey on Consumer Finance*, realizzata ogni tre anni dalla Federal Reserve, con i dati dei *Flow of Funds* per gli anni 1989, 1992, 1995 e 1998. Eymann e Börsch-Supan (2002) mettono a confronto i dati della *Income and Expenditure Survey*, condotta da *Statistisches Bundesamt*, con le stime aggregate della Bundesbank per il 1993.

<sup>5</sup> Cfr., fra gli altri, Cannari e D'Alessio (1990, 1992, 1993), Brandolini *et al.* (2002) e Biancotti, D'Alessio e Neri (2004).

Nei CF le principali fonti di errore sono rappresentate dagli errori di misura e, tra questi, dai potenziali errori commessi nel ripartire le consistenze degli strumenti finanziari tra i diversi settori istituzionali. L'importanza di simili errori, naturalmente, varia con lo strumento considerato, in relazione alle particolari caratteristiche dei dati elementari e alle differenze nelle metodologie statistiche adottate; ad esempio, è probabile che risultino più elevati quando la stima è effettuata a residuo.

Anche le stime macro, inoltre, sono potenzialmente affette da errori di tipo campionario, in quanto non tutte le fonti su cui si basano i CF hanno natura censuaria. In linea teorica, dunque, sarebbe opportuno considerare anche la variabilità di tali stime. Nei fatti, però, la complessa struttura dei CF e l'eterogeneità delle basi-dati utilizzate, rendono l'operazione estremamente complessa e praticamente non realizzabile. Si è comunque tentato di quantificare il grado di affidabilità dei dati macro prendendo come *proxy* la stabilità delle stime presenti nelle varie pubblicazioni dei CF (ovvero l'assenza di revisioni troppo grandi sui dati già pubblicati), come sarà descritto nel paragrafo 4.

Un altro importante fattore di divergenza, che tuttavia esula dal campo di analisi di questo lavoro, è legato alle diverse finalità informative delle due fonti. L'IBF si propone di fornire stime rappresentative del portafoglio della famiglia mediana rispetto alla distribuzione della ricchezza; i CF intendono misurare il valore aggregato di ciascuna voce della ricchezza finanziaria del settore: nelle stime macro, quindi, il peso delle famiglie più abbienti è maggiore che nei dati di fonte campionaria<sup>6</sup>. Se le scelte d'investimento delle famiglie più ricche sono significativamente diverse da quelle dei nuclei la cui ricchezza assume un valore mediano, ciò si rifletterà necessariamente in una diversa rappresentazione del portafoglio tra le due fonti.

La suddetta differenza non elimina i potenziali vantaggi che potrebbero scaturire da una riconciliazione fra CF e IBF. Da un lato i CF potrebbero essere utilizzati, almeno per gli strumenti misurati con ridotto margine di errore, come informazioni ausiliarie per migliorare le stime campionarie, ad esempio attraverso tecniche di calibrazione, ossia di modifica dei pesi utilizzati per il riporto all'universo. D'altro lato, le stime campionarie potrebbero essere impiegate per colmare, almeno in parte, le lacune presenti nei dati aggregati del settore famiglie.

<sup>6</sup> Sul punto si veda. Cannari, D'Alessio e Paiella (2004).

Il lavoro è strutturato come segue. Come primo passo viene disegnata la mappa delle corrispondenze tra l'impianto metodologico alla base dei conti finanziari (il SEC95) e quello dell'indagine, per quanto riguarda definizioni e concetti relativi agli aggregati che compongono la ricchezza finanziaria delle famiglie. Diventa così possibile identificare un insieme di strumenti, comuni alle due fonti, ricondotti a criteri di valutazione omogenei (par. 2). Per ciascuno strumento vengono quindi illustrate le differenze fra stime aggregate e stime campionarie (par. 3). Successivamente, sono presentati i risultati di un esperimento volto ad individuare il peso delle cause che spiegano le differenze fra le stime provenienti dalle due fonti (par. 4). Nel percorso seguito per i raffronti emergono alcuni aspetti dell'IBF e dei CF suscettibili di miglioramenti; si avanzano quindi primi suggerimenti in tal senso e si indicano i possibili vantaggi di un utilizzo integrato delle due fonti (par. 5). Si sintetizzano, infine, le principali conclusioni (par. 6).

## **2. La ricchezza finanziaria nei conti finanziari e nell'indagine sui bilanci delle famiglie**

Un passo propedeutico al confronto tra le stime della ricchezza finanziaria delle famiglie fornite dall'IBF e dai CF è quello della riconciliazione delle definizioni del settore e degli strumenti finanziari; per questi ultimi, inoltre, vanno uniformate le modalità di valutazione.

In generale, per riconciliare le due fonti si è agito principalmente dal lato dei CF, correggendo i dati fino al raggiungimento della coerenza con i criteri seguiti nell'IBF; la direzione dell'aggiustamento è stata determinata dal fatto che le informazioni più dettagliate, necessarie per il raccordo, sono presenti solo nei CF. La definizione del settore delle famiglie ha invece richiesto un aggiustamento in entrambi i sensi: i dati dell'IBF sono stati corretti per avvicinarli alla definizione ufficiale della contabilità nazionale e, allo stesso tempo, da quest'ultima è stato escluso il settore delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Nei paragrafi che seguono vengono illustrate nel dettaglio le strategie adottate per rendere omogenei il settore di riferimento, gli strumenti finanziari e i criteri di valutazione.

## 2.1 La riconciliazione del settore di riferimento

Nei CF (coerentemente con il SEC95 e così come indicato dall'Istat) il settore delle famiglie include le famiglie consumatrici, le famiglie produttrici e le Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISF)<sup>7</sup>. Le famiglie produttrici si identificano con quelle che svolgono un'attività non organizzata in forma societaria e, comunque, con un numero di addetti non superiore alle cinque unità. Nell'IBF, d'altra parte, oltre alle famiglie consumatrici sono comprese nel settore tutte le famiglie che svolgono un'attività produttiva, indipendentemente dalla forma societaria e dal numero dei dipendenti.

La situazione di partenza e gli aggiustamenti effettuati sono riassunti nella tavola 1.

**Tav. 1**

### Il settore famiglie nei conti finanziari e nell'indagine

Fonte	Famiglie consumatrici	Famiglie produttrici		Istituzioni senza scopo di lucro (ISF)
		Fino a 5 addetti	Più di 5 addetti	
CF	Si	Si	Si	Si
IBF	Si	Si		
Nel presente confronto	Si	Si		

Dal lato dei CF i dati sono stati depurati delle componenti imputabili alle ISF, ricorrendo a elementi di stima di entità variabile a seconda dei casi: per i depositi bancari, le obbligazioni ed i titoli di Stato italiani (tra le attività) e i prestiti bancari (tra le passività) si sono utilizzate informazioni dirette sull'ammontare detenuto dalle ISF, desunte dalle segnalazioni statistiche di vigilanza (pur disponibili solo a partire dal 1998); per il 1995 si è ipotizzato un peso delle ISF sul totale (ISF e famiglie in senso stretto) pari alla media degli anni 1998-2002 (calcolata per singolo strumento)<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. l'Appendice II.

<sup>8</sup> La scelta è stata supportata dall'osservazione che il peso delle ISF nei singoli strumenti si è mantenuto relativamente stabile negli anni per cui il dettaglio è disponibile.

In assenza di informazione diretta, per alcune voci si è scelto di applicare agli aggregati il peso assunto dalle ISF in strumenti finanziari simili (riportati tra parentesi) e per i quali tale dettaglio è invece noto. Si è proceduto in questo modo per i conti correnti postali (assimilati ai c/c bancari), i buoni postali fruttiferi (assimilati ai BOT), le azioni e quote di fondi comuni italiani, le obbligazioni estere (obbligazioni italiane) e i titoli di Stato esteri (titoli di Stato italiani).

Infine, anche in considerazione della natura *non-profit* delle ISF, si sono ipotizzate nulle le attività di queste istituzioni in titoli esteri diversi dai titoli di Stato (azioni, partecipazioni e altri titoli emessi da non residenti), in crediti commerciali e in riserve tecniche di assicurazione.

I risultati, riportati nella tavola A2, indicano che l'importanza delle ISF è del tutto marginale: il loro peso sul totale (famiglie e ISF) è inferiore al 2 per cento quando si guarda al totale delle attività finanziarie; la quota è leggermente superiore (intorno al 3 per cento) per i depositi e le passività finanziarie.

Dal lato dell'IBF, invece, la disponibilità di informazioni dirette sul numero dei dipendenti ha reso possibile escludere dal calcolo delle grandezze finanziarie le componenti possedute dalle famiglie produttrici con più di cinque addetti, consentendo l'avvicinamento alla definizione propria dei CF senza alcun ricorso a ipotesi di stima.

## 2.2 *L'identificazione degli strumenti finanziari da confrontare*

Le componenti della ricchezza finanziaria disponibili in ciascuna delle due fonti e i relativi criteri di valutazione sono sintetizzati nella tavola A1, in Appendice. Come si vede, le classificazioni adottate presentano un diverso grado di dettaglio e in qualche caso coprono fenomeni diversi. Gli strumenti finanziari posti a confronto nel lavoro sono elencati nella tavola A3.

La ricchezza detenuta sotto forma di contante (biglietti e monete) è stata esclusa dall'analisi, per l'impossibilità di ricavare dall'indagine un ammontare direttamente paragonabile a quello dei CF<sup>9</sup>. Altri strumenti

<sup>9</sup> La parte del questionario che potrebbe essere utilizzata per stimare l'ammontare detenuto dalle famiglie in biglietti e monete è quella in cui si chiede "Di solito, che somma di denaro avete in casa per le normali esigenze della famiglia?" Tale domanda però fornisce una stima media dell'ammontare posseduto nel corso dell'anno che non è immediatamente confrontabile con la stima dei CF riferita a fine anno. La scelta di escludere biglietti e monete dall'analisi della (continua)

sono stati esclusi per la non disponibilità del dato nell'una o nell'altra fonte: è questo il caso dei prestiti alle cooperative e del TFR<sup>10</sup>, dal lato delle attività, e dei debiti commerciali, nonché di quelli verso le altre famiglie, dal lato delle passività.

Ulteriori correzioni hanno riguardato le assicurazioni vita, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali.

Nell'IBF non viene attualmente chiesto agli intervistati il montante complessivo accumulato in fondi pensione e assicurativi; vengono però chiesti i premi pagati annualmente e l'anno in cui sono iniziati i versamenti: la consistenza ad una certa data è stata dunque ricostruita a partire da tali informazioni.

I dati sulle gestioni patrimoniali, per i quali si prevede una domanda esplicita nell'IBF, non sono pubblicati in evidenza separata nei CF, dove le varie poste sono incluse nei singoli strumenti d'investimento. Per tale ragione, la stima campionaria è stata attribuita agli strumenti in base alla composizione media del portafoglio delle Società di gestioni patrimoniali rilevata nei vari anni (dati pubblicati nel Bollettino Statistico della Banca d'Italia).

### 2.3 *La riconciliazione dei criteri di valutazione*

I criteri generali seguiti per la registrazione degli strumenti finanziari nei CF sono quelli del valore di mercato (con l'eccezione di depositi e prestiti) e della competenza economica (in contrapposizione alla registrazione per cassa).

La valutazione di mercato richiede che la valorizzazione degli strumenti finanziari rifletta in ogni momento la loro effettiva quotazione e tenga quindi conto delle variazioni di prezzo dovute, ad esempio, ai movimenti dei tassi d'interesse (ciò accade in particolare per i titoli di Stato e le obbligazioni). La registrazione per competenza, ossia nel momento nel quale si manifesta il diritto alla prestazione economica, indipendentemente

---

ricchezza delle famiglie è stata adottata anche in altri studi (cfr. Brandolini *et al.*, 2003; Guiso, Haliassos e Jappelli, 2002).

<sup>10</sup> La consistenza del TFR non può essere agevolmente stimata a partire dall'indagine in quanto la stima richiederebbe per ciascun dipendente informazioni sul numero di anni in cui ha lavorato nella sua ultima occupazione e il valore lordo degli stipendi percepiti in tale periodo. Dall'indagine sono invece disponibili i redditi netti. Inoltre, manca ogni indicazione del TFR pagato dalle famiglie ai propri collaboratori domestici.

dal fatto che ad esso sia effettivamente associato un movimento di cassa, comporta, tra l'altro, la contabilizzazione degli interessi nel momento della loro maturazione, sotto forma di reinvestimento nel relativo strumento finanziario<sup>11</sup>.

## Tav. 2

### La valutazione degli strumenti finanziari nelle due fonti (raggruppati per categorie)

Strumenti	CF	IBF (e usata nel confronto)
Depositi	valore nominale + ratei d'interesse	valore nominale
Titoli di Stato	valore di mercato + ratei d'interesse	valore nominale
Obbligazioni	valore di mercato + ratei d'interesse	valore nominale
Azioni	valore di mercato	valore di mercato
Prestiti	valore nominale + ratei d'interesse	valore nominale

Entrambi i fattori sono motivo di differente valutazione rispetto all'IBF. La tavola 2 sintetizza il metodo di valutazione di alcune macro-categorie di strumenti finanziari nelle due fonti poste a confronto.

Per uniformare la valutazione delle attività e delle passività finanziarie si è intervenuti unicamente sulle consistenze dei CF, riconducendole ai criteri di valutazione propri dell'IBF.

Poiché si utilizzano dati a frequenza annuale, per alcuni strumenti, quali i depositi bancari (in conto corrente e a risparmio), i conti correnti e i libretti di deposito postali, la valutazione per cassa coincide, almeno in linea di principio, con quella per competenza: alla fine dell'anno, infatti, gli interessi vengono effettivamente contabilizzati e pertanto anche gli intervistati dovrebbero includere tale componente negli ammontari dichiarati. Sulla base di questa ipotesi non sono state apportate correzioni alle consistenze dei CF.

Nel caso dei certificati di deposito e dei buoni fruttiferi postali, invece, gli interessi vengono contabilizzati solo alla scadenza: i dati dei CF

<sup>11</sup> Nel caso dei titoli di Stato, in particolare, la registrazione per competenza si applica sia alla cedole in corso di maturazione sia agli scarti all'emissione.

sono quindi stati considerati al netto dei ratei, rendendo il criterio di valutazione omogeneo con quello dell'IBF.

Per i titoli di Stato e le obbligazioni la valutazione dei CF, originariamente al mercato, è stata ricondotta al nominale. Pare infatti ragionevole assumere che, nel rispondere al questionario, gli intervistati dell'indagine valutino tali attività al valore nominale e al netto degli interessi maturati ma non accreditati, di non facile determinazione da parte delle famiglie<sup>12</sup>.

Per quanto riguarda il valore delle azioni e delle quote di fondi comuni, si è ipotizzato che la valutazione nell'IBF sia, così come nei CF, ai prezzi di mercato: in questo caso non è stato dunque apportato alcun correttivo alle due fonti.

Il valore dei prestiti di fonte CF, infine, è stato ricondotto al valore nominale detraendo i ratei di interesse.

### **3. Le componenti della ricchezza finanziaria netta a confronto**

Il confronto fra stime aggregate e stime campionarie è realizzato da due punti di vista: (i) nel paragrafo 3.1 si calcolano le differenze, sia in valore sia come percentuale di copertura del dato micro rispetto a quello macro, tra le consistenze dei vari strumenti finanziari in essere alla fine dell'anno secondo le due fonti, dopo la riconciliazione per le definizioni e i criteri di valutazione; (ii) nel paragrafo 3.2 si confronta la composizione del portafoglio (guardando ai pesi relativi dei vari strumenti sul totale attivo/passivo) e la sua evoluzione nel periodo analizzato.

#### *3.1 Il confronto tra le stime delle consistenze*

##### *I depositi*

La categoria dei depositi comprende i depositi bancari, i certificati di deposito, i pronti contro termine, i libretti postali e i buoni postali fruttiferi. La stima nei CF è basata sulle segnalazioni statistiche di vigilanza delle

<sup>12</sup> Nel questionario, comunque, viene chiesto per ogni strumento finanziario l'ammontare posseduto a fine anno dalla famiglia. Anche se in linea teorica tale valore dovrebbe essere vicino al valore di mercato, nel presente lavoro abbiamo ipotizzato che le famiglie tendano a rispondere pensando al valore di acquisto (valore nominale).

banche<sup>13</sup>, dei fondi comuni monetari e degli intermediari finanziari non bancari, dal bilancio della Banca d'Italia, da segnalazioni dell'UIC e delle Poste S.p.A. (per il risparmio postale). Per questa categoria di attività finanziarie, la disponibilità di informazioni settorizzate fa sì che i dati sulle famiglie non risentano di particolari ipotesi di stima.

A partire dal 1998 la stima campionaria dei depositi bancari rappresenta quasi il 70 per cento della corrispondente stima aggregata (tav. A3). Negli stessi anni, considerando la variabilità campionaria, la differenza fra le due stime è pari a circa 8 volte l'errore standard delle stime IBF (tav. A4).

Fra le varie categorie di depositi, quelli bancari in conto corrente presentano il divario più contenuto: dal 1998 il grado di copertura delle stime micro raggiunge circa i tre quarti delle stime CF. La maggiore differenza si rileva per i certificati di deposito e i pronti contro termine (per questi ultimi, il dato IBF nel 2002 è inferiore al 10 per cento della stima CF).

Considerando l'ultimo anno disponibile, il 2002, i depositi postali stimati dall'IBF sono un terzo di quelli dei CF; la discrepanza è ancora più accentuata per i buoni fruttiferi postali, per i quali le stime campionarie sono pari al 14 per cento delle stime macro.

### *I titoli di Stato*

Nei titoli di Stato sono compresi i titoli a breve e a medio/lungo termine emessi dalle Amministrazioni centrali (BOT, CCT, BTP, CTZ, ecc.) e dalle Amministrazioni locali.

Nei CF le consistenze di titoli di Stato esistenti sul mercato sono calcolate a partire da fonti interne alla Banca d'Italia (dati raccolti nelle procedure d'asta), integrate da fonti del Mercato telematico dei titoli di Stato (MTS). Nella stima di questa voce è tuttavia presente, come accennato nel paragrafo introduttivo, una componente residuale: l'ammontare dei titoli nel portafoglio delle famiglie viene stimato utilizzando le informazioni sulla parte detenuta a custodia presso le banche (informazioni di vigilanza), sullo stock in circolazione (passività del settore

<sup>13</sup> Dal settembre 2000 le poste relative a depositi e impieghi bancari sono calcolate sull'universo delle banche. In precedenza la stima era effettuata su un campione rappresentativo di circa il 92 per cento dei depositi e di circa il 95 per cento dei prestiti.

pubblico) e sulla detenzione degli stessi titoli da parte dei settori che redigono un bilancio.

Il rapporto di copertura micro/macro oscilla tra il 30 ed il 57 per cento (cfr. tav. A3). Le stime sui BOT, per i quali la correzione per i diversi criteri di valutazione è la meno rilevante, sono molto simili nel 1998 e nel 2002; nel 2000 la fonte IBF indica, invece, un valore quasi doppio rispetto ai CF.

La distanza fra le stime aumenta per gli strumenti con un minor grado di diffusione fra le famiglie e in particolare per i BTP, per i quali il valore nell'IBF è circa un quinto di quello dei CF.

#### *Le obbligazioni e le quote di fondi comuni*

Come per i titoli di Stato, nei CF la stima delle obbligazioni detenute dalle famiglie incorpora una componente residuale. Il totale delle obbligazioni sul mercato, da cui vengono sottratte le quantità all'attivo degli altri settori, è ottenuto a partire dalle informazioni di fonte Borsa Italiana S.p.A. (per gli scambi sul Mercato obbligazionario telematico), dalle segnalazioni statistiche di vigilanza (per le obbligazioni bancarie) e dall'anagrafe titoli dell'UIC (per i titoli emessi dalle Società non finanziarie, dagli altri intermediari finanziari, dalle imprese di assicurazione e dagli Enti locali). Gli aggregati sono calcolati al valore di mercato, tenendo conto delle rivalutazioni/svalutazioni dei titoli (a seguito, tra l'altro, di variazione dei tassi d'interesse) e degli scarti all'emissione. Il peso delle ISF è stimato in misura dell'1 per cento.

Le differenze con l'IBF sono rilevanti: le stime campionarie delle obbligazioni sono prossime al 16 per cento delle stime macro (tav. A3). La sola variabilità campionaria non consente di colmare il *gap*.

Diversamente dalla ricchezza in obbligazioni, il valore aggregato delle quote di fondi comuni detenuti dalle famiglie è rilevato in maniera diretta nei CF, a partire dalle informazioni di vigilanza prodotte dalle società di gestione dei fondi (con l'informazione sul sottoscrittore delle quote). Tale aggregato comprende anche i redditi da capitale conseguiti sulle quote stesse, stimati dall'Istat.

Anche per questo strumento le due fonti forniscono informazioni significativamente diverse: in media i valori di origine campionaria rappresentano circa il 30 per cento delle stime macro (tav. A3).

### *Le azioni e altre partecipazioni*

In base alle definizioni del SEC95, nella voce “azioni e altre partecipazioni” sono classificate tutte le attività finanziarie, escluse le quote di fondi comuni, che rappresentano un diritto di proprietà su una società o quasi-società, detenute dal settore delle famiglie. In particolare, lo strumento dovrebbe comprendere:

1. il valore delle partecipazioni in famiglie-imprese individuali, società semplici e società di fatto con numero di addetti superiore a cinque<sup>14</sup>;
2. il valore delle partecipazioni in società di persone;
3. il valore delle partecipazioni in società di capitali (quotate e non).

È importante sottolineare come il valore complessivo delle aziende classificate tra le famiglie produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto fino a cinque addetti) non debba essere invece incluso nella voce “azioni ed altre partecipazioni”. In tali casi, per convenzione, non è infatti possibile distinguere fra “impresa” e “famiglia”, in quanto la prima non gode di autonomia decisionale e non ha un proprio bilancio separato da quello della famiglia (o comunque non è possibile ricostruirlo); dunque non ha neppure un proprio valore di mercato. I CF registrano le sole componenti finanziarie dell’ipotetico stato patrimoniale dell’azienda, attribuendole alla famiglia che la possiede. Le altre componenti, quali lo stock di capitale fisso, le scorte e l’avviamento (anch’esse attribuite alla famiglia) sono invece considerate componenti della ricchezza reale (cfr. tav. A8, in Appendice).

Nei CF la stima delle azioni e altre partecipazioni complessivamente presenti sul mercato è ottenuta a partire dalle informazioni sui bilanci delle società di capitali contenute nell’archivio Cerved, una fonte di tipo censuario per questa categoria di imprese. Sono invece del tutto assenti stime per il valore delle quasi-società con più di cinque addetti e delle società di persone (le componenti 1 e 2 nella classificazione utilizzata sopra).

<sup>14</sup> La soglia dimensionale di cinque addetti distingue, nei dati di contabilità nazionale, le “società e quasi-società” dalle famiglie. Le imprese individuali, società di fatto e società semplici con più di cinque addetti vengono considerate, per convenzione, dotate di autonomia decisionale rispetto alle famiglie proprietarie. Il riferimento al numero di cinque addetti, pur coerente con i principi generali del SEC95, è una scelta peculiare adottata dall’Italia (Istat).

Il valore attribuito alle famiglie è ottenuto in modo residuale, sottraendo al totale in circolazione le consistenze che risultano detenuti dagli altri settori istituzionali, per i quali sono invece disponibili informazioni dirette.

Dal lato dell'IBF, gli investimenti in azioni e altre partecipazioni sono distinti (seguendo la terminologia utilizzata nella compilazione della Bilancia dei pagamenti) in *investimenti diretti*, costituiti dalle partecipazioni in società nelle quali la famiglia detiene una quota di controllo o che comunque permetta di svolgere un ruolo attivo di gestione, e *investimenti indiretti*, che comprendono le restanti partecipazioni che costituiscono il portafoglio finanziario delle famiglie.

Ai fini del confronto con i CF, la stima campionaria è stata costruita come somma del valore degli investimenti indiretti in azioni, di società quotate e non, e partecipazioni in società a responsabilità limitata (di cui alla sezione C del questionario)<sup>15</sup> e del valore delle partecipazioni in società di capitali sulle quali si esercita un ruolo di controllo o gestione, per la quota di competenza (di cui all'allegato B4 del questionario)<sup>16</sup>. Per uniformità con i CF sono stati dunque esclusi dalla stima campionaria sia il valore delle imprese non societarie con oltre 5 addetti sia il valore delle società di persone. Nel questionario (allegato B3)<sup>17</sup> è identificata un'ulteriore tipologia di attività produttive, denominata "imprese familiari". Tra queste, quelle eventualmente costituite in forma di società di capitali avrebbero dovuto essere incluse nelle stime; tuttavia, l'assenza di informazioni riguardo alla forma giuridica e al valore della partecipazione preclude al momento questa possibilità.

In media, nel periodo considerato, le stime campionarie costituiscono circa il 23 per cento delle corrispondenti stime aggregate. Le differenze risultano minori per le partecipazioni in società quotate, che in

<sup>15</sup> La domanda recita quanto segue: "Qual è l'ammontare di azioni di società quotate in Borsa (al valore di mercato), di azioni di società non quotate (al valore di presumibile realizzo) e di quote di società a responsabilità limitata (al valore di presumibile realizzo) possedute dalla sua famiglia (a fine anno di riferimento)?"

<sup>16</sup> In questo caso il valore della partecipazione è rilevato sulla base della seguente domanda: "Qual è il valore di mercato della società, con riferimento alla sola quota spettante?"

<sup>17</sup> Lo schema del questionario dell'IBF è riportato in Appendice al Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia: "Note metodologiche e informazioni statistiche – I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", disponibile anche sul sito Internet della Banca ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

media, nel periodo, sono circa il 30 per cento del valore riportato nei CF (tav. A3).

Il confronto risente in modo rilevante della scarsa diffusione di tali strumenti finanziari e della loro concentrazione nelle mani delle famiglie più abbienti, che hanno una minore probabilità di partecipare all'indagine o rispondere in modo veritiero: secondo stime campionarie la quota di famiglie che possiede azioni di società quotate non raggiunge, nel periodo in esame, il 10 per cento; le famiglie che risultano, invece, soci/gestori di società di capitali sono circa il 2 per cento.

#### *I titoli esteri*

La voce include i titoli di Stato e le obbligazioni emesse da Amministrazioni estere, le azioni e partecipazioni in società estere e gli altri titoli emessi dal resto del mondo.

Le statistiche macro sono basate principalmente su informazioni settorizzate fornite dall'Ufficio italiano dei cambi (UIC). Le stime campionarie coprono circa il 3 per cento dei valori aggregati, facendo registrare la maggiore distanza fra gli strumenti finanziari considerati nel confronto (tav. A3).

#### *Le assicurazioni vita e i fondi pensione*

La voce comprende il montante accumulato dalle famiglie per investimenti in polizze assicurative e fondi pensione.

Il dato dei CF è basato sulle statistiche ottenute dai bilanci delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione (forniti dall'Isvap e dalla Covip), integrate da informazioni di fonte Istat, e include le somme accantonate per la liquidazione del trattamento di fine rapporto ai dipendenti (TFR), assimilate ai fondi pensione.

Non potendo stimare tale grandezza anche dall'IBF, nel confronto tra le fonti il TRF è stato escluso dalle stime macro. Per quanto riguarda le restanti componenti (assicurazioni vita e fondi pensione) la stima campionaria è stata costruita a partire dalle informazioni sul premio annuo

pagato e sull'anno in cui sono iniziati i versamenti di ciascun componente della famiglia<sup>18</sup>.

Il *gap* tra le due fonti aumenta negli anni esaminati: nel 1995 il valore dell'IBF è circa l'80 per cento dei CF, ma scende al di sotto del 40 per cento nel 2002 (tav. A3).

### *I crediti commerciali*

Il confronto dei crediti commerciali tra i dati aggregati e quelli provenienti dall'IBF, a parità di definizione dello strumento, non può essere effettuato. Le stime nei CF, infatti, nonostante le integrazioni apportate con il passaggio al SEC95, ultimato nel 2000, sono ancora incomplete. In quella circostanza è stata per la prima volta pubblicata una stima dei debiti e dei crediti commerciali interni al settore delle società non finanziarie e tra queste e le famiglie (produttrici); in precedenza la rilevazione era limitata ai rapporti tra le società non finanziarie e i non residenti (fonte Bilancia dei pagamenti)<sup>19</sup>. Sono tuttora assenti i dati relativi agli altri settori istituzionali, primo tra tutti il settore delle Amministrazioni pubbliche.

Le stime correntemente pubblicate nei CF, ottenute aggregando i dati dell'archivio Cerved sui bilanci delle società di capitali, risentono inoltre di diversi problemi: (i) come ricordato in precedenza, non sono incluse le imprese che non hanno la forma giuridica di società di capitali; (ii) l'archivio Cerved non riporta informazioni sui crediti e debiti commerciali per circa il 60 per cento delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata; (iii) la componente attribuita alle famiglie come contropartita dei debiti delle società non finanziarie (si assume che le famiglie non abbiano passività nella forma di crediti commerciali e non intrattengano rapporti con unità non residenti) è calcolata a residuo, deducendo dal passivo delle imprese la parte finanziata dal resto del mondo.

<sup>18</sup> Per la stima del montante è stato ipotizzato un tasso di rivalutazione del 3 per cento. Inoltre per l'IBF del 2000 è stato necessario un ulteriore processo di ricostruzione, in quanto in tale anno è stato chiesto solo il totale dei versamenti effettuati a livello familiare. La stima finale è stata ottenuta in due passi: in primo luogo, utilizzando la componente *panel*, è stato ricostruito il montante a livello familiare per le famiglie presenti anche nelle altre edizioni dell'IBF. Per i restanti casi il valore è stato stimato sulla base all'età del capo famiglia e all'area geografica (risultate le variabili più rilevanti in un'analisi preliminare).

<sup>19</sup> I crediti commerciali erano inclusi nei prestiti fino al 1998.

La corrispondente stima campionaria, invece, almeno in linea teorica è esaustiva dei rapporti di credito delle famiglie produttrici, non escludendo a priori alcun settore fra le controparti. Essa è ottenuta dai crediti commerciali dichiarati dai liberi professionisti, gli imprenditori individuali e le imprese familiari fino a cinque addetti. Nel periodo in esame, la stima campionaria risulta pari a 3-4 volte quella dei CF.

### *Le passività finanziarie*

Tra le passività finanziarie, per il confronto IBF-CF si sono considerati i prestiti (sia a breve che a medio/lungo termine) concessi alle famiglie da banche, assicurazioni e altre società finanziarie<sup>20</sup>. Sono stati invece esclusi i prestiti da altri soggetti interni al settore delle famiglie, quali parenti o amici, poiché il fenomeno non è rilevato nei CF.

Dal lato dei CF la stima è ottenuta a partire dalle segnalazioni di vigilanza, che indicano in modo esplicito il settore di destinazione dei finanziamenti. L'incidenza delle Istituzioni senza scopo di lucro è pari a circa il 3 per cento per questo fenomeno. Una volta sottratta tale quota, la stima campionaria risulta pari a circa la metà di quella aggregata.

### *3.2 Il confronto dei portafogli e della loro dinamica*

Poiché i totali di riferimento differiscono, le diversità nella composizione del portafoglio tra le due fonti non riflettono necessariamente le discrepanze osservate tra le consistenze in valore. In generale il portafoglio delle famiglie è “meno rischioso” secondo i dati dell'indagine che secondo quelli dei conti finanziari. Tale risultato riflette, in parte, la circostanza che gli strumenti a più alto rischio sono anche i più concentrati nella fascia delle famiglie più abbienti, alle quali si associa una più bassa probabilità di partecipazione all'indagine (come già osservato in occasione del confronto tra le consistenze di azioni e partecipazioni).

Se si classificano tra le attività “meno rischiose” i depositi, bancari e postali, e i titoli di Stato e tra le attività “più rischiose” le obbligazioni (di imprese), le quote dei fondi comuni, le azioni, le partecipazioni e i titoli esteri, l'immagine dell'attitudine verso il rischio che emerge dalle due fonti è molto diversa (cfr. tav. A5). Se in base all'indagine le attività meno rischiose pesano per più del 50 per cento nel portafoglio del 2002, contro il 31 per cento delle attività più rischiose, secondo i dati dei conti finanziari

<sup>20</sup> Si tratta di prestiti, mutui e credito al consumo.

le percentuali sono praticamente invertite, con quasi la metà del portafoglio investito in attività “rischiose”.

Nel 1995, invece, il peso degli strumenti meno rischiosi era simile per le due fonti (circa il 30 per cento). Dalla tavola A6 emerge come la divergenza nel seguito manifestatasi sia riconducibile principalmente a una crescita delle consistenze dei depositi (in particolare quelli postali) molto più sostenuta nell’indagine che nei CF. La dinamica del peso dei titoli di Stato è invece somigliante nelle due fonti: la quota del portafoglio investita in questi titoli scende dal 30 al 9 per cento sia per l’indagine sia per i CF, a fronte di consistenze dimezzate in valore tra il 1995 e il 2002.

Anche nell’ambito degli strumenti più rischiosi emergono alcune differenze: mentre l’incidenza dei fondi comuni è simile nelle due fonti (il loro peso passa da circa il 5 a circa il 12 per cento negli anni considerati), la quota di ricchezza investita in azioni e obbligazioni risulta circa il doppio nei conti finanziari rispetto all’indagine; per entrambe le fonti, e per i CF in misura maggiore, il loro peso sul totale delle attività si è accresciuto significativamente nel periodo considerato, raggiungendo un picco nel 2000 (28 e 18 per cento, rispettivamente nei CF e nell’IBF) a cui ha fatto seguito una flessione nel biennio successivo. Il peso dei titoli esteri, che nel 2002 non arriva a coprire l’1 per cento del portafoglio secondo l’IBF, è invece superiore all’8 nei CF; il trend, in crescita sino al 2000 e poi in ripiegamento, è simile nelle due fonti.

Per finire, le dinamiche temporali delle passività finanziarie appaiono coerenti sia nella direzione sia nell’intensità e indicano un trend crescente: dal 1995 al 2002 l’indebitamento delle famiglie risulta aumentato del 65 per cento secondo l’IBF e del 78 per cento secondo i CF.

#### **4. Le determinanti delle discordanze fra le due fonti**

L’analisi sin qui condotta ha evidenziato l’esistenza di significative differenze fra le stime campionarie e quelle aggregate delle componenti della ricchezza finanziaria delle famiglie. Eliminate, per quanto possibile, le cause di discordanza legate alle definizioni e ai criteri di valutazione delle variabili, quelle residue sono riconducibili agli errori di stima e di misura da cui sono affette le due fonti.

Le principali tipologie di errori possono essere individuate in:

- i) errori campionari, valutabili attraverso la precisione degli stimatori;
- ii) errori non campionari, fra cui emergono per importanza:
  - ii.a) mancata partecipazione: questo errore riguarda sostanzialmente l'IBF ed è causato dall'esistenza di una correlazione negativa fra probabilità di partecipazione e livello di reddito/ricchezza familiare;
  - ii.b) errori di misura legati all'*under-reporting*: possono essere causati da "effetti memoria" o dalla reticenza degli intervistati. Nell'indagine, ad esempio, è ragionevole assumere che le famiglie più ricche siano più reticenti a dichiarare informazioni veritiere;
  - ii.c) errori di misura legati ad ipotesi di stima: riguardano principalmente i CF e possono verificarsi, ad esempio, al momento della ripartizione del valore di un determinato strumento fra i vari settori istituzionali (in certi casi, infatti, la ripartizione è effettuata in base a coefficienti stimati);
  - ii.d) altri errori di misura legati alle tecniche di raccolta e produzione dei dati: rientrano in questa tipologia una vasta gamma di errori che possono colpire entrambe le fonti. Alcuni esempi sono: gli errori dovuti al questionario; quelli causati dall'intervistatore; gli errori nell'immissione dei dati; nel caso delle principali fonti dei CF, ossia delle segnalazioni di vigilanza, gli errori nella classificazione delle operazioni e/o nell'identificazione del settore istituzionale di appartenenza del cliente, ecc.

Mentre nei CF la stima delle attività e passività delle famiglie si fonda su una molteplicità di fonti e di metodi che rendono estremamente complessa, e nei fatti non praticabile, l'individuazione e la quantificazione dei vari errori, nell'IBF questa operazione è possibile per gli errori campionari e per i primi due tipi di errori non campionari (mancata partecipazione e *under-reporting*), grazie soprattutto a precedenti studi in materia. Per tale motivo l'approccio di seguito adottato per identificare il peso delle componenti ricordate è basato su una simulazione che parte dalle stime campionarie. L'idea di fondo è quella di valutare come cambierebbe il valore delle attività finanziarie delle famiglie risultante dai dati micro qualora venissero rimosse alcune cause di distorsione.

#### 4.1 La mancata partecipazione all'indagine e l'*under-reporting*

Il nucleo centrale del procedimento consiste nel correggere il *bias* dovuto alla mancata partecipazione all'IBF e all'*under-reporting*.

Per far fronte al problema della mancata partecipazione, si è fatto ricorso al metodo proposto da D'Alessio e Faiella (2002). Alla base del loro contributo vi è l'idea che le famiglie con maggiore probabilità di non risposta siano sottorappresentate nel campione e che dunque occorra aumentarne il peso nel riporto all'universo. I due autori stimano le probabilità di non partecipare all'indagine delle varie tipologie familiari (distinte a seconda delle modalità di alcune variabili socio-economiche e demografiche) attraverso un modello logistico, classificando come "non rispondenti" le famiglie che è stato necessario contattare più volte per ottenere l'intervista. L'ipotesi sottostante al modello è dunque che il comportamento dei non rispondenti sia simile a quello dei rispondenti più difficili da contattare (ad esempio quelli che avevano inizialmente rifiutato l'intervista). Nel presente lavoro, per ottenere stime corrette delle attività finanziarie delle famiglie, i pesi originari per il riporto all'universo sono stati dapprima aggiustati per le probabilità di non partecipazione all'indagine (ottenute applicando il modello di D'Alessio e Faiella) e successivamente riallineati alle caratteristiche note della popolazione.

Per sanare le conseguenze indesiderate dell'*under-reporting*, le attività finanziarie sono state corrette, utilizzando la procedura di Cannari *et al.* (1990), rivista poi in Cannari e D'Alessio (1993). Il metodo è basato sull'integrazione dei dati dell'IBF con quelli rilevati da un'apposita indagine condotta nel 1987 dalla Banca Nazionale del Lavoro sulle caratteristiche della propria clientela e sulle sue scelte finanziarie. L'ipotesi sottostante è che le risposte all'indagine BNL, grazie alla più stretta relazione tra intervistatore e intervistato, siano più attendibili di quelle dell'IBF e quindi possano essere utilizzate per correggere i risultati di quest'ultima. La procedura di correzione è articolata in due stadi. In primo luogo, utilizzando i dati dell'indagine BNL è stata stimata per ciascuna tipologia familiare la probabilità di possedere uno specifico strumento finanziario; tali probabilità sono state quindi utilizzate per imputare il possesso dei vari strumenti al totale delle famiglie italiane. Nella seconda fase si è proceduto alla valorizzazione della consistenza di ciascuna attività detenuta, desumendola dal valore medio dei corrispondenti dati BNL.

Il risultato delle procedure di aggiustamento per la mancata partecipazione e per l'*under-reporting* è sintetizzato nella tavola A9. Per vincoli sulla disponibilità dei dati BNL, l'esperimento è stato condotto solo su quattro "macro aggregati" finanziari: i depositi, i titoli di Stato, gli altri titoli (azioni, partecipazioni, obbligazioni e fondi comuni; sono escluse le gestioni patrimoniali, che non sono state rilevate nel 1987) e le passività

finanziarie. Per quanto riguarda le azioni, tuttavia, è stato possibile aggiustare i dati campionari solo per la componente relativa agli investimenti di tipo *indiretto* (indicati nella sezione C del questionario) e non anche per le partecipazioni in società di cui si riveste un ruolo di controllo o gestione. Di conseguenza, per effettuare il confronto su basi più omogenee, si è provveduto a scorporare la componente di investimento *diretto* anche dai CF, utilizzando una stima del suo peso ricavata dall'IBF.

La prima e la seconda colonna della tavola A9 indicano il rapporto fra stime campionarie e stime aggregate prima e dopo le sole correzioni legate alle definizioni e ai criteri di valutazione, i cui effetti sono stati illustrati nel precedente paragrafo. La terza e quarta colonna mostrano come cambia il rapporto dopo aver aggiustato, rispettivamente, per la mancata partecipazione e l'*under-reporting*. L'ultima colonna mostra l'intervallo di confidenza delle stime campionarie finali: quando l'intervallo contiene il valore 100 (casi contrassegnati da un asterisco) il *gap* residuale tra le due fonti è imputabile alla variabilità campionaria (le due stime sono quindi statisticamente equivalenti). La procedura presenta comunque alcuni limiti che suggeriscono di interpretare i risultati finali con molta cautela. In primo luogo, come ricordato, la voce "altri titoli" non è perfettamente confrontabile fra le due fonti<sup>21</sup>. Inoltre, i coefficienti utilizzati per la correzione dell'*under-reporting* sono rimasti invariati rispetto allo studio (su dati del 1987) nel quale il metodo è stato originariamente proposto. Infine, per mancanza di informazioni, tale correzione non è stata applicata alle passività finanziarie.

La prima fase della correzione, quella cioè in cui i risultati dell'indagine vengono modificati per tener conto della mancata partecipazione, recupera solo in parte il *gap* con i CF: nel 2002 ad esempio, il rapporto tra le stime micro e quelle macro sale di circa 9 punti percentuali per i depositi, di 6 punti per i titoli di Stato e di circa 3 punti per le passività finanziarie totali e gli altri titoli.

Tale risultato deve comunque essere interpretato come la correzione massima consentita dai dati a disposizione. Non essendo infatti note informazioni sui non partecipanti, l'unica ipotesi possibile è che la

<sup>21</sup> Nella tavola, per ragioni di chiarezza, si è preferito adottare una definizione degli strumenti quanto più omogenea possibile con la tavola A3. Nelle ultime due colonne però, le correzioni riguardano aggregati definiti in modo leggermente diverso. Le stime IBF dei titoli di Stato e degli altri titoli non includono infatti le gestioni patrimoniali (comprese invece nella tav. A3). La ragione è che nel 1987 tale strumento finanziario non è stato rilevato dall'indagine.

ricchezza dei non rispondenti sia simile a quella dei rispondenti difficili da contattare. In realtà, però, esistono varie tipologie di non risposta. In particolare, una categoria di non rispondenti che sicuramente la procedura non riesce a cogliere è costituita dalle famiglie con ingenti patrimoni, che non solo hanno una bassa probabilità di entrare a far parte del campione (dato il loro esiguo numero nella popolazione), ma sono anche estremamente difficili da contattare. La ricchezza finanziaria di tali famiglie è presente nei CF, mentre non è catturata dalle indagini campionarie.

La seconda fase della procedura di aggiustamento, che aggiunge la correzione per l'*under-reporting*, consente di avvicinare in modo significativo le stime delle due fonti. I migliori risultati sono ancora una volta registrati per i depositi e i titoli di Stato: a partire dal 1998, con la sola eccezione del secondo aggregato nel 2000, le stime macro cadono nell'intervallo di confidenza delle stime campionarie. Anche per la "altri titoli", sebbene il *gap* tra le stime micro e quelle macro resti rilevante soprattutto negli anni più recenti, la correzione avvicina notevolmente le due stime: considerando nel confronto il dato CF depurato dalle partecipazioni *dirette*, il rapporto di copertura giunge al 90 per cento circa nel 1998, salvo ridiscendere al 55 nel 2002.

Per le passività finanziarie, come si è detto, la correzione dell'*under-reporting* non è disponibile. Osservando però l'effetto medio di tale correzione sulle altre voci, l'impressione è che il *gap* con le stime macro (considerando anche la variabilità campionaria) possa essere colmato.

Nel valutare la coerenza tra le stime IBF "aggiustate" e quelle macro si deve tener presente che le prime sono influenzate dalla particolare struttura del portafoglio delle famiglie alla fine degli anni ottanta, significativamente diversa da quella prevalente nel periodo del confronto<sup>22</sup>. Quanto più il peso attribuito a un determinato strumento finanziario in fase di aggiustamento dei risultati dell'IBF per un determinato anno è elevato rispetto a quello che si registra effettivamente nella popolazione in quell'anno, tanto più la procedura seguita tenderà a sovra-espandere i risultati originari dell'indagine, e viceversa. Al contempo, tuttavia, il confronto con i CF potrebbe risentire anche dell'eventuale *bias* indotto dal

<sup>22</sup> Come si è detto, nella procedura di aggiustamento la probabilità di possedere un determinato strumento finanziario e il valore mediano posseduto sono stimati sui dati dei clienti BNL del 1987. Attualmente è in corso un esperimento, simile a quello realizzato in collaborazione con la BNL, che consentirà, fra l'altro, di superare molti dei limiti dell'esercizio qui condotto.

limitato grado di diffusione di certi strumenti e dalla loro concentrazione nelle mani di famiglie più agiate che hanno una minore probabilità di partecipare all'indagine. Tale distorsione tenderebbe naturalmente a deprimere le stime IBF. Per gli strumenti come i depositi, per i quali si può assumere che l'influenza di quest'ultimo fattore sia scarsa, i risultati sembrano riflettere piuttosto chiaramente il primo aspetto. Il rapporto fra le stime IBF e i CF sale infatti vistosamente fra il 1995 e il 1998 (anno in cui arriva a superare l'unità), mentre la quota dei depositi sul totale delle attività finanziarie (nelle accezioni della tav. A9) risultante dai CF subisce una drastica caduta (dal 31,3 al 22,5 per cento); il rapporto aumenta ancora nel 2000, quando, in base ai CF la quota dei depositi si colloca sotto il 20 per cento, per flettere nel 2002, in concomitanza con una ripresa dell'incidenza dei depositi sul totale delle attività finanziarie risultanti dai CF.

#### 4.2 *Gli altri errori di misura*

Un' ulteriore causa di discrepanza fra le stime dell'indagine e quelle dei conti finanziari è costituita dagli errori di misura elencati nei precedenti punti ii.c) e ii.d); per questi sono però disponibili solo informazioni di natura qualitativa.

Dal lato dei CF, le informazioni di base utilizzate per le voci della ricchezza finanziaria netta sono tratte in gran parte dalla Matrice dei conti, nell'ambito delle segnalazioni statistiche rese all'Istituto dagli intermediari vigilati (in primo luogo le banche)<sup>23</sup>, o dalle segnalazioni sulle transazioni finanziarie con l'estero, fatte all'UIC; queste fonti, che complessivamente coprono circa tre quarti dei dati elementari alla base dei CF, sono assoggettate dalla Banca a severi controlli di qualità<sup>24</sup>. Tuttavia, fra le

<sup>23</sup> Gli intermediari bancari e finanziari trasmettono alla Banca d'Italia, in virtù delle prescrizioni normative da questa emanate ovvero su base volontaristica, flussi informativi periodici necessari all'esercizio delle funzioni di vigilanza creditizia e finanziaria, di politica monetaria e di sorveglianza del sistema dei pagamenti.

<sup>24</sup> I dati provenienti dalla Matrice di conti, ad esempio, sono assoggettati dalla Banca a svariate tipologie di controlli prima di essere resi disponibili per l'utilizzo interno. In sintesi, si effettuano (i) controlli di archiviazione, per il rispetto dei protocolli tecnici previsti; (ii) controlli formali, sulla rispondenza dei dati alle caratteristiche dei fenomeni censiti; (iii) controlli sulla coerenza tra le varie parti della singola segnalazione e tra questa e altre segnalazioni concernenti fenomeni correlati; (iv) controlli statistici (o andamentali), volti a verificare la congruità anche dinamica dei dati. Di norma, pertanto, vengono recepiti nei CF già nella versione rettificata; è tuttavia possibile che, limitatamente a fenomeni specifici, quali ad esempio i titoli in deposito, i dati possano risentire di eventuali aggiornamenti normativi e/o di segnalazioni problematiche di alcuni intermediari.

restanti fonti compaiono basi informative di grande dimensione, quali l'archivio Cerved (bilanci dell'universo delle società di capitali italiane), sulle quali è difficile attuare controlli di qualità esaustivi; in altri casi, i dati elementari sono essi stessi frutto di stime<sup>25</sup>. Altri importanti motivi di revisione delle stime aggregate sono legati al processo di affinamento metodologico, reso possibile dalla disponibilità di nuove fonti o, più in generale, di informazioni aggiuntive che inducono a modifiche dei modelli di stima o all'inclusione nello schema di fenomeni prima non rilevati. Vi sono, infine, revisioni non connesse a "errori" ma a cambiamenti di classificazione a fronte di mutamenti nelle funzioni delle unità istituzionali, o conseguenti a decisioni assunte nelle competenti sedi internazionali sul trattamento contabile di determinate transazioni.

Come *proxy* di affidabilità dei dati CF, si è costruito un indicatore descrittivo della loro variabilità, che sia di ausilio nell'individuare i casi in cui è più plausibile considerare le stime aggregate come un *benchmark* per quelle di fonte campionaria. A questo fine, nella tavola A10 sono riportati rispettivamente il numero di revisioni di entità significativa (maggiori, in valore assoluto, del 5 per cento), la media delle revisioni sui dati annuali (in valore e in termini di variazioni percentuali rispetto alla pubblicazione precedente) e il coefficiente di variazione (rapporto tra la deviazione standard dei dati pubblicati e la loro media) per gli strumenti considerati nell'analisi<sup>26</sup>.

La situazione che emerge è piuttosto eterogenea. Per gli strumenti la cui fonte è costituita da informazioni dirette tratte dalle segnalazioni statistiche degli intermediari bancari e finanziari, quali i depositi bancari, le quote di fondi comuni e le passività finanziarie, le revisioni sono di importi percentuali ridotti (meno del 3 per cento, in media, nel periodo 1995-2003). La situazione è analoga per le principali attività sull'estero (titoli e azioni),

<sup>25</sup> I controlli andamentali e di plausibilità economica sulle serie storiche, eseguiti di *routine* durante il processo di produzione dei CF, sia sulle informazioni di input sia sugli aggregati finali oggetto di pubblicazione, pur conducendo non di rado all'individuazione di errori residui, non azzerano la probabilità di successive revisioni dei dati elementari.

<sup>26</sup> Nel leggere i risultati non bisogna dimenticare, tuttavia, che esiste una certa discrezionalità dello stesso produttore delle statistiche nello scegliere se, e in che misura, recepire le revisioni: la decisione può dipendere anche da considerazioni sulla grandezza relativa del fenomeno rispetto alle altre voci e sull'impatto che la revisione avrebbe sulle altre statistiche (la spaccatura per settore di contropartita di molti strumenti finanziari, fa sì che i conti finanziari siano caratterizzati da un'elevata interdipendenza tra i dati). Ne consegue che le revisioni sul passato non possono essere attribuite soltanto alla disponibilità di informazioni nuove e/o diverse, come sarebbe invece necessario per ottenere una buona misura di affidabilità (o robustezza) costruita in questo modo.

che si avvalgono delle segnalazioni rese all'UIC direttamente o tramite il sistema bancario, e per le riserve assicurative.

Laddove le componenti stimate sulla base di fonti indirette e/o determinate a residuo hanno un peso maggiore, anche l'ampiezza e la variabilità delle revisioni sono più elevate. È questo il caso dei titoli di Stato a breve termine, con oscillazioni per i BOT e i CCT rispettivamente del 6 e del 15 per cento rispetto alla media nel periodo considerato, e delle azioni e altre partecipazioni. Per questo strumento il coefficiente di variazione delle stime, già elevato per le azioni quotate (6,3 per cento) per le quali sono note con modesto margine di errore le quantità in essere e i portafogli degli investitori istituzionali, sale ulteriormente (quasi l'8 per cento) per le non quotate e le quote di S.r.l., per le quali anche l'ammontare complessivo in circolazione risente di procedure di stima. Nonostante l'impiego di metodologie "a residuo", la variabilità delle stime è invece più contenuta per gli altri titoli di Stato (principalmente i BTP) e per le obbligazioni (rispettivamente il 2 e il 3,5 per cento), probabilmente per effetto di una migliore qualità delle informazioni analitiche di base.

Anche l'IBF prevede una serie di controlli di qualità sulle informazioni rilevate, realizzati dall'intervistatore, dalla società di rilevazione e dal Servizio Studi<sup>27</sup>.

I controlli di qualità, pur limitando il fenomeno degli errori di misura, non possono comunque eliminarlo completamente. Un'indicazione della sua importanza (tav. A11) può ricavarsi dall'indice di Heise (1969) che, a condizione di disporre di almeno tre rilevazioni sulle stesse unità *panel* e sotto ipotesi non troppo restrittive, permette di separare l'effettiva variazione temporale della grandezza esaminata dagli errori di misura (cfr. Biancotti, D'Alessio e Neri, 2004)<sup>28</sup>. Tale indice varia fra un valore

<sup>27</sup> La rilevazione dei dati è effettuata in prevalenza con l'aiuto del computer (CAPI, *Computer-assisted personal interviewing*). L'intervistatore, qualora rilevi un dato anomalo o un'incoerenza tra risposte fornite a diverse domande richiede, se possibile, spiegazioni all'intervistato e le annota sul questionario. La società di rilevazione controlla singolarmente ogni questionario nella fase di codifica prima di trasferire i dati su supporto elettronico. I questionari privi dei fondamentali requisiti di qualità vengono eliminati. In una fase successiva, mediante programmi di controllo, la stessa società individua i dati anomali e le incoerenze; per questi casi, si verifica dapprima se l'errore ha origine nel processo interno (ad esempio nella fase di codifica o di digitazione dei dati), nel qual caso viene rimosso. Se viceversa, l'errore risiede nel questionario viene contattata direttamente la famiglia (in generale telefonicamente) per chiedere conto della reale situazione. Il Servizio Studi effettua ulteriori verifiche di qualità; i dati anomali riscontrati sono sottoposti all'attenzione della società di rilevazione che provvede alla verifica diretta presso le famiglie.

<sup>28</sup> Il metodo si basa sulla considerazione che, in presenza di errori di misura indipendenti nel tempo e non legati alla variabile osservata, i coefficienti di autocorrelazione stimati risultano in valore (continua)

minimo di zero ed un valore massimo di uno; a valori maggiori corrispondono crescenti gradi di affidabilità delle stime.

Tra le attività finanziarie (per il cui totale l'indice è pari a 0,68), i titoli di Stato presentano una maggiore affidabilità degli altri titoli, dei depositi, e delle passività finanziarie (rispettivamente 0,74 contro 0,64, 0,38 e 0,54). Questo ordinamento sembra riflettere, da un lato, il fatto che, nella percezione delle famiglie, che tendono a mantenerli in portafoglio sino alla scadenza, i titoli di Stato, diversamente dalle azioni o dalle quote dei fondi comuni, non sono esposti a fluttuazioni di mercato e ne viene dichiarato il valore facciale, piuttosto facile da ricordare. Dall'altro, è presumibile che per i depositi di vario tipo intervengano difficoltà di memoria, in ragione del grado di liquidità dello strumento e alla frequenza con cui vi si attinge.

Questi risultati consentono di aggiungere alcune qualificazioni a quanto osservato in precedenza riguardo alla prossimità tra le stime micro "aggiustate" e quelle dei CF (tav. A9). Ad esempio, per l'aggregato dei depositi, poiché il dato dei CF appare altamente affidabile, ne esce rafforzata l'ipotesi che la procedura di correzione per l'*under-reporting*, riflettendo, come si è detto, una composizione del portafoglio delle famiglie (quella del 1987) molto diversa dall'attuale, comporti una sovrastima dello strumento da parte del dato di fonte IBF.

L'aggregato dei titoli di Stato mostra un buon grado di affidabilità sia nell'indagine sia nei CF. Anche in questo caso è molto plausibile che i pesi utilizzati per la correzione per l'*under-reporting* abbiano condotto a un sovra-aggiustamento dei dati IBF, persino più marcato di quello dei depositi. Nell'ultimo decennio la caduta della quota dei titoli di Stato nell'attivo finanziario delle famiglie è stata infatti molto drastica: secondo i CF è passata da oltre il 30 per cento nel 1995 al 7 per cento nel 2000 (quando la stima micro "aggiustata" è pari a 1,7 volte il dato macro), per tornare lievemente a crescere negli anni successivi. Inoltre, poiché i titoli di Stato hanno una diffusione piuttosto modesta tra le famiglie (9,4 per cento, secondo l'IBF, nel 2002, contro il 78 per cento dei depositi bancari e il 17 di quelli postali) non si può escludere che i dati micro siano anche affetti,

---

assoluto minori di quelli che si otterrebbero su variabili rilevate senza errore; l'entità della sottostima è funzione dell'errore di misura. Ipotizzando che le variabili rilevate nei tre tempi siano tra loro legate tramite modelli autoregressivi del primo ordine, il metodo ricava una stima dell'affidabilità della misurazione del fenomeno confrontando il prodotto delle correlazioni tra i periodi adiacenti con la correlazione tra il primo e il terzo periodo.

all'origine, da un *bias* negativo non trascurabile; in tal caso, la sovrastima risultante dalla correzione per l'*under-reporting* sarebbe anche maggiore di quella che traspare dai dati della tavola A9.

L'aggregato degli "altri titoli", dominato dalla componente azionaria, in entrambe le fonti è quello misurato con minore affidabilità; per tale ragione la ricerca di una coerenza fra stime campionarie e dati macro presenta un maggior grado di aleatorietà. Si può tuttavia ipotizzare che le correzioni apportate alle stime micro siano state, in questo caso, insufficienti: si è infatti assistito a un forte aumento del peso di questo aggregato nel portafoglio finanziario delle famiglie rispetto a quello utilizzato nella procedura di aggiustamento dei dati (secondo i CF, nel solo quinquennio 1995-2000 il peso è cresciuto dal 33 al 65 per cento).

Infine, per le passività, la forte stabilità delle stime CF autorizza a considerare queste ultime come un *benchmark* per quelle di fonte IBF, per le quali non è disponibile la correzione per l'*under-reporting*, da utilizzare eventualmente per procedure alternative di calibrazione dei dati.

## 5. Alcuni suggerimenti per una migliore integrazione

L'esame delle differenze di definizione e classificazione tra l'indagine e i conti finanziari ha messo in luce alcuni aspetti suscettibili di miglioramenti, sia nella metodologia dell'indagine sia in quella dei conti finanziari. In questo paragrafo si espongono sinteticamente alcuni suggerimenti in tal senso, demandando a futuri progetti di ricerca il compito di svilupparli e sperimentarli.

Per quanto riguarda l'indagine, un aspetto cruciale del raccordo con le grandezze della contabilità finanziaria è quello della misurazione del valore delle imprese<sup>29</sup>. Ai fini del presente lavoro rileva, in particolare, la quota del valore dell'impresa, assimilabile all'investimento diretto, che entra a far parte della ricchezza finanziaria delle famiglie. Nel questionario questa informazione è contenuta in tre distinte sezioni, riferite rispettivamente: 1) ai capifamiglia che sono gestori di società; 2) ai liberi professionisti, imprenditori individuali, lavoratori autonomi e simili; 3) alle imprese familiari. Mentre per il primo gruppo di soggetti viene rilevato

<sup>29</sup> Per un'analisi sulle differenze che esistono fra definizioni e metodi usati in contabilità nazionale rispetto a quelli usati nell'IBF nella definizione della ricchezza in aziende, si veda Bonci *et al.* (2005).

direttamente il valore di mercato della quota posseduta, agli altri due gruppi viene rivolta una domanda sul supposto valore dell'azienda in caso di cessione, che tuttavia non specifica in modo chiaro se tale valore sia da considerarsi al lordo o al netto delle passività finanziarie. Per migliorare la misurazione di questa grandezza sarebbe opportuno un duplice intervento. Da un lato la domanda in questione potrebbe essere riformulata in modo più chiaro, escludendo esplicitamente le passività. Dall'altro, la struttura delle due corrispondenti sezioni del questionario, che già prevede la rilevazione delle principali voci del conto patrimoniale dell'impresa gestita o controllata, potrebbe essere completata inserendo tra le passività la posta relativa al TFR, che è l'unica mancante; ciò consentirebbe di ottenere come differenza tra il totale dell'attivo e quello del passivo l'ammontare del patrimonio netto<sup>30</sup>, ossia il valore dell'impresa da includere tra le attività finanziarie delle famiglie.

Inoltre, nella sezione riferita alle imprese familiari non è possibile distinguere quante di queste sarebbero da considerare tra le famiglie e quante tra le imprese, mancando l'informazione sulla forma giuridica dell'azienda che, assieme al numero di addetti, è una variabile chiave per la classificazione secondo i principi del SEC95. Sarebbe quindi opportuno aggiungere una domanda che discrimini, se non altro, tra le società semplici e di fatto, le società di persone e le società di capitali; mediante l'utilizzo incrociato dell'informazione sul numero degli addetti, già oggi disponibile, sarebbe in tal modo possibile assegnare ciascun soggetto all'uno o all'altro settore istituzionale e, conseguentemente, attribuire all'attivo delle famiglie la partecipazione al capitale di quelle unità classificabili tra le imprese.

Un problema ulteriore dell'indagine riguarda la rilevazione delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione. Per tali strumenti le stime campionarie sembrano negli anni allontanarsi sempre di più da quelle aggregate; potrebbe dunque essere opportuna una più chiara individuazione nel questionario del tipo di polizze e/o di piani integrativi disponibili sul mercato.

Per quanto riguarda i conti finanziari, l'analisi condotta nei precedenti paragrafi ha posto in evidenza come nell'impianto attuale siano assenti: 1) la partecipazione nelle imprese costituite in forma diversa dalle società di capitali; 2) i crediti commerciali delle famiglie produttrici diversi

<sup>30</sup> Questa informazione potrebbe altresì essere sfruttata, in fase di controllo, per verificare la coerenza con la risposta fornita riguardo al presunto valore dell'azienda.

da quelli detenuti nei confronti delle società non finanziarie<sup>31</sup>; 3) i prestiti dei soci e degli azionisti alle cooperative. L'indagine, soprattutto se affinata lungo le direttrici sopra abbozzate, potrebbe fornire una stima per queste voci, sia pure non con la frequenza e la tempestività richieste per la pubblicazione dei CF<sup>32</sup>.

Con riferimento al punto 1), si è accennato a come il questionario dell'indagine, opportunamente integrato, potrebbe consentire la stima del valore del patrimonio netto delle imprese in questione<sup>33</sup> e dunque della corrispondente attività finanziaria delle famiglie (partecipazioni). A scopo meramente illustrativo si è tentata una prima, grossolana valutazione di questo aggregato, dopo aver sopperito alla mancanza del dato sul TFR nello stato patrimoniale dell'impresa con informazioni tratte da fonti alternative<sup>34</sup>. La stima ottenuta in prima battuta è stata successivamente calibrata, allo scopo di attenuare il *bias* legato alla mancata partecipazione all'indagine o all'*under-reporting*, utilizzando come informazione ausiliaria il numero dei dipendenti di questo tipo di società nella popolazione, di fonte censuaria. Per il 2002, il valore finale stimato per le partecipazioni delle famiglie in società non di capitale risulterebbe pari a circa il 6,1 per cento del totale attività finanziarie delle famiglie (valutate al prezzo di mercato) attualmente pubblicato nei conti finanziari, con un intervallo di confidenza fra il 4,3 e il 9,3 per cento.

Per una stima aggregata del valore dei crediti e dei debiti commerciali delle famiglie produttrici (punto 2) sarebbe possibile utilizzare direttamente il risultato dell'indagine che, come ricordato, nel rilevare le principali componenti dello stato patrimoniale dell'azienda gestita o controllata, copre i rapporti di debito/credito commerciale nei confronti di

<sup>31</sup> In realtà, anche i crediti e i debiti commerciali delle famiglie consumatrici sono assenti nei CF e richiederebbero una valutazione; su tali strumenti finanziari non è tuttavia disponibile alcuna fonte.

<sup>32</sup> I conti finanziari hanno frequenza trimestrale e sono pubblicati con un ritardo di circa quattro mesi rispetto al mese finale del trimestre di riferimento.

<sup>33</sup> In particolare, le componenti dello stato patrimoniale da considerare sarebbero: a) *lo stock di capitali fissi, di scorte e il valore delle immobilizzazioni immateriali*, rilevati negli allegati B2 e B3 del questionario con la seguente domanda: "Quanto crede che potrebbe valere la sua ditta/azienda se lei volesse venderla, cessando di svolgerla l'attività, considerando gli eventuali strumenti per l'esercizio dell'attività, le scorte di magazzino e l'avviamento ed escludendo il valore degli immobili?"; b) *il valore dei fabbricati non residenziali* (allegato D1); c) *i crediti e debiti commerciali e le passività finanziarie* (allegati B2 e B3); d) *il valore del fondo di Trattamento fine rapporto (TFR)*, attualmente non rilevato dall'indagine.

<sup>34</sup> Utilizzando l'archivio Cerved, che contiene i bilanci dell'universo delle società di capitali italiane, si è calcolato il valore medio del TFR per dipendente e lo si è utilizzato come coefficiente da applicare alle imprese dell'indagine attraverso l'informazione sul numero dei loro dipendenti.

tutte le possibili controparti<sup>35</sup>. Per attenuare le distorsioni legate alla non risposta e/o all'*under-reporting*, il valore campionario potrebbe essere calibrato utilizzando le passività finanziarie dei CF, dato che, come visto, presenta un'elevata affidabilità. Applicando, sempre a titolo esemplificativo, tale procedura, nel 2002 i crediti commerciali avrebbero un peso di circa il 2,3 per cento (rispetto all'attuale 0,2) sulla ricchezza finanziaria lorda rilevata dai CF. Analogamente, i debiti commerciali delle famiglie corrisponderebbero a circa il 4 per cento delle passività finanziarie complessive.

Infine, una soluzione analoga potrebbe essere adottata per quanto riguarda i prestiti alle cooperative (punto 3). In questo caso, la stima fornita dall'IBF potrebbe essere calibrata con la consistenza dei depositi bancari rilevata dai conti finanziari, anch'essa molto affidabile. Nel 2002, ad esempio, questa soluzione porterebbe a stimare l'aggregato in misura pari allo 0,2 per cento delle attività totali delle famiglie.

Complessivamente le integrazioni esemplificate comporterebbero una rivalutazione delle attività e delle passività finanziarie delle famiglie attualmente pubblicate nei CF<sup>36</sup> dell'ordine, rispettivamente, dell'8 e del 4 per cento.

## 6. Conclusioni

Le stime di fonte campionaria della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e quelle pubblicate nei conti finanziari non sono immediatamente raccordabili e producono risultati *prima facie* fortemente dissimili.

Lo studio effettua in primo luogo una riconciliazione dettagliata dei dati delle due fonti; successivamente procede all'identificazione delle cause sottostanti alle ampie discordanze residue, ricercandole fra le diverse

<sup>35</sup> I vari lavori che si sono occupati del problema si sono concentrati sostanzialmente sulla stima dei crediti e debiti commerciali riferiti al totale delle imprese non finanziarie. Tali studi sono concordi nel ritenere che l'ammontare pubblicato sia sottostimato del 37 per cento circa il valore vero (Bartiloro e Di Giacinto, 2001; Beretta e Del Prete, 2001; Bronzini e Cannari, 2003); in alcuni casi sono state anche proposte nuove metodologie di stima (Bronzini e Cannari, 2003; Bartiloro e Coletta, 2004). I crediti e i debiti commerciali delle famiglie non si esauriscono però nei rapporti con le imprese non finanziarie, ma riguardano anche gli altri settori istituzionali (ed in particolare le Amministrazioni pubbliche e il resto del mondo).

<sup>36</sup> Il valore delle attività finanziarie è quello utilizzato nell'analisi che non include il fondo TFR.

tipologie di errori, campionari e di misura, che affliggono le stime e tenta di quantificarne la relativa importanza.

I principali risultati possono riassumersi come segue.

La riconciliazione della definizione del settore e dei criteri di valutazione degli strumenti tra le due fonti accresce il rapporto di copertura tra le stime campionarie e quelle aggregate per il totale delle attività finanziarie fra un minimo di 5 e un massimo di 9 punti percentuali negli anni considerati; per le passività il miglioramento è compreso fra 2 e 4 per cento. L'apporto della correzione è maggiore per i depositi (postali) e per i titoli di Stato rispetto agli altri strumenti finanziari ed è da attribuirsi principalmente allo scorporo dei ratei d'interesse dalla valutazione fornita nei CF. Il grado di accostamento fra le due stime rimane comunque piuttosto basso, raggiungendo un massimo del 36 per cento per le attività (nel 1998) e del 49 per cento per le passività (1995).

Una delle ragioni principali della discrepanza residua sembra da ricercarsi nella difficoltà, da parte dell'indagine, di misurare correttamente l'ammontare degli strumenti finanziari meno diffusi (ad esempio i titoli esteri, i pronti contro termine, i buoni postali fruttiferi, le obbligazioni private, le azioni e partecipazioni, ma anche, in misura crescente negli anni più recenti, i BTP), che tendono ad essere appannaggio delle famiglie più ricche, per le quali è più bassa la probabilità di partecipare alla rilevazione. Le famiglie con patrimoni ben superiori alla media non solo hanno una minore disponibilità a "contrattare" l'intervista, ma sono anche molto più difficili da raggiungere. Nell'indagine *Survey of Consumer Finances* (SCF) condotta sulle famiglie degli Stati Uniti, pur essendo presenti problemi simili, le famiglie più abbienti sono sovra-campionate, grazie alla disponibilità di informazioni di natura fiscale, e dunque tale problema assume una minore rilevanza. Nel presente lavoro non si è tentato di affrontare questo aspetto, la cui trattazione richiederebbe la conduzione di indagini *ad hoc* o il ricorso a informazioni ausiliarie con cui riponderare le stime.

Si è invece valutato l'effetto della mancata partecipazione, ipotizzando che la ricchezza dei non rispondenti sia assimilabile a quello dei rispondenti più difficili da intervistare. Il fenomeno sembra avere un impatto modesto: correggendo i dati per questo fattore, il rapporto di copertura con le stime macro aumenta nel 2002 di 9 punti percentuali per i depositi, di 6 punti per i titoli di stato e di circa 3 punti per le passività finanziarie totali e gli altri titoli.

L'impatto maggiore sulle stime è senz'altro quello esercitato dall'*under-reporting*: intervenendo sui dati micro per sanare gli effetti di questo fattore, nel caso dei depositi e dei titoli di Stato, che, per entrambe le fonti, sono gli aggregati meno soggetti ad altre tipologie di errori di misura, le differenze residue tra il dato di fonte IBF e quello aggregato raggiungono una dimensione compatibile con quella dell'intervallo di confidenza delle stime campionarie. Le differenze restano ancora rilevanti per l'insieme degli altri titoli, comprensivo di azioni, partecipazioni, obbligazioni e quote di fondi comuni; il fatto che la misurazione di tale aggregato risulti caratterizzata da un ridotto grado di affidabilità priva comunque il confronto di un solido ancoraggio e assoggetta i risultati dell'esercizio per questo strumento a un maggior grado di aleatorietà.

Nel corso dell'analisi è altresì emerso che le ipotesi sulla composizione del portafoglio sottostanti alla procedura di aggiustamento per l'*under-reporting*, se lontane dalla composizione effettiva nella popolazione, possono introdurre distorsioni significative nelle stime di fonte campionaria. Ciò suggerisce l'opportunità di ripetere, a intervalli temporali non troppo distanti, esperimenti analoghi a quello condotto con la BNL nel 1987, i cui risultati sono stati presi a riferimento per le elaborazioni contenute in questo studio.

Il lavoro di riconciliazione ha inoltre messo a fuoco alcuni aspetti, sia dell'indagine sia dei conti finanziari, suscettibili di miglioramenti, sui quali sono stati avanzati primi suggerimenti che potranno essere ripresi e sviluppati in studi futuri. L'aspetto più rilevante riguarda la stima delle partecipazioni delle famiglie nelle imprese diverse dalle società di capitali. Il dato, attualmente assente dalla struttura dei conti finanziari, potrebbe essere stimato con l'ausilio dell'indagine, a condizione di integrare le sezioni del questionario relative alle principali poste del conto patrimoniale dell'impresa familiare, o della società non di capitale di cui il capo famiglia è socio o gestore, in modo da poter desumere, per differenza tra l'attivo e il passivo, l'ammontare del patrimonio netto, ossia il valore da ascrivere tra le attività finanziarie del settore delle famiglie. Sempre utilizzando le informazioni dell'indagine sulle voci del conto patrimoniale, potrebbero essere stimati i crediti/debiti commerciali delle famiglie produttrici, oggi presenti nei conti finanziari solo limitatamente ai rapporti con le società non finanziarie.

## **APPENDICE I**

### **TAVOLE**

**Attività e passività finanziarie delle famiglie nell'indagine e nei conti finanziari:  
voci pubblicate e criteri di registrazione**

INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE (IBF)		
AF	ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
A	Depositi bancari, cert. di deposito e p.c.t.	valore nominale
A1	Depositi bancari in c/c	
A2	Depositi bancari a risparmio	
A3	Nominativi	
A4	al portatore	
A5	Certificati di deposito	
A6	Pronti contro termine	
B	Depositi postali	valore nominale
B1	C/c e libretti di deposito postale	
B2	Buoni fruttiferi postali	
C	Titoli di Stato italiani	valore nominale
C1	BOT	
C2	CCT	
C3	BTP	
C4	CTZ	
C5	Altri titoli di Stato	
D	Obbligaz. e quote di fondi comuni italiani	
D1	Obbligazioni	valore nominale
D2	Quote di fondi comuni	valore di mercato
E	Azioni e partecipazione italiane	valore di mercato
E1	Azioni quotate	
E3	Azioni di società non quotate	
E4	Quote di S.r.l.	
E5	Quote di società di persone	

CONTI FINANZIARI (CF)	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Biglietti, monete e depositi a vista presso Istituzioni finanz. monetarie presso altri residenti presso resto del mondo	biglietti e monete al valore facciale; depositi al valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Atri depositi presso Istituzioni finanz. monetarie presso altri residenti presso resto del mondo	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Titoli a breve termine emessi dalle Amm. pubbliche emessi da altri residenti emessi dal resto del mondo	valore di mercato e comprensivi dei ratei d'interesse (accettazione bancarie al valore nominale)
Titoli a medio/lungo termine emessi da Istituzioni finanz. mon. emessi dalle Amm. centrali: CCT emessi dalle Amm. centrali: altri emessi dalle Amm. locali emessi da altri residenti emessi dal resto del mondo	valore di mercato e comprensivi dei ratei d'interesse (titoli emessi dalle Amm. locali al valore nominale)
Azioni e altre partecipazioni emesse da residenti Di cui: azioni quotate emesse dal resto del mondo	valore di mercato

*segue Tav. A1*

**Attività e passività finanziarie delle famiglie nell'indagine e nei conti finanziari:  
voci pubblicate e criteri di registrazione**

INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE (IBF)		
AF	ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
F	Gestioni patrimoniali	valore di mercato
F1	Presso banche	
F2	Presso SIM	
F3	Gestioni fiduciarie	
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	valore nominale
G1	Obbligazioni e titoli di Stato esteri	
G2	Azioni e partecipazioni estere	
G3	Altro emesso da non residenti	valore di mercato
H	Prestiti alle cooperative (Coop, ecc.)	valore nominale
I	Assicurazioni vita e fondi pensione	
L	Crediti commerciali	

PF	PASSIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
PF1	Debiti verso banche e soc. finanziarie	valore nominale
PF2	Debiti commerciali	
PF3	Debiti verso altre famiglie	

CONTI FINANZIARI (CF)	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Quote di fondi comuni emesse da residenti emesse dal resto del mondo	valore corrente di rimborso
Riserve tecniche di assicurazione Riserve ramo vita e fondi pensione Riserve premi e sinistri	valore corrente dei diritti degli assicurati al pagamento del capitale o di una rendita
Altri conti attivi e passivi Crediti commerciali Altri	

PASSIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Prestiti a breve termine di Istituzioni finanz. monetarie di altre società finanziarie	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Prestiti a medio/lungo termine di Istituzioni finanz. monetarie di altre società finanziarie di Amm. pubbliche	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Riserve tecniche di assicurazione Riserve ramo vita e fondi pensione	valore corrente dei diritti degli assicurati al pagamento del capitale o di una rendita

**Tav. A2****Il peso delle istituzioni sociali private e della diversa  
valutazione delle consistenze nei CF**

Incidenza percentuale sul valore originario dei CF degli importi detenuti dalle istituzioni senza scopo di lucro

	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie	1,8	1,4	1,6	1,6
A	Depositi bancari	2,8	2,6	3,9	3,3
B	Depositi postali	1,5	1,3	1,5	1,8
C	Titoli di stato italiani	2,1	2,4	3,0	2,4
D	Obbligazioni e quote di f. comuni	1,1	1,0	1,2	1,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	1,1	0,9	1,2	1,2
G	Titoli esteri	0,4	0,3	0,3	0,4
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	0,0	0,0	0,0	0,0
PF	Passività finanziarie	3,6	2,7	2,0	2,8

Incidenza percentuale sul valore originario dei CF dei ratei di interessi e diversi criteri di valutazione

	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie	6,7	11,1	9,5	9,2
A	Depositi bancari	0,6	0,2	0,1	0,1
B	Depositi postali	26,4	30,6	31,4	30,6
C	Titoli di stato italiani	2,3	10,2	11,0	8,8
D	Obbligazioni e quote di f. comuni	27,7	6,0	3,4	1,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	0,0	0,0	0,0	0,0
G	Titoli esteri	0,2	0,5	0,5	0,7
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	0,0	0,0	0,0	0,0
PF	Passività finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0

Tav. A3

**La ricchezza finanziaria delle famiglie: stime campionarie, CF e grado di copertura**  
*(dopo riconciliazione; dati in milioni di euro e in percentuale della stima IBF sulla corrispondente voce dei CF)*

Codice IBF	Strumenti finanziari	1995			1998			2000			2002		
		IBF	CF	%	IBF	CF	%	IBF	CF	%	IBF	CF	%
AF	Attività finanziarie (= AF1+AF2+AF3+G+AF4)	437.258	1.309.452	33,4	667.400	1.837.583	36,3	786.150	2.365.497	33,2	744.961	2.396.453	31,1
AF1	Depositi (= A+B)	152.799	409.480	37,3	248.796	412.579	60,3	281.634	469.782	59,9	320.351	557.851	57,4
A	Depositi bancari, certificati di dep., p.c.t.	138.553	332.316	41,7	229.708	319.480	71,9	241.822	360.241	67,1	274.120	421.467	65,0
A1	depositi bancari in c/c	84.310	169.017	49,9	161.946	210.745	76,8	204.312	246.012	83,0	217.502	296.704	73,3
A2	depositi bancari a risparmio	25.467	40.856	62,3	48.563	43.490	111,7	23.877	49.756	48,0	45.733	53.236	85,9
A5	certificati di deposito	18.469	75.790	24,4	14.037	34.175	41,1	7.480	26.030	28,7	6.372	24.217	26,3
A6	pronti contro termine	10.307	46.653	22,1	5.162	31.071	16,6	6.153	38.443	16,0	4.513	47.312	9,5
B	Depositi postali	14.246	77.165	18,5	19.088	93.099	20,5	39.812	109.541	36,3	46.231	136.383	33,9
B1	c/c e libretti di deposito postale	6.380	27.106	23,5	10.858	30.205	35,9	28.263	40.717	69,4	35.432	59.689	59,4
B2	buoni fruttiferi postali	7.866	50.059	15,7	8.230	62.894	13,1	11.549	68.824	16,8	10.799	76.694	14,1
AF2	Titoli di Stato (= C)	132.437	397.541	33,3	93.672	222.121	42,2	96.274	167.476	57,5	66.924	212.926	31,4
C	Titoli di stato italiani	132.437	397.541	33,3	93.672	222.121	42,2	96.274	167.476	57,5	66.924	212.926	31,4
C1	BOT	75.837	167.283	45,3	42.629	46.542	91,6	46.825	24.809	188,7	30.356	32.094	94,6
C2	CCT	30.763	116.445	26,4	21.261	60.450	35,2	19.135	39.193	48,8	14.214	34.849	40,8
C3	BTP	20.373	99.777	20,4	21.107	99.052	21,3	24.653	93.437	26,4	18.216	136.492	13,3
C4+C5	CTZ e altri titoli di Stato	5.464	14.036	38,9	8.675	16.077	54,0	5.661	10.037	56,4	4.138	9.492	43,6
AF3	Altri titoli (= D+E+F)	84.958	430.467	19,7	228.424	1.081.019	21,1	296.637	1.541.437	19,2	240.670	1.371.269	17,6
D	Obbligaz., quote di f. comuni italiani	32.111	129.071	24,9	106.134	515.846	20,6	142.300	620.376	22,9	131.640	598.537	22,0
D1	obbligazioni	11.143	67.567	16,5	27.676	163.610	16,9	31.656	216.179	14,6	45.020	292.999	15,4
D2	quote di fondi comuni	20.968	61.504	34,1	78.458	352.235	22,3	110.644	404.197	27,4	86.620	305.538	28,3
E	Azioni e partecipazioni italiane	50.720	222.533	22,8	115.680	395.569	29,2	145.000	656.107	22,1	102.786	577.108	17,8
E1	azioni quotate	12.109	50.649	23,9	37.197	139.292	26,7	56.907	190.511	29,9	41.696	116.850	35,7
E3+E4	azioni non quotate e quote di S.r.l.	38.611	171.885	22,5	78.483	256.277	30,6	88.093	465.597	18,9	61.090	460.258	13,3
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	2.127	78.863	2,7	6.610	169.605	3,9	9.337	264.953	3,5	6.244	195.624	3,2
G1	obbligazioni e titoli di Stato esteri	1.382	30.283	4,6	4.609	56.456	8,2	3.203	73.390	4,4	3.714	89.310	4,2
G2	azioni e partecipazioni estere	345	26.086	1,3	1.834	60.588	3,0	2.780	108.450	2,6	1.995	67.269	3,0
G3	altro, emesso da non residenti	399	22.494	1,8	167	52.561	0,3	3.355	83.113	4,0	535	39.045	1,4
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	55.386	68.257	81,1	83.824	117.692	71,2	92.825	182.653	50,8	93.675	249.140	37,6

**La ricchezza finanziaria delle famiglie: differenza fra stime campionarie e CF dopo riconciliazione**

*(dati in milioni di euro, l'errore standard è calcolato sulle stime di fonte indagine)*

Strumenti finanziari	1995		1998		2000		2002	
	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.
Attività finanziarie	872.194	15.519	1.170.18	41.157	1.579.346	50.537	1.651.492	36.549
Depositi bancari	193.763	4.417	89.772	12.101	118.418	17.129	147.347	22.802
Depositi postali	62.918	867	74.010	1.383	69.729	7.269	90.152	7.850
Titoli di Stato italiani	265.104	6.324	128.449	9.096	71.202	16.023	146.002	7.526
Obbligazioni	56.424	2.560	135.934	4.489	184.523	5.505	247.979	5.827
Quote di fondi comuni	40.536	2.259	273.777	9.360	293.553	12.676	218.918	7.764
Azioni, partecipazioni italiane	171.813	9.977	279.889	25.590	511.107	26.050	474.322	14.840
Titoli esteri	76.737	401	162.995	1.313	255.616	3.324	189.380	1.105
Assicuraz.. vita e fondi pensione	12.871	2.634	33.868	4.058	89.828	5.039	155.465	4.246
Crediti commerciali	-7.971	1.427	-8.510	2.290	-14.630	3.029	-18.074	5.692
Passività finanziarie	82.711	4.166	115.578	6.457	142.483	6.984	162.389	9.142

**Tav. A5****La composizione del portafoglio finanziario delle famiglie***(valori percentuali)*

Strumenti finanziari	1995		1998		2000		2002	
	IBF	CF	IBF	CF	IBF	CF	IBF	CF
Depositi bancari	31,7	25,7	34,4	17,6	30,8	15,6	36,8	17,9
Depositi postali	3,3	5,9	2,9	5,1	5,1	4,6	6,2	5,7
Titoli di Stato italiani	30,3	30,5	14,0	12,2	12,2	7,2	9,0	9,0
strumenti "meno rischiosi"	65,3	62,1	51,3	34,9	48,1	27,4	52,0	32,6
Obbligazioni	2,5	5,1	4,1	8,9	4,0	9,1	6,0	12,2
Quote di fondi comuni	4,8	4,7	11,8	19,1	14,1	17,0	11,6	12,7
Azioni, partecipazioni italiane	11,6	16,9	17,3	21,4	18,4	27,6	13,8	24,0
strumenti "più rischiosi"	18,9	26,7	33,2	49,4	36,5	53,7	31,4	48,9
Titoli esteri	0,5	5,9	1,0	9,1	1,2	11,1	0,8	8,1
Assicurazioni vita e f. pensione	12,7	5,1	12,6	6,3	11,8	7,6	12,6	10,2
Crediti commerciali	2,7	0,3	1,9	0,2	2,4	0,2	3,1	0,2
Attività finanziarie	100	100	100	100	100	100	100	100
Passività finanziarie <sup>(1)</sup>	18,5	12,9	14,2	11,4	15,1	11,1	17,8	12,6

(1) calcolato sul totale delle attività finanziarie.

**Tav. A6****La dinamica del portafoglio finanziario***(indici: 1995=100)*

Strumenti finanziari	IBF				CF			
	1995	1998	2000	2002	1995	1998	2000	2002
Depositi bancari	100	166	175	198	100	96	110	127
Depositi postali	100	134	279	324	100	120	142	177
Titoli di Stato italiani	100	71	73	51	100	56	42	54
Obbligazioni	100	248	349	283	100	242	320	434
Quote di fondi comuni	100	374	443	410	100	572	658	497
Azioni e partecipazioni	100	228	286	203	100	177	295	259
Titoli esteri	100	311	439	294	100	215	335	248
Assicurazioni vita e f. pensione	100	151	168	169	100	172	268	365
Crediti commerciali	100	109	161	200	100	113	112	142
Attività finanziarie	100	153	179	170	100	140	180	183
Passività finanziarie	100	117	147	164	100	124	155	178

## Tav. A7

**Possesso di attività finanziarie nell'IBF***(percentuale di famiglie)*

Codice IBF	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie (=AF1+AF2+AF3+G+AF4)	86,7	86,8	86,1	86,3
AF1	Depositi (=A+B)	85,4	86,0	85,4	85,8
A	Depositi bancari, certificati di dep., p.c.t.	81,3	82,2	79,7	77,9
A1	depositi bancari in c/c	68,9	73,2	73,2	73,0
A2	depositi bancari a risparmio	26,7	28,0	17,7	13,5
A5	certificati di deposito	5,3	3,7	2,0	1,2
A6	pronti contro termine	1,2	0,7	0,6	0,5
B	Depositi postali	14,6	15,0	16,6	18,6
B1	c/c e libretti di deposito postale	9,6	11,5	13,8	16,9
B2	buoni fruttiferi postali	7,4	5,9	5,4	4,8
AF2	Titoli di Stato (=C)	26,4	11,8	11,7	9,4
C	Titoli di stato italiani	26,4	11,8	11,7	9,4
C1	BOT	22,4	8,7	9,5	7,1
C2	CCT	7,8	4,4	3,3	2,0
C3	BTP	4,4	2,5	1,9	2,0
C4+C5	CTZ e altri titoli di Stato	1,2	0,8	0,7	0,6
AF3	Altri titoli (=D+E+F)	11,7	16,0	19,2	20,5
D	Obbligaz., quote di f. comuni italiani	5,9	12,5	14,4	14,0
D1	obbligazioni	2,6	5,1	5,7	6,0
D2	quote di fondi comuni	4,2	9,6	11,6	10,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	7,4	7,8	9,7	11,3
E1	azioni quotate	4,2	7,1	9,2	9,0
E3+E4	azioni non quotate e quote di S.r.l.	1,8	2,3	1,8	1,8
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	0,4	0,8	1,2	1,1
G1	obbligazioni e titoli di Stato esteri	0,3	0,4	0,6	0,7
G2	azioni e partecipazioni estere	0,1	0,5	0,6	0,4
G3	altro, emesso da non residenti	0,1	0,1	0,2	0,1
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	27,9	29,2	27,6	24,0
AF4	Crediti commerciali	4,5	3,5	4,2	4,7
PF	Passività finanziarie (=PF1+PF2)	24,7	22,6	22,6	21,1
PF1	Debiti verso banche e soc. finanziarie	24,7	22,6	22,6	21,1
PF1	Debiti commerciali	3,8	2,9	3,2	1,5

**Tav. A8****La ricchezza in aziende del settore famiglie**

Composizione delle aziende

		Aziende		
		Imprese individuali, soc. semplici e soc. di fatto	Società di persone	Società di capitali (quotate e non quotate)
		N° addetti ≤ 5		
Settori SEC95	Famiglie produttrici	Società e quasi-società		

Valutazione della ricchezza in aziende nella Contabilità nazionale e nell'IBF

Contabilità nazionale (Conto patrimoniale)	Attività reali	Attività finanziarie				
	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore delle part. complessive	Valore delle partecipazioni complessive		Valore delle partecipazioni complessive	
IBF	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore delle partecipazioni di controllo	Valore delle partecipazioni finanziarie	Valore delle part. di controllo	Valore delle part. finanziarie

Definizione teorica dello strumento “azioni e altre partecipazioni”

IBF	Si	Si	Si		Si	
CF (SEC95)		Si	Si	Si	Si	Si

Disponibilità delle stime per le varie componenti nelle due fonti

IBF	Si	Si	Si	Si	Si	Si
CF	(*)				Si	Si
Confronto					Si	Si

(\*) Stime macro non disponibili, ma ricostruibili a partire dai dati di flusso.

Tav. A9

**Effetto delle correzioni nel confronto fra stime IBF e CF**  
*(stime IBF in percentuale della corrispondente voce dei CF)*

Strumenti finanziari	Dati non aggiustati (a)	Dati corretti per differenze definitorie (b)	Dati IBF corretti anche per mancata partecipazione	Dati IBF corretti anche per <i>under-reporting</i> (c)	Variabilità campionaria (int. di conf. al 95%) (c)
1995					
Depositi	33,8	37,2	39,3	67,7	57,9 - 77,4
Titoli di Stato	33,4	33,3	36,6	80,5	63,0 - 97,9
Altri titoli	20,9	19,7	22,2	78,7	60,6 - 96,7
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
1998					
Depositi	50,7	60,3	67,1	121,4	* 93,7 - 149,2
Titoli di Stato	37,0	42,2	50,0	96,2	* 74,2 - 118,2
Altri titoli	21,1	21,1	28,0	89,9	* 56,3 - 123,5
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
2000					
Depositi	52,4	59,9	68,9	139,9	* 98,9 - 180,8
Titoli di Stato	49,6	57,5	64,6	173,9	119,4 - 228,3
Altri titoli	18,8	19,2	22,4	66,0	36,3 - 95,6
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
2002					
Depositi	50,3	57,4	66,7	119,5	* 86,8 - 152,1
Titoli di Stato	33,4	31,4	37,2	100,7	* 71,8 - 129,6
Altri titoli	17,3	17,6	20,0	54,9	38,0 - 71,7
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9

(a) I dati delle due fonti incorporano le differenze sia per la definizione del settore delle famiglie che i criteri di valutazione degli strumenti finanziari. La sola riconciliazione effettuata è quella del grado di aggregazione delle voci riportate. – (b) I dati sono coerenti sia per il settore di riferimento che per la valutazione degli strumenti. – (c) La correzione non si effettua per le passività finanziarie. Per la voce “altri titoli”, inoltre, la correzione è applicata solo alle azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni. Per maggiore omogeneità, dalla voce dei CF è stata esclusa una stima delle partecipazioni indirette detenute delle famiglie. Le gestioni patrimoniali, non rilevate nel 1987, sono escluse dal dato IBF, mentre sono incluse nei CF.

Tav. A10

**Le revisioni<sup>(a)</sup> nei conti finanziari delle famiglie**

*Variazioni rispetto alla pubblicazione precedente  
(dati in milioni di euro e valori percentuali)*

Strumenti	Numero di revisioni > 5%	Ammontare medio delle revisioni in valore assoluto	Ammontare medio delle revisioni percentuali	Coeff. di variazione (%)
Attività finanziarie	3	34520	1.4	2.4
Depositi	2	2201	0.5	1.5
Depositi bancari in c/c	2	1249	0.5	1.7
Depositi bancari a risparmio	2	405	1.0	2.9
Certificati di deposito	2	116	0.5	1.6
Pronti contro termine	2	384	1.1	3.8
c/c e libretti di deposito postale	7	830	2.1	4.8
Buoni fruttiferi postali	0	26	0.0	0.1
Titoli di stato italiani	6	3401	1.2	3.5
BOT <sup>(b)</sup>	2	622	4.2	6.4
CCT <sup>(b)</sup>	9	3849	4.4	14.6
BTP	2	240	0.2	0.8
CTZ e altri titoli di Stato	4	226	1.4	2.0
Altri titoli	4	30954	2.0	3.5
Obbligazioni	5	2983	1.5	3.5
Quote di fondi comuni	0	85	0.0	0.1
Azioni quotate	8	4357	4.2	6.3
Azioni non quotate e quote di S.r.l.	12	14784	5.3	7.7
Obbligaz. e titoli di Stato esteri	0	13	0.0	0.0
Azioni e partecipazioni estere	0	94	0.1	0.2
Altro emesso da non residenti	7	1579	3.2	6.3
Assicurazioni vita e fondi pensione	1	933	0.4	0.5
Crediti commerciali	3	43	0.9	1.6
Passività finanziarie	0	113	0.0	0.1

(a) Si sono confrontate, per i singoli strumenti e per gli anni dal 1995-2002, le stime presenti nelle varie edizioni dei CF (fino a quella del 2003Q4). Le varie voci sono qui presentate con un dettaglio coerente con il resto del lavoro, diverso da quello utilizzato nei CF. Tutte le revisioni sono considerate in valore assoluto, onde evitare che le variazioni al rialzo fossero sterilizzate da quelle al ribasso. – (b) L'entità delle revisioni sulle consistenze di BOT e CCT detenuti dalle famiglie è il risultato di una significativa variazione dei dati sul 2002, dovuta ad una riclassificazione di un ammontare di entità rilevante tra i due strumenti (cfr. l'Appendice alla Relazione sull'anno 2003, in particolare la nota alla tavola aB80). Se si esclude questa variazione, la media delle revisioni percentuali e il coefficiente di variazione sui BOT scendono rispettivamente a 0,3 per cento e 0,9 per cento, mentre gli stessi indici per i CCT scendono a 3 per cento e 12 per cento.

**Tav. A11****Indice di affidabilità di Heise per le stime campionarie**

Grandezze	1989, 1991, 1993	1995, 1998, 2000
Ricchezza netta (= AR+AF-PF)	0,83	0,82
Attività reali (AR)	0,82	0,79
Immobili	0,82	0,86
di cui abitazione di residenza	0,83	0,90
Aziende	0,67	0,56
Attività finanziarie (AF)	0,85	0,68
Depositi bancari e postali	0,50	0,38
Titoli di Stato	0,99	0,74
Altri titoli (azioni, obbligazioni, f. comuni, etc.)	0,74	0,64
Passività finanziarie (PF)	0,59	0,54
per acquisto o ristrutturazione di immobili	0,63	0,54
per acquisto di mezzi di trasporto	0,37	0,72
per l'acquisto di mobili ed elettrodomestici	-	0,11
per l'acquisto di beni non durevoli	0,04	0,16

Fonte: Biancotti, D'Alessio e Neri (2004).

## APPENDICE II

### NOTE METODOLOGICHE

#### *Le famiglie nei conti finanziari*

Nei conti finanziari i due settori delle famiglie e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie vengono rappresentati in forma aggregata.

*Famiglie.* – Il settore comprende individui o gruppi di individui nella loro funzione di consumatori e nella eventuale funzione di imprenditori, che producono beni e servizi non finanziari e servizi finanziari destinabili alla vendita purché, in quest'ultimo caso, il loro comportamento economico e finanziario non sia tale da configurare una quasi-società. Le risorse principali di queste unità provengono da redditi da lavoro dipendente, da redditi da capitale, da trasferimenti effettuati da altri settori, da entrate derivanti dalla vendita della produzione o da entrate imputate per i prodotti destinati all'autoconsumo.

Nel settore famiglie rientrano: gli operai, gli impiegati, i lavoratori dipendenti, i pensionati, i redditieri, i beneficiari di altri trasferimenti. Fanno inoltre parte delle famiglie le società semplici, le società di fatto, le imprese individuali, la cui funzione principale sia produrre beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita, con un numero di addetti fino a cinque unità.

Pur non essendo obbligatorio ai sensi del SEC95, l'Italia distingue tra attività e passività finanziarie di famiglie consumatrici, da un lato, e imprese individuali (o famiglie produttrici), dall'altro. Al momento queste informazioni non sono pubblicate con evidenza separata.

*Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.* – Il settore comprende le unità istituzionali senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, dotate di personalità giuridica o alle quali si riconosce rilevanza economica, che producono beni e servizi non destinabili alla vendita. Le risorse principali delle unità appartenenti a questo settore, oltre a quelle derivanti da vendite occasionali, provengono da contributi volontari in denaro o in natura versati dalle famiglie nella loro funzione di consumatori, da pagamenti effettuati dalle Amministrazioni pubbliche e da redditi da capitale.

Per convenzione rientrano nel settore le seguenti istituzioni, pur non ricorrendo le condizioni sopra indicate: le istituzioni e gli enti ecclesiastici e religiosi; i partiti politici e le organizzazioni ausiliarie (ad esempio le organizzazioni giovanili associate a un partito politico); i sindacati e le associazioni con fini prevalentemente sindacali; gli ordini professionali.

### *Le famiglie nell'indagine*

Ai fini dell'indagine, per "famiglia" si intendono tutte le persone che vivono stabilmente insieme, nella medesima abitazione, e che mettono in comune tutto o una parte del reddito (è considerata famiglia anche quella composta da una sola persona).

Sono considerati componenti della famiglia anche gli assenti temporanei, quali: persone in ferie, assenti temporanei per studio o per malattia ed altri eventuali non parenti che vivono stabilmente nella famiglia e che mettono in comune tutto o parte del reddito. Non sono invece considerati nella famiglia i soggetti che, pur "convivendo" sotto lo stesso tetto, gestiscono le loro entrate e le loro spese separatamente dalla famiglia (ad esempio il personale di servizio, gli inquilini di affittacamere, ecc.).

La definizione di famiglia include sia le famiglie produttrici che le famiglie consumatrici, non sono invece incluse le *Istituzioni senza scopo di lucro*.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Antoniewicz, R.L. (2000), *A Comparison of the Household Sector from the Flow of Funds Accounts and the Survey of Consumer Finances*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Paper, n. 26, ottobre.
- Banca d'Italia (2004), *Relazione annuale sul 2003*, Roma.
- Bartiloro, L. e M. Coletta (2004), *Il credito commerciale nei conti finanziari italiani ed europei*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Bartiloro, L. e V. Di Giacinto (2001), *La revisione della stima dei crediti e dei debiti commerciali nei conti finanziari*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Beretta, E. e S. Del Prete (2001), *Una valutazione quantitativa del credito commerciale in Italia*, dattiloscritto.
- Biancotti, C., D'Alessio, G. e A. Neri (2004), *Errori di misura nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 522.
- Bonci, R., Cannari, L., Karagregoriou, A., Marchese, G. e A. Neri (2005), *Defining Household Wealth in Business* lavoro presentato alla Conferenza "Construction and Usage of Comparable Microdata on Wealth", Perugia, 27-29 gennaio.
- Brandolini, A., Cannari, L., D'Alessio, G. e I. Faiella (2004), *Household Wealth Distribution in Italy in the 1990s*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 530.
- Bronzini, R. e L. Cannari (2003), *A quanto ammontano i crediti commerciali in Italia?*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Cannari, L. e G. D'Alessio (1990), *Housing Assets in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, in C. Dagum e M. Zenga (a cura di), *Income and Wealth Distribution, Inequality and Poverty*, Berlino, Springer-Verlag.
- (1992), *Mancate interviste e distorsione degli stimatori*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 172.

- (1993), *Non-Reporting and Under-Reporting Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth* in "Bulletin of the International Statistics Institute", Vol. LV, n. 3, Pavia.
- Cannari, L., D'Alessio, G., Raimondi, G. e A. Rinaldi (1990), *Le attività finanziarie delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 136.
- Cannari, L., D'Alessio, G. e M. Paiella (2004), *La ricchezza delle famiglie italiane: un'analisi territoriale*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Cicchitelli, G., Herze, A. e G. Montanari. (1992), *Il Campionamento Statistico*, Bologna, il Mulino.
- D'Alessio, G. e I. Faiella (2002), *Nonresponse Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 462.
- Eymann, A. e A. Börsch-Supan (2002), *Household Portfolios in Germany*, in L. Guiso, M. Haliassos e T. Jappelli (a cura di), *Household Portfolios*, Cambridge, MA, The MIT Press.
- Guiso, L., Haliassos, M. e T. Jappelli (2002) (a cura di), *Household Portfolios*, Cambridge, MA, The MIT Press.
- Heise, D. (1969), *Separating Reliability and Stability in Test-Retest Correlation*, in "American Sociological Review", vol. 34, n. 1, pp. 93-101
- .

## **DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. BONCI, G. MARCHESE E A. NERI**

*Daniele Fano\**

Il lavoro di Riccardo Bonci, Grazia Marchese e Andrea Neri ha il pregio di consentire di fare il punto, in maniera argomentata e dettagliata, sulle caratteristiche specifiche e sull'affidabilità delle due fonti di informazione sulla ricchezza delle famiglie, i dati aggregati dei conti finanziari e i dati campionari dell'indagine sui bilanci delle famiglie. I risultati appaiono, nell'insieme, incoraggianti: gli studiosi e tutti gli utilizzatori delle statistiche possono contare, salvo le inevitabili cautele per categorie quali le azioni non quotate, su dati macro e micro di sicura rilevanza. Il contesto dei mercati, con la crescente istituzionalizzazione del risparmio, favorisce il miglioramento della qualità dei dati nel tempo, ma è certo che senza lo sforzo continuo e rigoroso del Servizio Studi della Banca d'Italia non disporremmo oggi di fonti così valide.

Nessuna delle due fonti, quella aggregata sui conti finanziari e quella micro che scaturisce dall'indagine, gode sempre di buona stampa. I conti finanziari delle famiglie hanno tradizionalmente alcune componenti calcolate "a residuo" rispetto ad altri settori e altre componenti la cui stima è fortemente aleatoria, come le azioni non quotate. L'indagine sui bilanci delle famiglie è viziata da forte *under-reporting* e *mis-reporting*. Un esame attento permette tuttavia di scartare un pessimismo generico riguardo alla qualità e alla confrontabilità dei dati.

Come proxy dell'affidabilità delle fonti macro gli autori costruiscono un indicatore descrittivo della loro variabilità. Laddove la fonte dei dati è costituita dalle informazioni dirette degli intermediari, le revisioni sono di importi ridotti e l'affidabilità appare molto alta. Ciò appare molto incoraggiante poiché la tendenza all'istituzionalizzazione del risparmio delle famiglie appare un trend inarrestabile e, quindi, nel tempo, la componente più affidabile dei conti appare destinata a crescere ancora.

Gli scarti tra le stime campionarie e le consistenze aggregate dei conti finanziari sono più rilevanti per le obbligazioni (16 per cento), i fondi

---

\* Responsabile Studi Economici, Pioneer Global Asset Management.

comuni (30 per cento), le azioni quotate (30 per cento; 23 per cento per le non quotate), i titoli di Stato (dal 30 al 57 per cento).

L'importanza della distribuzione della ricchezza viene giustamente evidenziata dagli autori in quanto impatta sulla differenza tra il valore medio rispecchiato dalla contabilità nazionale e il valore mediano che risulta dalle indagini campionarie.

Gli autori si soffermano quindi sulle correzioni che, su questa base, si possono apportare all'*under-reporting*.

A questo proposito vorrei dare un contributo a supporto dei risultati raggiunti. Il gruppo Unicredit italiano ha condotto una propria indagine in parallelo con quella della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie nel 2002. I risultati, di prossima pubblicazione per quanto riguarda la tematica della correzione dell'*under-reporting*, sono stati incrociati con i dati amministrativi dei clienti intervistati, nel rispetto, naturalmente, della normativa sulla privacy. In tal modo l'*under-reporting* ha potuto essere misurato con un riscontro obiettivo. Il fatto interessante è che, pur con tanti anni di distanza e con una base di misurazione più precisa, i risultati non appaiono discostarsi in maniera sostanziale da quelli ottenuti dal lavoro fatto con BNL e utilizzato in questo paper. Si tratta di una conferma importante e molto incoraggiante riguardo all'affidabilità dei dati "corretti".

Nessuno meglio di chi produce i dati è in grado di rivelarne le peculiarità, i limiti. Non tutti i produttori trovano però il modo e il tempo di fornirne un'appropriata guida alla lettura e alla comprensione. Da questo punto di vista il contributo in esame appare particolarmente pregevole.

**Sessione 3**

**L'ITALIA**

Presidente: *Luigi Spaventa*

# **RICCHEZZA FINANZIARIA E INDEBITAMENTO DELL'ECONOMIA ITALIANA DAL 1950 AL 2004**

*Riccardo De Bonis\**

## **1. Introduzione**

Nel 1951 l'Italia era un paese agricolo. Il reddito pro-capite era il 50 per cento di quello inglese e meno del 70 per cento di quello francese. Le attività finanziarie erano una volta e mezzo il PIL (fig. 1). Le attività verso i non residenti erano il 10 per cento del PIL (fig. 2).

Nel dopoguerra l'Italia è diventata un paese industriale. Oggi il reddito pro-capite è circa il 90 per cento di quello inglese e il 96 per cento di quello francese (in anni passati il confronto era per noi più favorevole). Le attività finanziarie sono 7 volte il PIL. Le attività verso non residenti sono pari al PIL.

Obiettivo di questo lavoro è offrire una sintesi dello sviluppo finanziario italiano dal 1950 a oggi, utilizzando come fonte principale le consistenze di attività e passività finanziarie ricostruite da Bonci e Coletta (2006). Si analizzano i cambiamenti del risparmio delle famiglie, dell'indebitamento delle imprese, della struttura di bilancio delle società finanziarie, in particolare delle banche. Un'attenzione minore è rivolta al settore delle Amministrazioni pubbliche, data la numerosità dei contributi sull'evoluzione di lungo periodo del debito pubblico<sup>1</sup>, e ai rapporti con il resto del mondo, che avrebbero meritato una trattazione autonoma<sup>2</sup>.

L'evoluzione della struttura finanziaria è interconnessa con la dinamica dell'economia reale, in particolare con l'andamento del ciclo economico, degli investimenti, dell'inflazione; risente dei cambiamenti

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Si ringraziano Massimo Coletta, Giuseppe Della Torre, Giuseppe Marotta, Federico Signorini e Ignazio Visco per i commenti a una versione precedente del lavoro. Miria Rocchelli ha curato le tavole e i grafici. Le opinioni espresse nel testo sono personali e non impegnano la responsabilità della Banca d'Italia.

<sup>1</sup> Cfr. Artoni e Biancini (2003). Nei conti finanziari le passività delle Amministrazioni pubbliche (AP) sono diverse dal debito pubblico. Le prime, infatti, sono considerate al valore di mercato, mentre il debito pubblico è di norma espresso in termini nominali. Nei conti finanziari, inoltre, le passività delle AP comprendono strumenti, ad esempio i derivati, non inclusi nella definizione consueta di debito (cf. Banca d'Italia, 2006).

<sup>2</sup> Si veda Biagioli (1995).

nella regolamentazione bancaria e finanziaria<sup>3</sup>; è influenzata dal regime della politica monetaria e dalle innovazioni fiscali, come mostrato dal saggio di Ricotti e Sanelli in questo volume. Senza dimenticare l'importanza di questi nessi, essi saranno trattati al minimo, soprattutto per esigenze di spazio.

Ci siamo concentrati sui principali strumenti finanziari disponibili nell'economia: biglietti e monete, depositi, titoli, prestiti, azioni e partecipazioni, quote di fondi comuni, riserve tecniche di assicurazione e quote di fondi pensione (cfr. tav. 1). Secondo la tradizione prevalente dei conti finanziari italiani, le statistiche presentate nel lavoro non sono consolidate.

Dopo l'introduzione, il lavoro è suddiviso in cinque paragrafi, dedicati ai cinque decenni che seguono il 1950. Il paragrafo 7 riassume le tendenze principali di lungo periodo.

## **2. Gli anni cinquanta: successi e incertezze**

Negli anni cinquanta, in un quadro di stabilità monetaria (il costo della vita crebbe in media del 3,5 per cento all'anno) e di forte crescita economica (il PIL aumentò di oltre il 6 per cento medio annuo), le autorità monetarie puntarono a un rafforzamento del sistema creditizio, dopo i fallimenti degli anni trenta<sup>4</sup>. L'aumento del numero degli sportelli bancari fu funzionale all'obiettivo di accrescere la raccolta del risparmio. All'inizio del decennio i depositi erano pari a circa il 50 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie; il peso del circolante superava il 10 per cento (tav. 2).

Negli anni cinquanta le obbligazioni e le azioni ebbero un ruolo rilevante nel finanziamento delle imprese. Le obbligazioni pesarono per il 6 per cento nel flusso di fondi alle imprese nel periodo 1951-53; per il 10 per cento negli anni 1954-59; per il 9 per cento nel triennio 1960-62<sup>5</sup>. Si tratta di valori che nel Novecento sono stati raggiunti solo in poche

<sup>3</sup> Una sintesi della trasformazione del sistema finanziario che guarda a questi aspetti è offerta da Onado (2003).

<sup>4</sup> Sul sistema creditizio negli anni cinquanta si vedano Albareto (1999), Albareto e Trapanese (1999), Pittaluga (1999). Goldsmith e Zecchini (1999) discutono l'andamento delle attività finanziarie rispetto al PIL.

<sup>5</sup> Cfr. Cotula (1999), tav. 2.

occasioni. Il peso delle obbligazioni non fu trascurabile anche in termini di consistenze nelle passività finanziarie delle imprese.

Ancora maggiore fu il contributo al finanziamento delle imprese fornito dalle azioni. Tra il 1950 e il 1961 le azioni non sono mai scese sotto il 35 per cento del totale del passivo di bilancio (tav. 3). Le famiglie aumentarono progressivamente la detenzione di azioni, diminuendo il possesso di depositi, la cui incidenza scese nel 1960 al 32 per cento, quasi venti punti percentuali in meno rispetto al 1950.

Le autorità monetarie ritenevano che, accanto al rafforzamento del sistema creditizio, si dovesse perseguire l'obiettivo di un aumento delle emissioni obbligazionarie e azionarie delle imprese, viste come strumenti complementari ai finanziamenti bancari. Le banche erano scettiche su questi sviluppi<sup>6</sup>. Le difficoltà delle emissioni obbligazionarie e, soprattutto, di quelle azionarie si sarebbero manifestate dall'inizio degli anni sessanta. Sulla raccolta azionaria avrebbero pesato, oltre all'atteggiamento negativo delle banche, altri fattori: la ritrosia delle imprese alla quotazione, per il timore della perdita del controllo delle società e l'onere di dover aumentare la trasparenza sui conti aziendali; le riforme fiscali che disincentivarono l'offerta e la domanda di azioni; l'assenza di una riforma della Borsa; il rallentamento ciclico dell'economia dopo il boom del 1958-1963; l'incremento del credito agevolato che avrebbe reso meno necessaria la raccolta di mezzi esterni; la crescente pressione sui mercati finanziari che sarebbe arrivata dalle Amministrazioni pubbliche; la scarsa attenzione, colmata solo di recente, per la tutela dell'investitore e degli azionisti di minoranza<sup>7</sup>.

Passando agli altri settori istituzionali, nella anni cinquanta, le attività e le passività del resto del mondo avevano un peso contenuto sul

<sup>6</sup> Vicarelli (1982) sostiene che le banche temevano la concorrenza e la disintermediazione da parte dei mercati.

<sup>7</sup> Secondo la periodizzazione proposta da Barbiellini Amidei e Impenna (1999), gli anni 1949-1955 sono quelli del possibile decollo della borsa; la fase 1956-1961 è definita come l'occasione mancata; il periodo 1961-64 è quello di crisi e declino strutturale. Si veda pure il commento di Pagano (1999). Come notato da Vicarelli (1979): *"Solo verso la fine degli anni cinquanta l'aumento dell'autofinanziamento da un lato e una relativa espansione del mercato dei capitali dall'altro hanno creato le condizioni per una possibile disintermediazione delle banche. Le vicende degli anni sessanta, e in particolare il rapido aumento delle necessità di finanziamento del settore pubblico e del credito agevolato, hanno tuttavia scongiurato, anche attraverso un altrettanto rapida espansione degli Istituti di credito speciale, che il sistema degli intermediari nel suo complesso corresse questo rischio"*. Aganin e Volpin (2005) sostengono che l'andamento della borsa in Italia non è stato collegato ai cambiamenti nel grado di protezione degli investitori, ma è correlato negativamente al numero di imprese pubbliche quotate.

totale delle attività e delle passività dei residenti e dei non residenti (tav. 4); erano basse anche in rapporto al PIL. Dalla seconda metà del decennio, i surplus della bilancia commerciale dell'Italia diedero luogo a una posizione creditoria netta del paese verso l'estero, che sarebbe prevalsa per molti anni. Anche le Amministrazioni pubbliche, come il resto del mondo, avevano un ruolo limitato nell'emissione e nella detenzione di strumenti finanziari; le loro passività erano intorno al 30-40 per cento del PIL.

### 3. Gli anni sessanta: la macchina rallenta

Negli anni sessanta è naturale individuare un "decennio breve": i primi tre anni del decennio appartengono a quel periodo di accelerazione della crescita, iniziata nel 1958, che si innestava sull'espansione degli anni cinquanta. Gli anni sessanta, inoltre, finirono in anticipo, con l'autunno caldo del 1969, che darà inizio alle turbolenze, ben maggiori, del decennio settanta.

Il "decennio breve" comincia nell'ottobre del 1963, con la manovra restrittiva di politica monetaria contrastante le tensioni inflazionistiche manifestatesi dal 1962<sup>8</sup>. La manovra riuscì: l'aumento del costo della vita scese dal 7,6 per cento del 1963 al 4,7 nel 1965. La crescita del reddito subì un rallentamento: il PIL, che era salito del 7,1 per cento nel 1963, aumentò del 3,9 nel 1964. Nella parte restante del decennio la crescita si mantenne comunque soddisfacente.

Dal 1963, e fino alla fine del decennio settanta, la struttura finanziaria italiana imboccò un percorso che condusse a un ridimensionamento della Borsa. Dato il ricordato andamento positivo della raccolta azionaria negli anni cinquanta, all'inizio del decennio il passivo di bilancio delle imprese era caratterizzato da un'alta incidenza delle azioni. Scelte fiscali (l'introduzione della ritenuta cedolare d'acconto nel 1962 mirante ad assicurare la nominatività obbligatoria delle azioni) e di politica economica (la nazionalizzazione dell'industria elettrica nel 1962) generarono impatti negativi sulla domanda e l'offerta di azioni<sup>9</sup>. Le famiglie sostituirono le azioni con i depositi, il cui peso sulle attività finanziarie salì al 45 per cento nel 1970, un valore simile a quello dei primi anni cinquanta (tav. 2).

<sup>8</sup> Per commenti sulla manovra si vedano i contributi in Graziani (1972).

<sup>9</sup> Sugli aspetti fiscali si rimanda a Ricotti e Sanelli in questo volume.

Le difficoltà della Borsa – l'indice dei corsi fu in diminuzione tra il 1963 e il 1970 – condussero a una caduta del finanziamento azionario. Iniziava a crescere l'importanza dei prestiti bancari nelle passività delle imprese. Non erano problemi solo italiani. Anche in altri paesi europei le imprese dovevano fronteggiare una riduzione dell'autofinanziamento, difficoltà nelle emissioni azionarie, una crescita nell'indebitamento bancario<sup>10</sup>. Una specificità italiana, che contribuiva a peggiorare la situazione delle imprese, era rappresentata dallo spiazzamento che le emissioni di titoli pubblici e di società pubbliche, come l'Enel, provocavano nei confronti delle emissioni private.

Gli istituti di credito speciale (ICS) premevano sul mercato finanziario per collocare quantità crescenti di obbligazioni; le aziende di credito diventavano il canale di finanziamento degli ICS, dando inizio alla doppia intermediazione, un meccanismo che sarebbe esploso negli anni settanta. Negli anni sessanta l'obiettivo prioritario di politica economica, anche per le autorità monetarie, rimaneva la crescita economica, necessaria per colmare il divario che ancora esisteva tra l'Italia e i paesi europei più ricchi. Il tema di fondo era, come negli anni cinquanta, l'accumulazione del capitale<sup>11</sup>. Non doveva mancare il credito necessario a finanziare lo sviluppo degli investimenti e delle infrastrutture. Questi prestiti dovevano essere a medio e a lungo termine e dovevano essere erogati dagli ICS. Che non si trattasse di una questione astratta è testimoniato dal fatto che proprio nel 1963 una delibera del CICR definiva per la prima volta i 18 mesi come il discrimine tra credito a breve e a medio-lungo termine; si trattava di un limite che la legge bancaria non aveva specificato. Più volte, dopo il 1936, le grandi banche avevano cercato di ampliare i finanziamenti a lungo termine alle imprese. Per risolvere il problema, negli anni sessanta si scelse di delimitare con precisione il confine tra breve e medio-lungo termine, rafforzando la specializzazione temporale dei prestiti.

La doppia intermediazione aumentava il peso delle attività e delle passività finanziarie detenute dalle società finanziarie, allora costituite in

<sup>10</sup> Discutendo di mercati finanziari europei, Lamfalussy (1972) notava che: *“Per varie ragioni i fondi disponibili per l'autofinanziamento si sono nettamente ridotti tra il 1960 e il 1965-66. ... c'è stato da parte delle imprese pubbliche e private un sensibile aumento del ricorso a fonti di finanziamento esterne. Ora, questo fatto ha coinciso con il generale declino delle Borse europee e, di conseguenza, con la crescente difficoltà di effettuare aumenti di capitale. La domanda addizionale di fondi si è dunque trasferita, nella quasi totalità, sugli intermediari finanziari; in particolare, sulle banche e sugli istituti di credito specializzati”*.

<sup>11</sup> Per una sintesi di questo dibattito si veda Vicarelli (1981).

gran parte da Banca d'Italia e banche<sup>12</sup>, sul totale degli strumenti finanziari dell'economia (tav. 5). Per le attività, la politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli, perseguita tra il 1966 e il 1969, contribuiva a gonfiare il portafoglio titoli della Banca centrale. Per le passività, proseguiva la crescita dei depositi bancari (fig. 5 e tav. 6). Le famiglie continuavano a investire in biglietti e monete circa il 9 per cento delle loro attività finanziarie.

Nella seconda parte degli anni sessanta le Amministrazioni pubbliche iniziarono a esercitare una pressione sui mercati dei capitali. Il rapporto tra le passività complessive delle AP e il PIL si portò al 60 per cento sul finire del decennio (fig. 6). Tra le passività salì il peso dei titoli, mentre si manteneva costante quello dei prestiti bancari (tav. 7). Continuava a diminuire l'incidenza della raccolta postale, la cui remunerazione non aveva tenuto il passo dei rialzi stabiliti dalle banche per i propri depositi<sup>13</sup>.

In un quadro di liberalizzazione valutaria e di avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, negli anni sessanta le passività del resto del mondo nei confronti dell'Italia si mantennero maggiori delle corrispondenti attività. La posizione creditoria netta verso l'estero dell'Italia era legata alle possibilità di acquisire strumenti finanziari emessi da non residenti. Una fonte di deflussi verso l'estero fu, ad esempio, la necessità di sostenere le esportazioni attraverso la concessione di prestiti finanziari e crediti commerciali<sup>14</sup>. Già negli anni cinquanta, nel quadro della ripresa postbellica e dell'integrazione internazionale del paese, le banche erano state importanti nel sostenere l'espansione dei settori esportatori. L'evoluzione delle passività e delle attività del resto del mondo avrebbe registrato un cambiamento drastico negli anni settanta.

#### **4. I terribili anni settanta**

Gli anni settanta sono stati segnati dalle tensioni sociali e politiche più intense del dopoguerra. Il decennio è stato investito da due recessioni: la prima, dal marzo del 1974 al maggio del 1975; la seconda, dal febbraio

<sup>12</sup> Intermediari non bancari, assicurazioni e fondi pensione, fondi comuni erano allora poco sviluppati o assenti.

<sup>13</sup> Su questo aspetto e sull'indebolimento della Cassa depositi e prestiti cfr. De Cecco (1968).

<sup>14</sup> Su questi temi si rimanda all'analisi di Roccas e Santini (1979).

al dicembre del 1977<sup>15</sup>. I due shock petroliferi, nel 1973 e nel 1979, hanno contribuito, soprattutto nel primo caso, a un forte rialzo dell'inflazione, che nel decennio si mantenne sul valore medio del 14 per cento. Negli anni settanta si sono succeduti vari episodi di svalutazioni della lira, con una grave crisi valutaria all'inizio del 1976. Il circolo vizioso tra inflazione, aumento dei costi, svalutazione del cambio è stato il tratto distintivo del periodo. Già colpite dall'autunno caldo del 1969, le imprese subirono, fino al 1978, aumenti di costo, una caduta della profittabilità, un incremento del leverage. Gli squilibri dell'economia reale e l'inflazione elevata si riflessero in variazioni nella composizione delle attività e passività finanziarie delle banche, delle famiglie e delle imprese tra le più intense del dopoguerra.

Può essere utile partire dai cambiamenti che investirono le banche. Nei primi anni settanta iniziò un ridimensionamento, destinato a protrarsi per circa 15 anni, del peso dei prestiti sul totale delle attività del sistema creditizio. Insieme alla fasi recessive dell'economia, agirono gli strumenti amministrativi di politica monetaria e i suoi orientamenti restrittivi. Come nel 1963, la politica monetaria reagì ad accelerazioni dei prestiti considerate all'origine di attacchi speculativi contro la lira<sup>16</sup>. Il massimale sui prestiti fu introdotto per la prima volta nel luglio del 1973. Il suo utilizzo fu prorogato, con modalità diverse, fino ai primi anni ottanta<sup>17</sup>. Per effetto del massimale la quota dei prestiti bancari sul totale delle attività delle banche scese dal 62 per cento del 1972 al 41 per cento nel 1983. Il rapporto prestiti/PIL iniziò a diminuire dall'inizio degli anni settanta.

L'altro fattore decisivo nell'influenzare la composizione degli attivi bancari fu il vincolo di portafoglio, introdotto anch'esso nel 1973. Il provvedimento imponeva alle aziende di credito di accrescere la consistenza dei titoli a reddito fisso detenuti, privilegiando, in particolare, le emissioni degli istituti di credito mobiliare, dell'ENEL, dell'ENI e di

<sup>15</sup> La periodizzazione delle recessioni dagli anni settanta a oggi è desunta da Altissimo, Marchetti e Oneto (2000).

<sup>16</sup> *“Le crisi inflazionistiche e di bilancia dei pagamenti sono state sempre precedute, sia nell'ultimo decennio sia nel periodo precedente, da un innalzamento del rapporto tra finanziamenti al settore pubblico e a quello privato e prodotto nazionale. La restrizione monetaria è risultata sempre efficace nel controllo di tale crisi. È apparso in tutta la sua evidenza, a partire dal 1973, un meccanismo che, attraverso un aumento delle disponibilità liquide delle imprese, conduce a esportazioni di valuta, accumulo speculativo di scorte, deprezzamento del valore esterno della moneta, inflazione”*, Fazio (1979).

<sup>17</sup> Sulla politica monetaria tra la fine degli anni settanta e il decennio successivo si vedano Gaiotti e Rossi (2003).

società private. L'obiettivo del provvedimento era quello di dirigere le risorse bancarie verso i finanziamenti a lungo termine<sup>18</sup>. In forme progressivamente attenuate il vincolo di portafoglio è stato in vigore fino al 1986<sup>19</sup>. Per effetto del vincolo l'incidenza dei titoli è salita, nelle attività finanziarie delle banche, dal 18 per cento del 1972 al 28 per cento nel 1982-83, un punto di massimo del periodo esaminato (tav. 6).

La centralità delle banche nell'economia fu rafforzata dal processo di doppia intermediazione, derivante non solo dalle scelte delle autorità ma anche dai comportamenti dei risparmiatori<sup>20</sup>. L'alta preferenza per la liquidità del pubblico, data l'inflazione crescente, determinava un aumento della raccolta bancaria, indotta dalla scarsità di strumenti alternativi per l'impiego di risparmio. Sul finire degli anni settanta, le famiglie investivano in depositi oltre il 60 per cento delle loro attività finanziarie mentre gli investimenti in titoli, data la carenza di strumenti a tasso variabile, si ridussero al di sotto del 10 per cento.

La crescita della provvista bancaria continuava ad avvantaggiarsi della perdita di quote di mercato del risparmio postale. Un vero concorrente per i depositi bancari sarebbe apparso solo nel 1976, con la nascita dei BOT. Il ruolo crescente della raccolta bancaria negli anni settanta si iscriveva in una tendenza di lungo periodo del sistema finanziario italiano, che dagli anni trenta stava osservando un incremento delle passività delle banche sul totale di quelle dell'economia<sup>21</sup>.

Le difficoltà della Borsa contribuirono a rendere problematica la raccolta di capitale di rischio. La riduzione della quota di azioni e partecipazioni sul totale delle attività finanziarie dell'economia caratterizzò gran parte del periodo. Tra il 1973 e il 1977 il peso del capitale azionario al passivo delle imprese scese dal 27 al 14 per cento. Tra le passività delle imprese salì il contributo dei prestiti bancari, quasi un paradosso, vista la vigenza del massimale. Nel 1977 i prestiti bancari raggiunsero la massima incidenza sul totale delle passività delle imprese del periodo 1950-2004. Il grado di leverage (prestiti bancari e titoli emessi/prestiti, titoli, azioni e partecipazioni) raggiunse un punto di massimo. Date le condizioni di fragilità finanziaria dell'industria, nelle "Considerazioni finali" del 31

<sup>18</sup> Si veda Coltorti (2005) per una bella descrizione degli errori degli istituti speciali nel finanziamento delle grandi imprese pubbliche.

<sup>19</sup> Sui controlli amministrativi cfr. Croff e Passacantando (1979), Cotula e Rossi (1989).

<sup>20</sup> Sulle distorsioni indotte dalla doppia intermediazione si veda Cesarini (1976).

<sup>21</sup> Sul punto si vedano Biscaini e Ciocca (1979) e Balducci *et al.* (1979).

maggio 1975, Carli avanzò la famosa idea di trasformare i prestiti bancari in azioni delle società. La proposta contribuì a ispirare la legge 787/1978 sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese; il provvedimento rendeva possibile per le banche il consolidamento dei prestiti e l'entrata in corsorzi che avessero per obiettivo l'acquisizione di quote del capitale delle società. La legge non funzionò; negli anni seguenti le condizioni delle imprese migliorarono per altre vie. Tra il 1977 e il 1980 la quota dei profitti lordi dell'industria sul valore aggiunto tornò a salire per la prima volta dalla fine degli anni sessanta. La crescita della redditività e dell'autofinanziamento spinsero le imprese a restituire debiti contratti in passato, riducendo il leverage<sup>22</sup>.

Sul finire degli anni settanta, anche a causa dell'esistenza del vincolo di portafoglio, entravano in crisi anche le emissioni di titoli privati, che tra il 1964 e il 1978 si erano mantenute sopra il 6 per cento del totale delle passività delle imprese. Sui mercati finanziari cresceva la pressione del debito pubblico. Mentre proseguiva il calo dell'incidenza della raccolta postale e dei prestiti, nelle passività delle Amministrazioni pubbliche saliva il peso dei titoli<sup>23</sup>.

Negli anni settanta si interruppe la fase precedente di liberalizzazione valutaria. Per fronteggiare le difficoltà della bilancia dei pagamenti e per evitare pressioni speculative contro la lira, dal 1972 furono introdotte norme che controllavano o disincentivano l'acquisizione di attività finanziarie verso l'estero da parte dei residenti (ad esempio, deposito infruttifero in lire pari al 50 per cento della somma esportata, limiti ai pagamenti anticipati di importazioni, vincoli alla riscossione posticipata di esportazioni, introduzione nel 1976 della rilevanza penale delle esportazioni clandestine di capitali). Per effetto di queste misure scese la quota delle passività del resto del mondo verso l'Italia sul totale delle passività finanziarie. A ciò contribuì la decisione di impedire alle banche di avere posizioni creditorie nette sull'estero. Dal 1979 crebbero, anche in connessione con i disavanzi della bilancia commerciale italiana, le attività

<sup>22</sup> Si veda Barca e Magnani (1989), capitolo secondo. Gli autori hanno proposto la seguente scansione temporale: 1969-1973 sono gli anni di "shocks esogeni, ristrutturazione intensiva e decentramento"; 1974-77 sono "l'età dell'incertezza"; nel 1979-1980, "l'aggiustamento ha inizio dal capitale"; dal 1981, "l'aggiustamento prosegue con il lavoro". Spaventa (1987) nota *"un forte recupero della profittabilità e dei margini nelle imprese a partire dal 1978"*.

<sup>23</sup> Tra le passività delle Amministrazioni pubbliche appaiono, prima del 1995, riserve tecniche di enti di previdenza a capitalizzazione, confluiti successivamente nei fondi pensione.

del resto del mondo verso l'Italia. La posizione netta sull'estero del paese diventò debitoria.

In sintesi, gli anni settanta sono stati, nel dopoguerra, i più difficili per il sistema industriale. La crisi delle imprese rafforzò il dibattito sui rischi derivanti da un'importanza eccessiva del sistema creditizio nella finanza italiana. Gli alti livelli di leverage, insieme all'aumento dell'indebitamento pubblico e al ristagno della Borsa, accrescevano la quota di attività e passività finanziarie detenuta dalle società finanziarie, in particolare dalle banche<sup>24</sup>. L'incontro diretto nei mercati tra soggetti in surplus (risparmiatori) e in deficit (Stato e imprese) si era ridotto a livelli minimi, perché i mercati non esistevano o erano poco efficienti<sup>25</sup>. Rimandando ai numerosi contributi sul tema<sup>26</sup>, la creazione di nuovi mercati e il miglioramento di quelli esistenti, nonché l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, avrebbero costituito una delle trasformazioni più importanti degli anni che sarebbero venuti, con riflessi sulla composizione di attività e passività finanziarie.

## **5. Gli anni ottanta tra progressi della struttura finanziaria ed esplosione del debito pubblico**

In un quadro segnato dal rientro dell'inflazione e da elevati tassi di interesse reali, negli anni ottanta le banche subirono una disintermediazione dal lato del passivo, per effetto dell'introduzione di nuovi strumenti e di un miglioramento nei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari. La politica monetaria abbandonò gli strumenti amministrativi. Il "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro favorì una maggiore diffusione di titoli pubblici nell'economia, anche grazie a un utilizzo crescente di strumenti a tasso variabile. Le famiglie iniziarono a diversificare la ricchezza finanziaria. Il debito pubblico esplose. Le imprese riequilibrarono la composizione delle passività<sup>27</sup>.

<sup>24</sup> Data la centralità delle banche, aumentava la letteratura sulle caratteristiche strutturali del sistema creditizio e sull'efficienza allocativa di quelli che erano gli unici intermediari italiani. Sul tema si veda Carli (1975 e 1978).

<sup>25</sup> Si discuteva "sul potenziale di instabilità connesso con situazioni di strutturale dissociazione tra centri decisionali di risparmio e di investimenti", Vicarelli (1979).

<sup>26</sup> Cfr. per tutti Ciocca (2000).

<sup>27</sup> Una sintesi degli sviluppi degli anni ottanta si ritrova in Signorini e Visco (2002), capitolo 5.

Il decennio si aprì con una lunga recessione, dal marzo del 1980 al marzo del 1983. Il saldo finanziario delle imprese fu negativo all'inizio del decennio, per le ultime ripercussioni della crisi industriale degli anni settanta e il permanere di tassi di interesse nominali elevati. Successivamente, la situazione finanziaria delle imprese si riequilibrò, con una crescita, tra le passività, delle azioni e un contenimento dei prestiti, ancora frenati, nel 1982-83, dalla sopravvivenza del massimale e dal ciclo negativo. Proseguiva la caduta del peso delle emissioni di titoli privati. La diminuzione dei tassi di interesse nominali, conseguenza della riduzione dell'inflazione, favorì, come in altri paesi, il rialzo dei corsi azionari, iniziato nel 1982. Il fenomeno si rafforzò dal 1985, facilitando le emissioni azionarie. Il grado di leverage delle imprese si ridusse. Dopo la crisi di Borsa del 1987, il peso delle azioni tornò a scendere, mantenendosi comunque su livelli elevati. I mercati finanziari beneficiarono della nascita dei fondi comuni di investimento. Le imprese migliorarono la propria posizione finanziaria sfruttando la fase espansiva della seconda metà degli anni ottanta: tra il 1986 e il 1990 il PIL crebbe in media del 2,9 per cento, contro l'1,7 per cento medio del periodo 1981-85. La disinflazione fu importante nel risanare i bilanci aziendali: il costo della vita aumentò in media del 5,7 per cento tra il 1986 e il 1990, contro il 14 per cento medio degli anni 1981-85.

Passando alle banche, nel 1983, per gestire la fase di uscita dall'esperienza del massimale, fu utilizzato un regime di sorveglianza dei prestiti, abolito nel 1984. In concomitanza di crisi valutarie, il massimale fu reintrodotta, in forme attenuate, nella prima metà del 1986 e nel periodo compreso tra il settembre del 1987 e i primi mesi del 1988. Da allora l'abbandono dei controlli amministrativi e le misure di deregolamentazione bancaria, nell'elevare il livello della concorrenza tra gli intermediari, hanno accresciuto l'incidenza dei prestiti sul totale dell'attivo delle banche, riducendo il peso dei titoli. Finita l'esperienza del vincolo di portafoglio, i titoli tornarono ad assumere il ruolo normale di buffer stock che i modelli teorici dell'impresa bancaria gli assegnano. La vendita dei titoli fu utilizzata per finanziare la crescita dei prestiti nella seconda metà degli anni ottanta. Il rapporto prestiti bancari/PIL, in diminuzione dall'inizio degli anni settanta, tornò a crescere.

Negli anni ottanta le banche fronteggiarono una disintermediazione dal lato del passivo. Il peso dei depositi scese rispetto al PIL, al totale delle passività dell'economia e della ricchezza finanziaria delle famiglie. In quest'ultima crebbe l'incidenza di azioni e titoli pubblici, anche per effetto

della diffusione dei fondi comuni. Solo nella seconda metà degli anni ottanta, in connessione con il rallentamento della Borsa, i depositi mostrarono segnali di risveglio. Il merito va ascritto alla diffusione di uno strumento relativamente nuovo, il certificato di deposito, sul quale gli istituti più efficienti puntarono per accrescere le quote di mercato della provvista. Negli anni sessanta e settanta, la raccolta obbligazionaria, classico strumento di indebitamento degli ICS, aveva oscillato tra il 14 e il 17 per cento del totale del passivo delle banche; più tardi le obbligazioni risentirono dello sviluppo dei certificati di deposito, scendendo sotto il 10 per cento delle passività bancarie nel 1989-1990.

Tra l'inizio e la fine degli anni ottanta le passività complessive delle Amministrazioni pubbliche salirono dall'80 per cento al 120 per cento del PIL. Le consistenze dei titoli emessi iniziarono a collocarsi stabilmente sopra il 70 per cento del totale del passivo delle AP, al cui interno continuava a calare l'incidenza della raccolta postale e dei prestiti bancari. Si divaricava la forbice tra passività e attività finanziarie delle AP.

Dal 1980 al 1992, i flussi di attività finanziarie dei non residenti rimasero superiori alle corrispondenti passività, a causa del livello elevato dei tassi interesse italiani rispetto a quelli esteri, delle restrizioni all'esportazione di capitali da parte dei residenti, rimosse solo dopo il 1990, delle necessità di finanziamento del debito pubblico, del passivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Per effetti di questi flussi, la posizione netta con il resto del mondo fu debitoria per gran parte degli anni ottanta.

## **6. Gli anni novanta tra apertura verso l'estero e boom dei mercati**

Se abbiamo definito gli anni sessanta come il "decennio breve", gli anni novanta possono essere definiti il "decennio lungo", iniziato nel 1990, ma, in barba alla cronologia e all'aritmetica, ancora in corso. I 14 anni che vanno dal 1991 al 2004 sono infatti accumulati dalla combinazione bassa crescita – bassa inflazione, anche se lo sviluppo è stato particolarmente deludente tra il 2001 e il 2004<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Le periodizzazioni sono sempre arbitrarie. Quella proposta nel testo ha, tra gli altri, il difetto di non ricordare, come momento di rottura, la creazione dell'area dell'euro. Seguendo questa linea di ragionamento, un lettore gentile ci ha proposto la seguente scansione del dopoguerra italiano: 1948-1963 (crescita economica – inflazione - restrizione monetaria); 1964-1972 (shock petrolifero (continua)

Alla crescita insoddisfacente dell'economia italiana si è contrapposto, in particolare tra il 1995 e il 2000, l'aumento più rilevante delle attività finanziarie dagli anni cinquanta a oggi. Esso è stato dovuto, alla crescita delle operazioni con i non residenti e, soprattutto, al forte rialzo di Borsa, in presenza di bassi tassi di interesse. La finanziarizzazione dell'economia italiana è un fenomeno acquisito, che ha resistito alle difficoltà dei mercati azionari tra il 2000 e il 2003.

In questo paragrafo tratteremo, nell'ordine, delle operazioni con i non residenti, della ricchezza finanziaria delle famiglie, delle imprese, delle banche.

*Attività e passività finanziarie dei non residenti.* – Con la liberalizzazione dei movimenti di capitale, eccezionale è stato l'aumento delle passività emesse da non residenti entrate nel portafoglio degli italiani. Esse hanno toccato, nel 1999, quasi il 16 per cento del totale delle passività di residenti e non residenti, contro il 7 per cento del 1990. All'interno della componente estera della loro ricchezza finanziaria, le famiglie e le imprese hanno accresciuto il peso di obbligazioni e, soprattutto, azioni. Tra il 1999 e il 2001 l'Italia ha avuto una posizione netta creditoria verso l'estero (fig. 2), anche in connessione con i surplus di bilancia dei pagamenti registrati dal 1993 al 1998.

Sono cresciute anche le attività del resto del mondo: il progressivo venir meno, dopo il 1995, del rischio di cambio, ha favorito l'acquisizione, da parte di non residenti, di strumenti finanziari emessi in Italia. Tra le attività detenute dal resto del mondo, notevole è stata la crescita dei titoli, in buona parte rappresentati da quelli del debito pubblico, la cui sottoscrizione è stata incentivata da vantaggi fiscali: nel 2004 i titoli rappresentavano il 52 per cento delle attività dei non residenti, contro il 14 per cento del 1990 (tav. 8).

*I cambiamenti nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie.* – Nella seconda metà degli anni novanta, il fenomeno più importante nella composizione della ricchezza finanziaria è stata la crescita del peso di azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni<sup>29</sup>. Negli anni

---

– inflazione – restrizione monetaria – controlli amministrativi); 1973-1982 (alti tassi di interesse – disinflazione – accumulo di debito); 1983-1992 (liberalizzazione valutaria – crisi sistema monetario europeo); 1993-98 (creazione del mercato unico – preparazione all'euro); 1999-2004 (politica monetaria unica – bassa crescita).

<sup>29</sup> Sulla borsa e sul risparmio gestito si vedano Barclays Capital (2002), Filippa e Franzosi (2001).

ottanta i flussi di attività finanziarie erano dominati dall'accumulazione di depositi e, dalla seconda metà del decennio, di titoli pubblici. Gli anni novanta, invece, sono stati contraddistinti, soprattutto in coincidenza con il rialzo azionario compreso tra il 1995 e il 2000, da volumi contenuti, talvolta negativi, dei flussi annuali di depositi e titoli. Nel quadriennio 1996-99 le quote dei fondi comuni di investimento hanno rappresentato lo strumento finanziario privilegiato delle famiglie. Nel 1998, anno in cui la variazione percentuale dell'indice MIB è stata del 41 per cento, l'investimento in titoli, in gran parte pubblici, ha avuto segno negativo, fatto mai osservato in passato, per un importo superiore all'8 per cento del PIL; il disinvestimento in titoli ha avuto luogo, in forma minore, anche nel 1999, quando il MIB è salito del 22 per cento.

Le quote di fondi comuni hanno toccato nel 1999 il massimo del 18 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie, contro l'1,5 per cento del 1990. Per effetto delle privatizzazioni e della crescita dei valori di Borsa, le azioni quotate emesse da residenti hanno raddoppiato, tra il 1995 e il 2000, la propria incidenza sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. Nel 2000 le famiglie italiane detenevano azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni in misura superiore alla media europea; era stato colmato il divario che esisteva all'inizio degli anni novanta. Dal 2000, la caduta dei corsi di Borsa ha ricondotto le famiglie a riequilibrare il portafoglio in direzione di titoli e depositi; il flusso delle attività investite in quote di fondi comuni è stato negativo nel 2001, 2002 e 2004.

Alla fine del 2004, nelle consistenze della ricchezza finanziaria delle famiglie, i depositi pesano per il 24 per cento del totale, contro il 40 per cento del 1995. La riduzione del peso dei titoli è stata meno forte, ma la loro composizione è mutata radicalmente. Nel portafoglio delle famiglie le obbligazioni bancarie pesano oggi più dei titoli pubblici, mentre nel 1995 le percentuali rispettive erano, rispettivamente, 2 e 23 per cento. Malgrado i disinvestimenti ricordati degli ultimi anni, l'incidenza dei fondi comuni è oggi all'11 per cento (4 per cento nel 1995). Anche la detenzione di azioni quotate è cresciuta, ma nelle consistenze restano più importanti le azioni e partecipazioni non quotate, un tratto distintivo dell'economia italiana, data l'importanza delle piccole imprese. Tra il 1995 e il 2004 è infine sempre cresciuta l'incidenza dei fondi pensioni privati e degli strumenti assicurativi nel portafoglio delle famiglie.

*Il saldo finanziario e le passività delle imprese.* – I saldi finanziari debitori delle imprese sono stati elevati all'inizio del decennio, a causa del rialzo dei tassi di interesse durante la crisi del 1992 del sistema monetario

europeo e della recessione del 1992-93. Gli anni successivi sono stati contraddistinti da margini soddisfacenti di autofinanziamento delle imprese, che hanno sfruttato il rialzo di Borsa, mantenendo basso l'indebitamento. Dopo il 1995, i saldi finanziari sono stati generalmente di entità modesta, influenzati dall'andamento soddisfacente dei profitti aziendali<sup>30</sup>. Le imprese hanno fatto ricorso al credito bancario per finanziarie operazioni straordinarie quali, ad esempio, acquisizioni e ristrutturazioni<sup>31</sup>.

Il ciclo positivo di Borsa della seconda metà degli anni novanta, insieme alle riforme fiscali che hanno incentivato la raccolta di capitale di rischio rispetto all'indebitamento bancario, hanno condotto la consistenza di azioni e partecipazioni nel triennio 1999-2001 a toccare livelli, sul totale delle passività delle imprese, che non si osservavano dagli anni del boom economico. I flussi di azioni quotate sono stati elevati, in connessione con le privatizzazioni delle imprese pubbliche e con l'ascesa dei valori di Borsa dal 1995<sup>32</sup>.

Anche le attività finanziarie delle imprese si sono spostate negli anni novanta verso la detenzione di azioni. Tra il 1995 e il 2000, si sono spesso avuti flussi annuali negativi di investimenti in titoli, controbilanciati da ingenti sottoscrizioni di azioni quotate, spesso maggiori dei flussi annuali di depositi. In sintesi, tra il 1995 e il 2004, nella composizione delle attività finanziarie delle imprese è scesa l'incidenza di depositi e titoli, a fronte di una crescita del peso di azioni quotate e di quelle emesse da non residenti.

Le società non finanziarie italiane hanno tradizionalmente emesso poche obbligazioni. Solo in alcuni degli anni ottanta (1982, 1986, 1987)<sup>33</sup>, la raccolta obbligazionaria aveva raggiunto livelli considerevoli. In gran parte degli anni novanta le emissioni nette delle imprese hanno avuto segno negativo. Come documentato da molte analisi, nel 2001, 2002 e 2004 il flusso delle obbligazioni emesse è stato invece importante e superiore a

<sup>30</sup> Torrini (2004) documenta come la quota del capitale sul valore aggiunto si sia portata nella seconda metà degli anni novanta su valori mai osservati dall'inizio del decennio settanta.

<sup>31</sup> Sul legame tra crescita dei finanziamenti bancari e operazioni di finanza straordinaria cfr. Saltari (2003).

<sup>32</sup> Negli ultimi anni le riforme dei fondi pensione hanno condotto allo smobilizzo di quote del TFR, riducendo l'incidenza di questa posta sul complesso delle passività delle imprese. Sull'impatto delle riforme fiscali e dei fondi pensioni sulla struttura finanziaria delle imprese negli ultimi anni cfr. Aronica (2002).

<sup>33</sup> Nel 1982 la crescita fu legata a temporanee agevolazioni fiscali, nel 1987 alla fase di depressione del mercato azionario.

quello delle azioni quotate. Alla fine del 2004 le obbligazioni pesavano per il 3 per cento sul totale delle passività delle imprese.

*Attività e passività finanziarie delle banche.* – Il decennio novanta non si era aperto in modo positivo per le banche. Durante la recessione intervenuta tra il marzo del 1992 e il luglio del 1993, le difficoltà dell'economia avevano condotto a una caduta del rapporto prestiti/PIL e a una nuova crescita del portafoglio titoli. In risposta alla crisi valutaria del settembre 1992, un ultimo episodio di sorveglianza dei prestiti fu in vigore fino all'inizio del 1993. Dopo una stasi, influenzata dalla recessione intervenuta tra il novembre del 1995 e il novembre del 1996, i prestiti sono tornati a crescere, una volta migliorata la qualità dei finanziamenti e superata la crisi di redditività che aveva colpito il sistema creditizio tra il 1994 e il 1997. Dalla fine degli anni novanta le scorte liquide delle banche si sono ridotte. Il peso dei titoli è oggi intorno al 13 per cento del totale delle attività bancarie, un punto di minimo nel cinquantennio esaminato. Nel 2004 il rapporto tra prestiti bancari e PIL si è riportato su valori vicini all'unità, superando per la prima volta i livelli raggiunti nel 1972, prima dell'introduzione del massimale.

Passando alla composizione delle passività bancarie, le modifiche fiscali che hanno svantaggiato dal 1996 l'emissione di certificati di deposito a medio e lungo termine, l'allungamento della durata media dei prestiti bancari, l'estensione regolamentare del numero delle banche che possono emettere titoli, l'emissione di passività subordinate hanno contribuito a far toccare nel 2004 alle obbligazioni il 24 per cento del totale delle passività del sistema creditizio, un valore mai prima osservato nel periodo analizzato (tav. 6). Le difficoltà persistenti dei certificati di deposito configurano un caso, più unico che raro, di "crescita, declino, scomparsa" di uno strumento finanziario: alla fine del 2004, i certificati di deposito erano pari al poco più del 3 per cento del totale dei depositi bancari, contro il 35 per cento di metà 1996.

Nelle emissioni di obbligazioni diverse da quelle delle Amministrazioni pubbliche, le banche continuano a prevalere. A partire dal 1999 sono state realizzate ingenti emissioni di titoli dalle società di cartolarizzazione, per le operazioni effettuate dalle banche e dal Ministero dell'Economia e delle finanze. Negli ultimi anni il valore dei titoli emessi dalle società di cartolarizzazione è stato talvolta superiore a quello delle emissioni delle imprese non finanziarie.

Il rafforzamento patrimoniale delle banche è colto, dalla metà degli anni ottanta, da un maggior peso delle azioni nel passivo. La patrimonializzazione crebbe tra il 1989 e il 1991, per effetto dell'introduzione, nel 1987, dei primi coefficienti patrimoniali minimi obbligatori. Superate le fasi di difficoltà del sistema creditizio a cavallo della metà del decennio novanta, anni nei quali la patrimonializzazione è diminuita, le azioni emesse sono tornate su livelli elevati nel confronto storico.

Passando agli investimenti delle banche in azioni e partecipazioni, esse sono state contenute in passato, a causa della separatezza tradizionale tra banca e impresa. Dopo il 1993, l'espansione dei limiti al possesso di partecipazioni in imprese industriali, insieme alla crescita continua dei gruppi bancari, hanno condotto le azioni e partecipazioni in portafoglio a raggiungere negli ultimi anni la soglia del 7 per cento del totale dell'attivo bancario.

## 7. Conclusioni

Negli ultimi cinquantacinque anni l'evoluzione delle attività e delle passività finanziarie può essere sintetizzata in sette tendenze principali.

### 1. C'è stato *financial deepening*

Il rapporto tra attività finanziarie dei residenti e PIL è cresciuto da 1,4 nel 1950 a 6,1 nel 2004 (fig. 3). Un andamento simile ha avuto il rapporto tra passività finanziarie dei residenti e PIL. Pur con la cautela imposta da un utilizzo del criterio del valore di mercato più vasto nel decennio novanta rispetto al passato, derivante dall'introduzione del SEC95, gli anni novanta hanno visto una crescita degli strumenti finanziari mai osservata in passato. I fattori decisivi sono stati il rialzo dei corsi azionari dal 1995 al 2000 e lo sviluppo del risparmio gestito.

La maggiore finanziarizzazione dell'economia italiana è colta anche dalla crescita, con oscillazioni cicliche, del rapporto tra attività finanziarie delle famiglie e le loro attività reali (fig. 4). Gli aumenti significativi del rapporto sono collegati al rialzo dei corsi di Borsa nella prima parte degli anni ottanta e nella seconda metà del decennio novanta. Le diminuzioni rilevanti del rapporto sono derivate dall'agire combinato di "crescita dei

prezzi delle abitazioni e crisi di Borsa” all’inizio degli anni settanta, alla fine degli anni ottanta e dopo il 2000<sup>34</sup>.

2. Il sistema finanziario si è aperto alle operazioni con i non residenti

Dagli anni settanta la stagione del protezionismo valutario e i limiti ai movimenti di capitale avevano mantenuto le attività e le passività finanziarie dei residenti verso il resto del mondo su livelli contenuti. Negli anni novanta le quote delle attività e delle passività del resto del mondo sul totale di quelle dell’economia hanno raggiunto livelli mai osservati in passato.

3. Più azioni, più titoli, meno depositi, meno circolante

La diffusione di strumenti di pagamento alternativi al contante ha condotto a una diminuzione del peso di biglietti e monete sul totale degli strumenti finanziari. L’aumento dell’importanza dei mercati finanziari è testimoniato, a partire dagli anni ottanta, dal peso crescente di azioni e partecipazioni, titoli, fondi comuni, riserve tecniche e quote dei fondi pensione. La crescita è evidente, sia rispetto al PIL (fig. 7) sia sul totale degli strumenti finanziari dell’economia (fig. 8). Le azioni, le partecipazioni e i fondi comuni erano pari all’80 per cento del PIL nel periodo compreso tra i primi anni ottanta e il 1995: oggi sono il 120 per cento del PIL. Il peso dei depositi nelle attività finanziarie totali è diminuito, a causa della sostituzione con titoli, prima, con azioni e quote di fondi comuni di investimento, poi.

4. Dopo la crescita degli anni settanta, il leverage delle imprese è diminuito

Pur tenendo conto delle discontinuità esistenti nella stima delle azioni non quotate al passivo delle imprese, il leverage (il rapporto tra prestiti bancari più titoli emessi rispetto a prestiti bancari, titoli e azioni emesse) è oggi su livelli inferiori a quelli degli anni cinquanta (fig. 9). Contribuisce a spiegare il leverage ridotto il volume contenuto dei titoli emessi dalle imprese<sup>35</sup>. Le molte riforme introdotte, ad esempio la creazione di cambiali finanziarie e certificati di investimento, non hanno dato frutti. Per anni ha pesato il limite del capitale come tetto alle emissioni; più di recente hanno influito i default di importanti società

<sup>34</sup> Un indice dei prezzi delle abitazioni in Italia è riportato in Muzzicato, Sabbatini e Zollino (2002).

<sup>35</sup> Sul mercato dei titoli privati cfr. Banfi e Onado (2002).

italiane. C'è da sperare nella recente riforma del diritto societario per le imprese non quotate.

5. Dopo l'aumento degli anni settanta, oggi le società finanziarie pesano meno ...

L'incidenza di società finanziarie e banche nell'economia può essere misurata utilizzando il rapporto di intermediazione (*financial intermediation ratio*) come definito da Goldsmith. Il rapporto tra attività finanziarie delle società finanziarie e le passività di famiglie, imprese, Amministrazioni pubbliche e resto del mondo raggiunse i valori massimi (oltre l'80 per cento) a metà degli anni settanta, durante la grave crisi dell'economia (fig. 10). Successivamente il rapporto è diminuito, fino a toccare il 50 per cento. Dopo il 1995, il ruolo crescente dei fondi comuni ha riportato il FIN verso il 60 per cento.

6. ... ma le banche restano centrali

Il rapporto di intermediazione delle banche ha avuto un andamento simile a quello del complesso delle società finanziarie, riducendosi dopo gli eccessi degli anni sessanta e settanta (fig. 11). A differenza del complesso delle società finanziarie, per le banche il rapporto è diminuito anche negli anni novanta, riprendendosi solo dopo il 2000. Questa evidenza è compatibile con l'idea di Goldsmith che, nel lungo periodo e in paesi sviluppati, le banche dovrebbero perdere quote di mercato a favore di altri intermediari. Negli ultimi anni le società finanziarie diverse dalle banche hanno raggiunto una quota del 14-15 per cento del totale delle attività/passività finanziarie del paese, contro valori di circa il 10 per cento negli anni ottanta. Questa perdita di centralità delle banche è però solo apparente, dato che esse controllano buona parte degli intermediari finanziari non bancari.

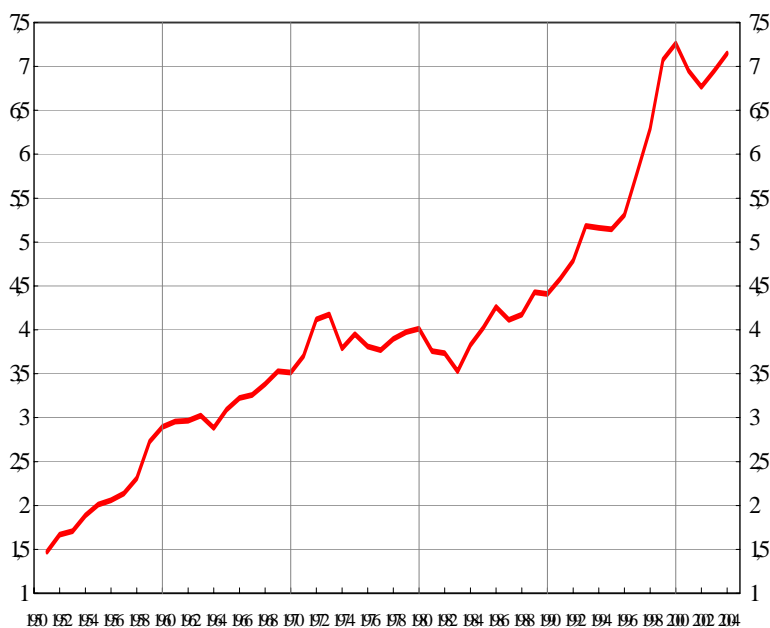
7. Espansione e discesa del peso delle Amministrazioni pubbliche

Il peso delle passività finanziarie delle Amministrazioni pubbliche, sul totale delle passività dell'economia, è costantemente cresciuto, da valori inferiori al 20 per cento negli anni sessanta fino a sopra il 25 per cento in molti degli anni ottanta e novanta. I progressi della finanza pubblica hanno riportato questo valore sotto il 20 per cento negli ultimi

anni<sup>36</sup>. Il crescente intervento pubblico nell'economia negli anni sessanta e settanta, necessario anche per fronteggiare crisi industriali, aveva innalzato la quota delle attività finanziarie dell'economia detenute dalle Amministrazioni pubbliche. Dopo il punto di massimo toccato all'inizio degli anni ottanta (quasi il 14 per cento del totale delle attività del paese), la diminuzione del ruolo dello Stato nell'economia e le privatizzazioni hanno ridotto questa quota a un valore comparabile a quello registrato negli anni cinquanta.

Fig. 1

#### Attività (passività) finanziarie del totale settori sul PIL



<sup>36</sup> Esula dagli obiettivi del lavoro un'analisi della finanza pubblica italiana, per la quale si rimanda a Balassone *et al.* (2002).

Fig. 2

**Attività e passività finanziarie dei non residenti sul PIL**

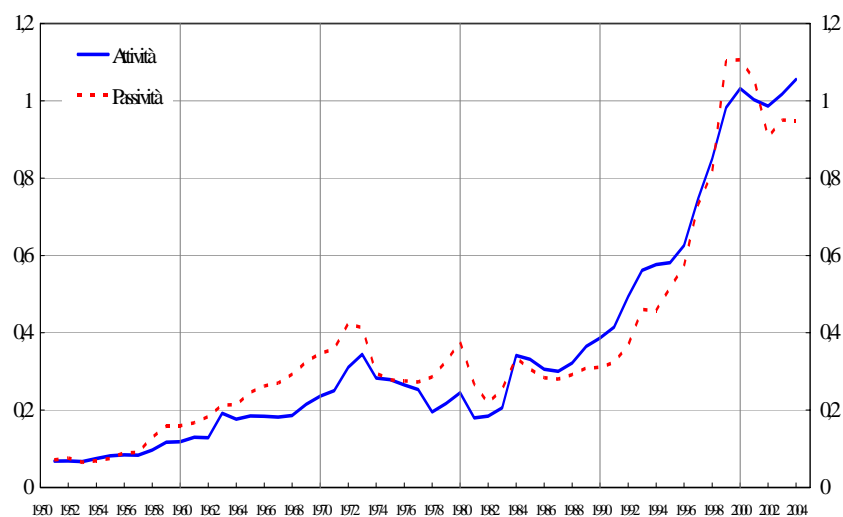


Fig. 3

**Attività e passività finanziarie dei settori residenti sul PIL**

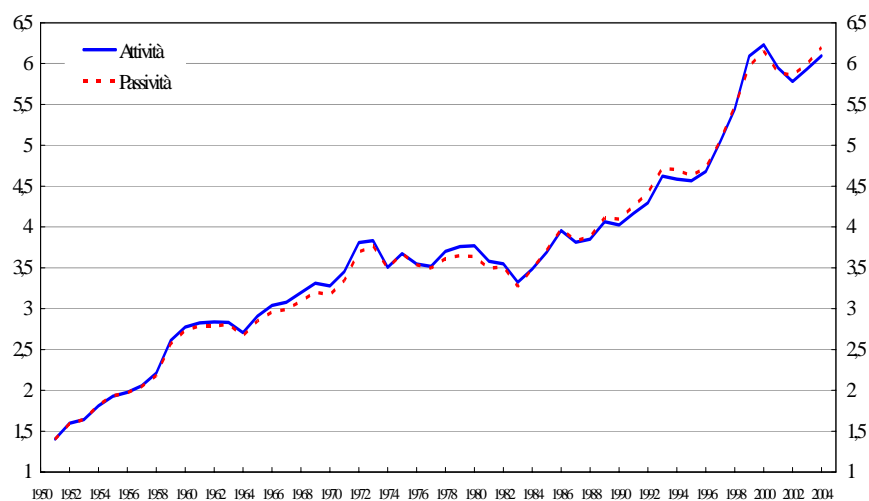


Fig. 4

**Famiglie: rapporto tra le attività finanziarie e le attività reali**  
(valori percentuali)

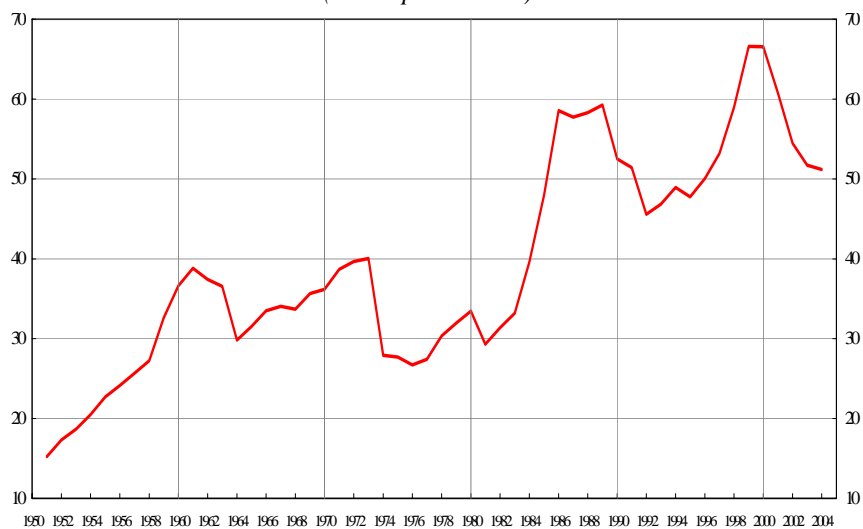
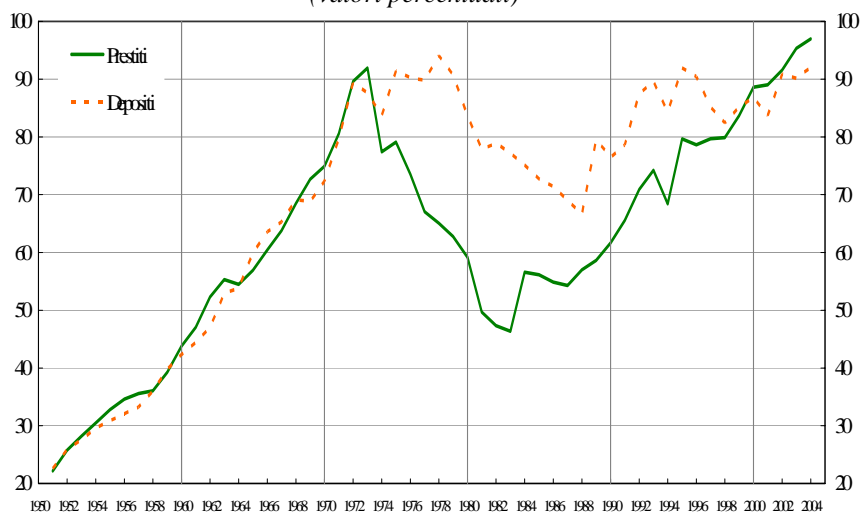


Fig. 5

**Prestiti e depositi bancari sul PIL**  
(valori percentuali)



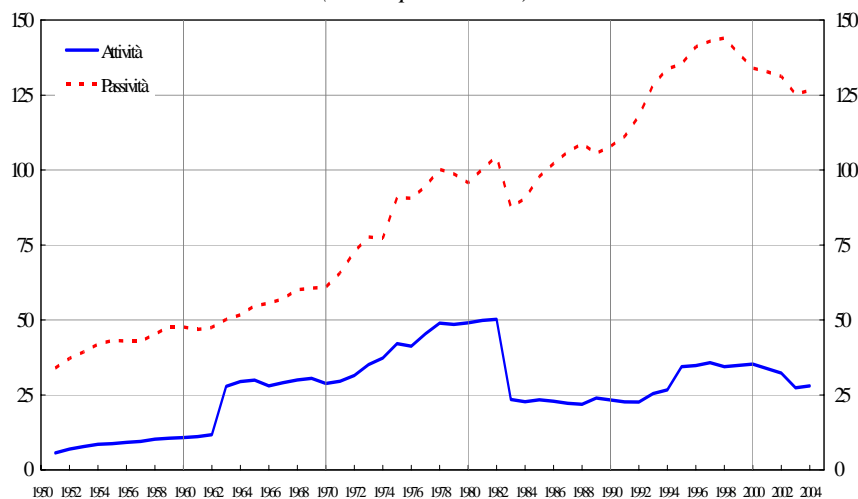
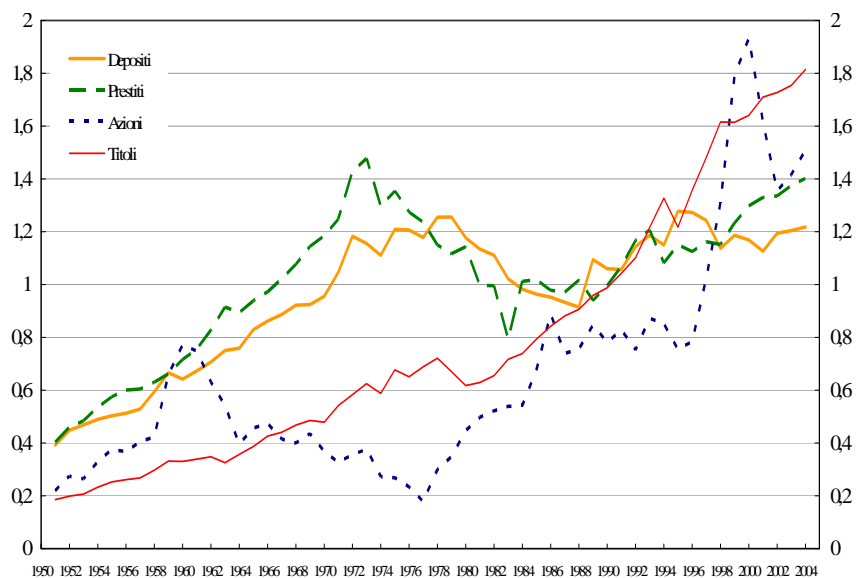
**Fig. 6****Amministrazioni pubbliche: attività e passività finanziarie sul PIL**  
(valori percentuali)**Fig. 7****Principali strumenti finanziari sul PIL**

Fig. 8

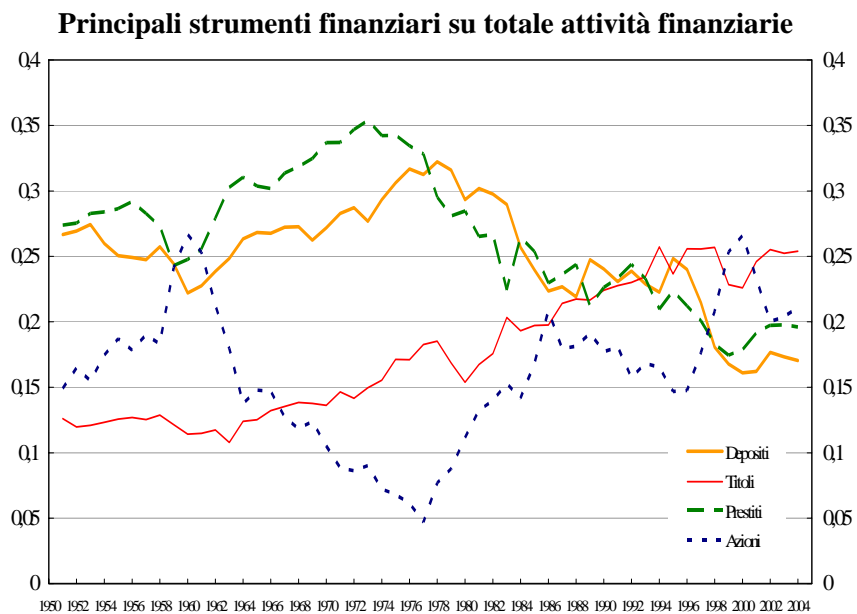


Fig. 9

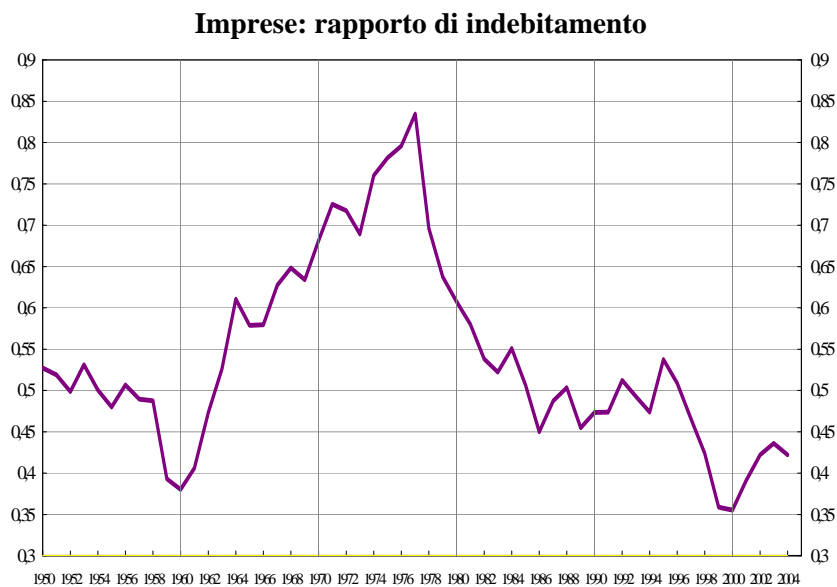
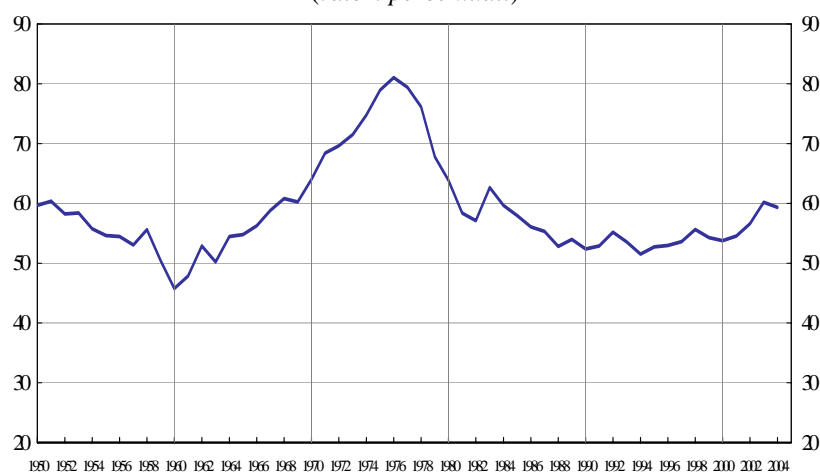


Fig. 10

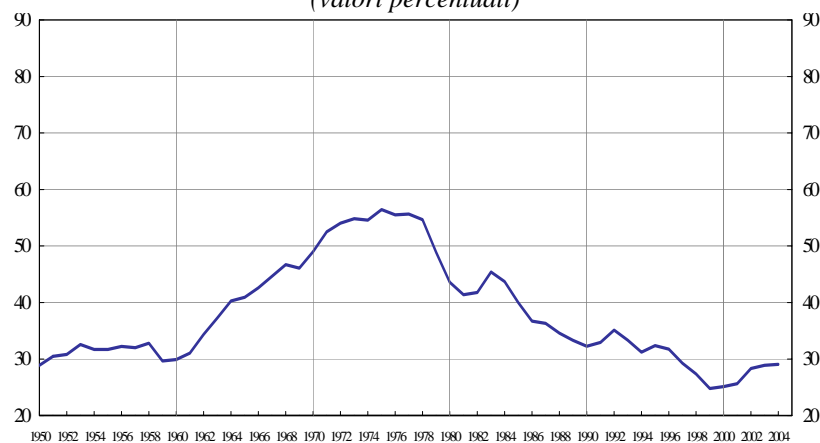
**Società finanziarie: rapporto intermediazione\***  
(valori percentuali)



\* Rapporto percentuale tra il totale delle attività finanziarie delle società finanziarie e le passività finanziarie degli altri settori, compreso l'estero.

Fig. 11

**Banche: rapporto di intermediazione\***  
(valori percentuali)



\* Rapporto percentuale tra il totale delle attività finanziarie delle banche e le passività finanziarie degli altri settori, compreso l'estero.

Tav. 1

**Strumenti finanziari**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete (*)	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività e passivi	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	8,8	26,3	13,1	28,0	13,9	n.e.	1,9	8,1	7,2	100
1955	5,8	25,0	12,6	28,6	18,7	n.e.	2,3	7,0	6,6	100
1960	5,8	22,2	11,4	24,8	26,7	n.e.	2,2	6,9	6,4	100
1965	4,6	26,8	12,5	30,4	14,8	n.e.	2,3	8,6	6,0	100
1970	3,7	27,2	13,6	33,7	10,5	n.e.	2,3	9,0	5,3	100
1975	2,7	30,6	17,1	34,3	6,8	n.e.	1,9	6,6	5,0	100
1980	4,0	29,3	15,4	28,5	11,1	n.e.	1,4	10,3	6,2	100
1981	3,9	30,2	16,7	26,5	13,2	n.e.	1,5	8,0	6,8	100
1982	3,4	29,8	17,6	26,7	14,0	n.e.	1,5	7,1	6,3	100
1983	3,8	29,0	20,3	22,5	15,3	0,0	1,6	7,6	6,7	100
1984	3,2	25,7	19,3	26,5	14,2	0,2	3,5	7,5	6,6	100
1985	2,7	24,0	19,7	25,4	16,8	0,9	3,3	7,2	6,3	100
1986	2,3	22,4	19,8	23,0	20,9	2,0	3,2	6,6	5,7	100
1987	2,4	22,7	21,4	23,6	18,0	1,7	3,4	6,8	5,8	100
1988	2,2	21,9	21,7	24,4	18,1	1,4	3,5	6,8	5,9	100
1989	2,0	24,7	21,7	21,2	19,1	1,1	3,2	6,9	5,7	100
1990	1,8	24,1	22,4	22,6	17,7	1,0	3,3	7,1	5,9	100
1991	1,7	23,1	22,8	23,3	18,1	1,0	3,4	6,7	5,6	100
1992	1,7	23,9	23,0	24,4	15,7	0,9	3,5	6,9	5,4	100
1993	1,6	22,9	23,5	23,3	16,8	1,5	3,4	7,0	5,4	100
1994	1,7	22,3	25,7	21,0	16,5	1,6	3,6	7,6	5,7	100
1995	1,6	24,9	23,7	22,4	14,7	1,7	4,0	7,2	5,3	100
1996	1,5	24,0	25,6	21,2	14,8	2,3	4,1	6,6	4,8	100
1997	1,3	21,5	25,6	20,1	17,7	3,7	4,0	6,2	4,4	100
1998	1,3	18,1	25,7	18,3	20,8	6,1	4,0	5,8	4,1	100
1999	1,2	16,8	22,8	17,4	25,4	6,8	4,0	5,5	3,8	100
2000	1,2	16,1	22,6	17,9	26,6	6,2	4,2	5,2	3,5	100
2001	1,1	16,2	24,6	19,1	23,3	5,7	4,7	5,2	3,6	100
2002	1,1	17,7	25,5	19,7	20,0	5,0	5,2	5,7	4,1	100
2003	2,2	17,3	25,2	19,8	20,4	5,1	5,6	5,5	3,8	100
2004	1,2	17,1	25,4	19,6	21,1	4,7	5,8	5,2	3,6	100

\* Comprende oro monetario e DSP.

Tav. 2

**Famiglie: attività finanziarie***Composizione percentuale per strumento*

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	di cui: crediti commerciali	Totale
1950	12,3	51,2	16,2	12,8	n.e.	4,9	2,6	0,0	100
1955	10,0	42,0	17,0	23,0	n.e.	6,8	1,2	0,0	100
1960	7,7	31,8	16,4	35,4	n.e.	7,0	1,7	0,0	100
1965	9,2	41,8	16,9	18,1	n.e.	8,5	5,5	0,0	100
1970	8,3	45,4	19,2	10,7	n.e.	8,5	7,8	0,0	100
1975	7,9	62,5	14,0	2,7	n.e.	7,4	5,5	0,0	100
1980	4,9	49,2	14,5	24,3	n.e.	5,0	2,2	0,0	100
1981	4,6	44,9	17,5	26,5	n.e.	4,7	1,8	0,0	100
1982	4,2	45,1	18,2	27,5	n.e.	4,6	0,4	0,2	100
1983	4,0	41,3	22,4	27,4	0,0	4,5	0,4	0,2	100
1984	3,5	37,6	23,9	23,7	0,8	10,2	0,4	0,2	100
1985	3,1	33,4	23,6	27,9	2,5	9,2	0,3	0,2	100
1986	2,6	29,0	21,5	33,3	5,2	8,1	0,3	0,2	100
1987	2,7	30,2	26,0	27,5	4,6	8,7	0,3	0,2	100
1988	2,5	29,7	29,2	26,0	3,6	8,7	0,3	0,2	100
1989	2,9	30,3	28,0	28,3	2,6	7,7	0,2	0,2	100
1990	2,7	31,8	29,9	25,0	2,3	8,1	0,2	0,2	100
1991	2,6	31,7	29,6	25,5	2,3	8,1	0,2	0,2	100
1992	2,8	33,8	30,5	21,5	2,4	8,8	0,2	0,2	100
1993	2,7	32,4	30,1	22,0	3,8	8,7	0,2	0,2	100
1994	2,7	31,2	30,9	21,5	4,3	9,2	0,2	0,2	100
1995	2,6	39,1	27,4	15,3	4,1	10,5	1,0	0,2	100
1996	2,4	36,9	29,0	14,2	5,9	10,6	1,0	0,2	100
1997	2,3	31,4	27,6	17,4	9,7	10,7	1,0	0,2	100
1998	2,2	26,8	22,8	20,2	16,4	10,8	0,9	0,2	100
1999	2,2	23,2	16,9	27,3	18,6	11,1	0,8	0,2	100
2000	2,1	22,4	18,4	27,9	16,6	11,9	0,7	0,1	100
2001	1,8	24,3	20,7	24,9	14,3	13,5	0,6	0,2	100
2002	1,7	25,0	22,6	23,3	12,0	14,8	0,6	0,2	100
2003	2,0	24,9	21,8	22,4	12,2	16,0	0,6	0,2	100
2004	2,1	23,9	22,1	24,1	10,8	16,5	0,5	0,2	100

segue

segue Tav. 2

**Famiglie: passività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Titoli	Prestiti	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1955	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1960	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1965	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1970	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1975	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1980	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1981	0,0	98,0	0,0	2,0	100,0
1982	0,0	97,6	0,0	2,4	100,0
1983	0,0	97,4	0,0	2,6	100,0
1984	0,0	97,2	0,0	2,8	100,0
1985	0,0	97,3	0,0	2,7	100,0
1986	0,0	96,9	0,0	3,1	100,0
1987	0,0	97,0	0,0	3,0	100,0
1988	0,0	97,5	0,0	2,5	100,0
1989	0,0	80,8	12,8	6,3	100,0
1990	0,0	81,3	12,3	6,3	100,0
1991	0,1	81,6	12,0	6,3	100,0
1992	0,1	81,0	12,0	6,9	100,0
1993	0,2	79,4	12,4	8,0	100,0
1994	0,1	78,0	12,6	9,4	100,0
1995	0,0	81,7	7,2	11,0	100,0
1996	0,0	79,5	7,1	13,3	100,0
1997	0,0	77,7	7,1	15,2	100,0
1998	0,0	75,8	6,8	17,3	100,0
1999	0,0	76,2	6,5	17,4	100,0
2000	0,0	75,4	6,3	18,3	100,0
2001	0,0	75,6	6,4	17,9	100,0
2002	0,0	76,2	6,4	17,4	100,0
2003	0,0	76,1	6,3	17,6	100,0
2004	0,0	78,0	6,1	15,8	100,0

**Tav. 3**

**Imprese: attività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	16,4	5,3	0,3	1,9	32,5	n.e.	0,5	43,2	43,2	100
1955	7,2	24,0	0,2	0,6	37,4	n.e.	0,5	30,1	30,1	100
1960	3,5	28,6	0,2	0,7	45,3	n.e.	0,4	21,4	21,4	100
1965	3,8	39,1	0,9	3,3	29,2	n.e.	0,5	23,1	22,9	100
1970	3,1	44,7	0,9	4,9	21,6	n.e.	0,7	24,2	23,9	100
1975	2,9	45,6	0,6	4,0	16,1	n.e.	0,9	29,8	27,8	100
1980	2,5	37,7	2,8	6,6	13,7	n.e.	0,8	35,9	35,2	100
1981	2,4	34,5	3,3	5,2	16,0	n.e.	0,8	37,7	37,6	100
1982	2,5	33,9	4,0	5,7	17,5	n.e.	0,9	35,5	35,4	100
1983	2,4	34,5	4,4	5,3	17,6	0,0	0,9	34,8	34,7	100
1984	2,3	33,2	5,9	0,6	18,6	0,0	0,9	38,5	38,4	100
1985	1,9	30,8	6,6	1,6	20,1	0,0	1,0	38,0	37,9	100
1986	1,8	28,5	7,2	1,6	25,7	0,0	1,0	34,4	34,3	100
1987	1,8	28,6	9,0	1,4	23,0	0,0	1,1	35,1	35,0	100
1988	1,7	25,8	9,8	1,8	24,6	0,0	1,1	35,1	35,0	100
1989	1,0	14,0	8,7	1,9	29,7	0,1	0,9	43,7	43,6	100
1990	0,9	12,2	9,0	2,0	31,9	0,1	0,9	43,0	42,9	100
1991	0,9	11,4	9,4	2,6	33,1	0,1	1,0	41,6	41,6	100
1992	1,0	10,8	8,5	2,8	33,5	0,1	1,1	42,2	41,8	100
1993	0,9	10,5	7,5	3,5	34,6	0,1	1,0	41,9	41,4	100
1994	0,9	10,6	7,2	3,9	33,8	0,1	1,0	42,6	42,0	100
1995	1,3	15,6	5,3	2,0	29,7	0,8	2,0	43,4	37,0	100
1996	1,2	14,6	5,5	2,0	32,3	1,1	2,1	41,2	35,5	100
1997	1,2	14,0	5,2	2,3	35,8	1,4	2,0	38,2	33,0	100
1998	1,1	12,3	5,0	2,6	40,6	2,0	1,8	34,6	30,2	100
1999	1,0	10,1	4,5	2,2	49,6	1,6	1,5	29,5	26,0	100
2000	0,9	9,3	4,6	2,3	56,2	1,3	1,4	24,0	21,5	100
2001	0,8	9,8	4,9	2,6	52,6	1,4	1,5	26,4	24,0	100
2002	0,8	11,4	5,3	2,0	45,3	1,3	1,7	32,2	29,6	100
2003	0,9	11,6	4,6	2,3	47,4	1,2	1,6	30,3	28,0	100
2004	1,0	12,1	5,1	4,1	46,2	1,1	1,7	28,7	26,2	100

*segue*

segue Tav. 3

**Imprese: passività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	di cui: debiti comm.li	Totale
1950	4,1	37,5	37,3	n.e.	21,1	21,1	100
1955	3,1	37,1	43,5	n.e.	16,4	16,4	100
1960	3,6	29,7	54,4	n.e.	12,3	12,3	100
1965	7,3	42,9	36,5	n.e.	13,4	13,4	100
1970	7,3	51,4	27,5	n.e.	13,9	13,9	100
1975	7,0	58,8	18,4	n.e.	15,8	15,6	100
1980	4,2	44,3	31,3	n.e.	20,2	19,8	100
1981	3,5	41,6	32,6	n.e.	22,3	19,7	100
1982	3,7	39,2	36,8	0,0	20,3	17,8	100
1983	3,4	38,1	38,0	0,0	20,5	17,9	100
1984	2,9	38,1	33,4	4,9	20,8	18,3	100
1985	2,6	35,5	37,1	4,4	20,3	17,8	100
1986	2,6	32,3	42,6	4,0	18,5	16,0	100
1987	2,9	34,4	39,3	4,2	19,2	16,5	100
1988	2,6	35,7	37,8	4,1	19,8	17,2	100
1989	2,4	32,5	41,8	3,7	19,7	18,3	100
1990	2,0	34,2	40,3	3,7	19,9	18,5	100
1991	2,0	34,5	40,6	3,6	19,2	17,8	100
1992	1,8	37,4	37,4	3,7	19,7	18,2	100
1993	1,7	35,8	38,5	3,6	20,5	18,7	100
1994	1,5	33,9	39,3	3,5	21,9	19,5	100
1995	1,4	40,1	35,6	4,4	18,5	18,0	100
1996	1,6	38,1	38,3	4,5	17,5	17,0	100
1997	1,5	35,3	42,3	4,3	16,6	16,1	100
1998	1,6	32,4	46,2	4,1	15,8	15,1	100
1999	1,0	28,6	53,0	3,5	13,9	13,2	100
2000	1,1	28,9	54,4	3,4	12,2	11,5	100
2001	1,8	30,8	50,9	3,6	12,8	12,1	100
2002	2,3	32,1	47,1	3,9	14,6	13,9	100
2003	2,6	33,0	46,1	4,0	14,2	13,5	100
2004	2,7	32,2	47,8	4,0	13,3	12,7	100

**Tav. 4**

**Totale attività finanziarie dei settori**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Famiglie	Imprese	Società finanziarie	Banche	Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Totale
1950	36,7	16,5	38,6	23,1	3,0	5,3	100
1955	32,4	22,1	37,0	25,2	4,4	4,1	100
1960	31,6	27,5	32,9	24,1	3,8	4,2	100
1965	26,7	21,3	36,0	29,7	9,9	6,1	100
1970	26,7	18,1	39,9	33,8	8,4	6,9	100
1975	23,3	13,6	45,2	37,1	10,7	7,1	100
1980	27,0	13,8	40,2	31,9	12,7	6,3	100
1981	29,2	14,4	38,2	30,3	13,4	4,8	100
1982	29,9	14,0	37,6	30,5	13,6	5,0	100
1983	32,2	15,1	40,1	32,3	6,7	5,9	100
1984	32,6	14,1	38,5	31,0	6,0	9,0	100
1985	34,8	14,0	37,2	29,2	5,8	8,3	100
1986	37,9	14,1	35,4	27,5	5,4	7,2	100
1987	37,7	13,9	35,7	27,2	5,4	7,3	100
1988	38,2	14,4	34,3	26,1	5,3	7,7	100
1989	40,4	11,4	34,4	24,7	5,4	8,3	100
1990	39,8	12,0	34,1	24,3	5,3	8,8	100
1991	40,2	11,7	34,1	24,6	5,0	9,1	100
1992	38,0	11,4	35,5	26,0	4,7	10,4	100
1993	37,8	11,6	34,8	25,1	4,9	10,9	100
1994	37,5	12,0	34,1	23,9	5,2	11,2	100
1995	34,6	12,4	35,0	24,7	6,7	11,3	100
1996	34,7	11,8	35,2	24,3	6,6	11,8	100
1997	34,2	11,7	35,1	22,5	6,2	12,9	100
1998	33,7	11,8	35,4	21,0	5,5	13,5	100
1999	33,3	12,8	35,1	19,5	4,9	13,9	100
2000	32,7	13,9	34,3	19,6	4,9	14,2	100
2001	32,5	13,0	35,2	20,2	4,9	14,4	100
2002	32,7	12,1	35,9	21,9	4,8	14,6	100
2003	32,3	12,1	37,1	22,2	3,9	14,6	100
2004	32,8	12,2	36,3	22,3	3,9	14,8	100

segue

segue Tav. 4

**Totale passività finanziarie dei settori**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Famiglie	Imprese	Società finanziarie	Banche	Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Totale
1950	1,2	34,1	35,0	19,4	24,1	5,7	100
1955	1,4	40,4	33,1	21,3	21,5	3,7	100
1960	1,3	46,8	30,0	21,3	16,5	5,5	100
1965	2,0	36,0	36,1	29,3	17,9	8,0	100
1970	2,1	30,7	39,7	33,2	17,5	10,0	100
1975	2,2	24,2	43,4	35,0	23,1	7,1	100
1980	1,7	24,1	40,2	30,1	24,4	9,6	100
1981	1,7	27,8	36,1	28,1	27,2	7,3	100
1982	1,6	28,2	35,5	28,2	28,7	6,0	100
1983	1,7	29,4	36,6	29,5	25,0	7,2	100
1984	1,6	29,7	36,1	29,5	23,9	8,8	100
1985	1,7	29,8	36,3	27,4	24,5	7,6	100
1986	1,8	30,2	37,2	25,4	24,1	6,7	100
1987	2,0	29,5	35,8	25,5	25,9	6,8	100
1988	2,1	29,4	35,2	24,7	26,2	7,0	100
1989	4,8	27,4	36,8	26,3	24,0	7,0	100
1990	5,0	27,9	35,4	25,1	24,7	7,1	100
1991	5,0	27,5	36,0	25,7	24,4	7,1	100
1992	4,9	26,3	36,2	26,4	24,9	7,7	100
1993	4,6	25,7	35,8	25,4	25,0	9,0	100
1994	4,6	25,9	34,5	24,3	26,1	8,9	100
1995	4,4	25,6	33,6	23,7	26,3	10,0	100
1996	4,4	24,6	33,5	23,6	26,6	10,8	100
1997	4,2	24,0	34,5	23,1	24,7	12,6	100
1998	4,2	23,7	36,3	23,1	22,9	12,9	100
1999	4,1	25,4	35,3	21,4	19,6	15,6	100
2000	4,2	26,0	36,1	22,1	18,5	15,2	100
2001	4,4	25,9	35,4	21,3	19,1	15,2	100
2002	4,8	25,8	36,6	22,8	19,4	13,4	100
2003	4,9	25,0	38,3	23,1	18,0	13,7	100
2004	5,1	25,1	38,8	23,4	17,7	13,3	100

Tav. 5

**Società finanziarie: attività finanziarie**  
*(composizione percentuale per strumento)*

Anno	Oro monetario e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre attività	Totale
1950	1,9	1,9	19,0	17,9	58,9	0,5	n.e.	0,0	100
1955	1,4	1,1	18,2	19,3	59,4	0,6	n.e.	0,0	100
1960	6,8	0,9	17,5	18,6	55,2	0,9	n.e.	0,0	100
1965	3,3	0,5	15,1	18,8	60,7	1,6	n.e.	0,0	100
1970	2,0	0,4	14,8	20,2	60,7	1,7	n.e.	0,1	100
1975	0,8	0,3	17,6	29,8	49,7	1,8	n.e.	0,0	100
1980	5,8	0,3	20,4	28,0	42,6	1,6	n.e.	1,2	100
1981	5,5	0,3	21,8	28,5	40,4	1,9	n.e.	1,7	100
1982	4,4	0,2	21,4	30,1	40,0	2,0	n.e.	1,8	100
1983	5,0	0,2	21,3	30,4	38,8	2,4	0,0	1,9	100
1984	4,1	0,3	19,7	26,9	44,5	2,5	0,0	2,0	100
1985	3,3	0,3	18,4	27,4	45,0	3,4	0,0	2,2	100
1986	2,7	0,3	17,9	28,4	43,3	5,2	0,0	2,3	100
1987	2,8	0,2	17,8	27,3	44,7	4,6	0,0	2,5	100
1988	2,5	0,2	17,2	24,7	48,0	5,1	0,0	2,4	100
1989	1,9	0,2	20,9	23,0	47,2	4,9	0,0	1,9	100
1990	1,6	0,3	19,0	22,5	50,1	4,5	0,0	2,0	100
1991	1,4	0,3	16,4	23,4	51,7	5,0	0,0	2,0	100
1992	1,2	0,2	16,7	23,6	51,5	4,6	0,0	2,2	100
1993	1,3	0,2	15,8	23,6	50,1	6,3	0,0	2,6	100
1994	1,4	0,2	14,6	28,9	44,9	6,5	0,0	3,4	100
1995	1,3	0,2	14,8	27,7	48,0	7,3	0,2	0,4	100
1996	1,1	0,2	15,9	29,0	45,9	7,4	0,3	0,3	100
1997	0,9	0,2	15,4	28,9	43,9	10,1	0,4	0,1	100
1998	0,9	0,2	12,1	31,7	40,5	13,8	0,6	0,0	100
1999	0,8	0,2	12,3	29,2	38,7	17,8	1,0	0,0	100
2000	0,8	0,2	12,1	27,2	40,8	17,4	1,4	0,0	100
2001	0,8	0,3	11,5	28,9	42,1	14,2	2,1	0,0	100
2002	0,8	0,3	15,1	27,4	43,2	10,8	2,3	0,0	100
2003	0,8	0,3	14,6	26,6	43,4	12,0	2,3	0,1	100
2004	0,7	0,2	14,5	26,6	43,4	12,1	2,3	0,1	100

segue

segue Tav. 5

**Società finanziarie: passività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	21,7	58,9	3,8	10,9	2,2	n.e.	2,6	0,0	100
1955	14,8	60,0	6,9	12,3	3,0	n.e.	3,0	0,0	100
1960	11,4	61,4	9,5	11,1	3,4	n.e.	3,2	0,0	100
1965	9,3	59,6	12,3	9,8	3,1	n.e.	2,7	3,2	100
1970	7,1	57,4	13,0	12,8	3,1	n.e.	2,5	4,1	100
1975	5,4	61,6	14,1	12,8	4,1	n.e.	2,0	0,0	100
1980	4,3	59,3	10,1	9,2	8,0	n.e.	1,6	7,3	100
1981	5,0	66,3	11,4	5,0	10,4	n.e.	1,9	0,1	100
1982	4,9	68,1	11,1	4,8	9,0	n.e.	2,0	0,1	100
1983	4,7	67,2	10,6	6,4	9,0	0,0	2,1	0,0	100
1984	4,4	61,6	9,1	12,5	8,7	0,1	3,5	0,1	100
1985	4,0	57,0	8,1	12,9	12,8	1,7	3,5	0,1	100
1986	3,6	51,5	7,2	11,3	18,3	4,6	3,5	0,1	100
1987	3,8	53,9	7,9	11,8	14,5	4,1	4,0	0,1	100
1988	3,7	52,1	7,6	12,7	16,2	3,2	4,4	0,1	100
1989	3,6	55,2	6,8	8,4	17,7	2,5	4,4	1,3	100
1990	3,6	55,6	6,7	10,4	15,1	2,3	4,9	1,4	100
1991	3,4	53,5	6,5	12,2	15,7	2,4	5,0	1,2	100
1992	3,4	55,8	6,4	13,2	12,3	2,3	5,3	1,2	100
1993	3,3	53,5	6,8	12,7	13,7	3,8	5,4	0,9	100
1994	3,4	53,0	7,4	11,8	12,9	4,5	6,1	0,9	100
1995	3,3	58,0	6,2	10,4	10,1	4,1	7,6	0,1	100
1996	3,1	54,7	9,5	9,5	9,3	5,8	7,9	0,1	100
1997	2,9	46,3	11,2	9,8	12,7	9,3	7,8	0,1	100
1998	2,6	37,4	12,1	9,0	16,2	15,2	7,5	0,0	100
1999	2,6	36,2	11,0	8,6	16,3	17,2	8,2	0,0	100
2000	2,5	34,6	12,6	9,0	18,0	14,7	8,6	0,0	100
2001	2,2	35,2	15,1	10,8	13,3	13,5	9,9	0,0	100
2002	2,0	37,9	16,7	10,8	10,3	11,6	10,7	0,0	100
2003	2,1	36,9	16,8	10,3	11,7	10,9	11,1	0,1	100
2004	2,2	36,7	18,1	9,0	12,7	9,6	11,6	0,1	100

**Tav. 6**

**Banche: attività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	Totale
1950	1,5	15,6	19,3	63,0	0,6	n.e.	n.e.	0,0	100
1955	0,9	16,4	16,7	65,4	0,6	n.e.	n.e.	0,0	100
1960	0,7	14,9	19,1	64,3	1,0	n.e.	n.e.	0,0	100
1965	0,6	17,3	17,3	63,4	1,4	n.e.	n.e.	0,0	100
1970	0,5	16,1	17,0	64,8	1,6	n.e.	n.e.	0,1	100
1975	0,3	20,8	22,7	54,4	1,8	n.e.	n.e.	0,0	100
1980	0,4	22,0	26,5	48,0	1,7	n.e.	n.e.	1,5	100
1981	0,3	23,6	26,1	44,0	3,8	n.e.	n.e.	2,2	100
1982	0,3	23,3	28,6	41,9	3,7	n.e.	n.e.	2,2	100
1983	0,3	22,8	28,9	41,0	4,7	0,0	0,0	2,3	100
1984	0,3	21,0	25,1	47,8	3,2	0,0	0,0	2,5	100
1985	0,3	21,0	24,1	48,0	3,8	0,0	0,0	2,8	100
1986	0,3	20,7	22,6	47,0	6,5	0,0	0,0	3,0	100
1987	0,3	20,4	22,4	48,7	4,9	0,0	0,0	3,3	100
1988	0,3	19,2	20,0	52,4	5,0	0,0	0,0	3,1	100
1989	0,3	23,7	18,0	53,8	1,6	0,0	0,0	2,5	100
1990	0,4	20,9	16,7	57,7	1,6	0,0	0,0	2,7	100
1991	0,4	18,5	17,6	58,4	2,4	0,0	0,0	2,7	100
1992	0,3	19,5	18,4	57,1	2,0	0,0	0,0	2,7	100
1993	0,3	18,8	17,6	57,4	2,6	0,0	0,0	3,3	100
1994	0,3	17,4	19,9	55,9	2,0	0,0	0,0	4,5	100
1995	0,3	15,6	18,6	62,7	2,2	0,0	0,1	0,6	100
1996	0,4	16,5	19,3	61,1	2,3	0,0	0,1	0,4	100
1997	0,4	16,9	18,0	61,2	3,2	0,0	0,1	0,2	100
1998	0,4	15,9	17,9	60,3	5,2	0,1	0,1	0,1	100
1999	0,4	14,2	17,5	60,8	6,9	0,2	0,1	0,1	100
2000	0,4	14,4	15,3	62,3	7,3	0,3	0,1	0,1	100
2001	0,5	13,4	15,8	63,5	6,3	0,4	0,1	0,1	100
2002	0,5	18,3	13,4	61,9	5,4	0,4	0,1	0,1	100
2003	0,4	17,7	12,7	61,8	6,8	0,5	0,1	0,1	100
2004	0,4	17,8	13,3	60,9	6,9	0,5	0,1	0,1	100

segue

segue Tav. 6

**Banche: attività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	Totale
1950	76,0	6,8	14,7	2,6	n.e.	0,0	100
1955	72,0	10,7	14,3	3,0	n.e.	0,0	100
1960	68,6	13,4	14,1	4,0	n.e.	0,0	100
1965	66,7	15,1	11,9	3,5	n.e.	2,7	100
1970	62,6	15,6	15,1	3,4	n.e.	3,4	100
1975	66,5	17,4	12,3	3,8	n.e.	0,0	100
1980	70,6	13,5	11,9	4,0	n.e.	0,0	100
1981	75,2	14,5	5,7	4,6	n.e.	0,0	100
1982	76,6	13,9	5,5	4,0	n.e.	0,0	100
1983	74,7	13,1	6,9	5,3	0,0	0,0	100
1984	67,1	11,1	14,5	6,1	1,2	1,2	100
1985	66,4	10,7	15,0	6,7	1,2	1,2	100
1986	66,5	10,6	14,2	7,4	1,3	1,3	100
1987	66,1	11,1	14,2	7,2	1,4	1,4	100
1988	65,0	10,9	15,3	7,4	1,4	1,4	100
1989	69,0	9,5	6,4	12,8	1,3	2,3	100
1990	69,7	9,4	7,6	10,8	1,3	2,4	100
1991	67,2	9,1	9,7	11,8	1,3	2,3	100
1992	69,9	8,8	10,9	8,3	1,2	2,2	100
1993	68,8	9,5	11,1	8,5	1,2	2,1	100
1994	67,9	10,5	10,9	8,5	1,3	2,2	100
1995	75,5	8,7	6,9	7,4	1,3	1,4	100
1996	72,3	13,3	5,8	7,2	1,2	1,3	100
1997	63,6	16,5	6,5	12,2	1,1	1,2	100
1998	56,8	18,9	6,0	17,3	0,9	0,9	100
1999	56,3	17,4	6,0	19,4	0,9	0,9	100
2000	54,2	19,1	6,2	19,7	0,8	0,8	100
2001	56,6	21,4	8,1	13,2	0,7	0,7	100
2002	59,0	22,3	7,4	10,6	0,6	0,6	100
2003	56,1	22,7	7,6	13,0	0,6	0,6	100
2004	55,1	24,2	6,6	13,4	0,5	0,6	100

**Tav. 7**

**Amministrazioni pubbliche: attività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre attività	Totale
1950	0,0	0,0	25,3	74,0	0,6	n.e.	0,0	100
1955	0,0	0,0	19,9	79,7	0,4	n.e.	0,0	100
1960	0,0	0,0	14,7	84,8	0,5	n.e.	0,0	100
1965	0,3	18,0	13,1	57,2	11,3	n.e.	0,1	100
1970	0,4	13,4	7,5	63,4	15,3	n.e.	0,0	100
1975	0,4	17,5	3,7	66,0	12,3	n.e.	0,1	100
1980	0,4	24,9	2,8	59,4	12,4	n.e.	0,0	100
1981	0,4	23,6	2,5	60,6	12,9	n.e.	0,0	100
1982	0,3	21,8	2,2	61,8	13,9	n.e.	0,0	100
1983	0,7	20,9	4,6	42,0	31,7	0,0	0,0	100
1984	0,8	19,1	6,2	40,0	34,0	0,0	0,0	100
1985	0,7	19,8	6,0	40,2	33,4	0,0	0,0	100
1986	0,7	17,3	7,1	41,5	33,5	0,0	0,0	100
1987	0,7	17,0	7,8	41,1	33,4	0,0	0,0	100
1988	0,7	16,4	8,1	43,1	31,8	0,0	0,0	100
1989	0,0	15,7	7,9	44,6	26,6	0,0	5,2	100
1990	0,0	15,2	8,6	45,4	26,0	0,0	4,7	100
1991	0,0	15,4	8,7	45,9	25,6	0,0	4,5	100
1992	0,0	15,9	9,0	45,3	26,3	0,0	3,4	100
1993	0,0	22,2	8,0	42,2	25,3	0,0	2,2	100
1994	0,0	27,4	7,4	41,9	21,9	0,0	1,3	100
1995	0,0	22,9	3,7	33,4	29,3	0,1	10,6	100
1996	0,0	18,9	4,2	33,9	31,4	0,1	11,5	100
1997	0,0	17,8	4,4	31,0	33,0	0,2	13,6	100
1998	0,0	16,1	4,6	29,1	32,5	0,3	17,4	100
1999	0,0	20,2	5,8	28,3	25,2	0,4	20,1	100
2000	0,0	16,8	5,5	27,4	27,0	1,0	22,3	100
2001	0,0	17,4	4,8	29,0	24,5	1,8	22,5	100
2002	0,0	15,8	4,2	31,2	23,4	1,7	23,7	100
2003	0,0	15,8	3,3	22,9	25,4	1,9	30,6	100
2004	0,0	15,9	3,2	26,0	24,6	1,8	28,6	100

segue

segue Tav. 7

**Amministrazioni pubbliche: passività finanziarie***(composizione percentuale per strumento)*

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	0,3	22,2	40,1	33,3	0,0	4,1	0,0	100
1955	0,9	22,4	37,0	33,7	0,0	5,9	0,0	100
1960	0,7	21,0	37,6	33,0	0,0	7,8	0,0	100
1965	0,6	26,6	25,8	38,9	0,0	7,8	0,3	100
1970	0,6	20,5	32,2	38,5	0,0	7,9	0,3	100
1975	0,3	15,5	39,2	40,5	0,0	4,3	0,2	100
1980	0,2	19,2	41,5	35,8	0,0	3,2	0,1	100
1981	0,2	19,7	42,1	35,1	0,0	2,9	0,1	100
1982	0,2	17,7	44,3	35,0	0,0	2,8	0,1	100
1983	0,2	13,0	60,2	23,4	0,0	3,3	0,1	100
1984	0,2	10,7	62,0	23,8	0,0	3,2	0,2	100
1985	0,1	10,5	64,9	21,2	0,0	3,0	0,2	100
1986	0,1	10,3	67,0	19,3	0,0	3,0	0,3	100
1987	0,1	10,5	67,4	18,7	0,0	2,9	0,3	100
1988	0,1	10,5	68,0	18,3	0,0	2,8	0,2	100
1989	0,1	8,9	73,9	17,0	0,0	0,0	0,0	100
1990	0,1	8,8	74,5	16,6	0,0	0,0	0,0	100
1991	0,1	8,6	74,8	16,5	0,0	0,0	0,0	100
1992	0,1	8,1	75,5	16,3	0,0	0,0	0,0	100
1993	0,1	7,6	76,8	15,5	0,0	0,0	0,0	100
1994	0,1	7,7	81,4	10,8	0,0	0,0	0,0	100
1995	0,1	10,2	73,3	11,9	0,0	0,0	4,6	100
1996	0,1	9,9	75,1	11,0	0,0	0,0	3,9	100
1997	0,1	10,0	75,7	10,4	0,0	0,0	3,9	100
1998	0,1	10,1	77,1	9,2	0,0	0,0	3,6	100
1999	0,1	11,2	74,9	10,1	0,0	0,0	3,8	100
2000	0,1	11,5	75,2	9,6	0,0	0,0	3,5	100
2001	0,1	12,4	75,1	9,4	0,0	0,0	3,0	100
2002	0,1	12,7	75,0	9,1	0,0	0,0	3,0	100
2003	0,1	9,7	76,7	10,4	0,0	0,0	3,1	100
2004	0,2	9,4	76,6	10,8	0,0	0,0	3,1	100

segue

**Tav. 8**

**Resto del mondo: attività finanziarie**  
*(composizione percentuale per strumento)*

Anno	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	1,8	0,7	59,9	37,6	n.e.	n.e.	0,0	n.d.	100
1955	2,1	0,7	53,3	44,0	n.e.	n.e.	0,0	n.d.	100
1960	5,8	0,6	34,4	43,6	n.e.	n.e.	15,7	15,7	100
1965	0,6	0,6	44,4	34,5	n.e.	n.e.	19,9	19,9	100
1970	0,1	0,4	57,6	26,2	n.e.	n.e.	15,7	15,7	100
1975	0,9	0,2	61,6	18,9	n.e.	n.e.	18,4	17,7	100
1980	0,8	0,8	58,6	14,0	n.e.	n.e.	25,9	25,5	100
1981	0,9	1,1	50,3	17,9	n.e.	n.e.	29,7	29,7	100
1982	0,9	1,5	53,7	15,5	n.e.	n.e.	28,4	27,4	100
1983	0,6	1,3	58,1	13,5	0,0	0,0	26,5	25,6	100
1984	0,4	1,1	74,7	10,1	0,0	0,0	13,8	13,8	100
1985	0,2	2,0	71,0	14,1	0,0	0,0	12,8	12,8	100
1986	0,1	3,8	69,6	14,4	0,0	0,0	12,1	12,1	100
1987	0,4	3,4	69,6	13,6	0,0	0,0	13,1	13,1	100
1988	0,3	4,0	68,2	16,3	0,0	0,0	11,2	11,2	100
1989	32,5	11,6	29,1	15,0	0,7	0,0	11,1	9,5	100
1990	28,8	13,5	33,7	12,3	0,5	0,0	11,2	9,2	100
1991	28,3	14,8	35,5	11,4	0,4	0,0	9,7	8,0	100
1992	29,7	15,4	36,2	8,6	0,3	0,0	9,8	6,7	100
1993	25,0	22,9	31,9	10,9	0,3	0,0	9,1	5,6	100
1994	24,2	27,7	27,9	10,4	0,3	0,0	9,5	6,1	100
1995	23,5	31,7	27,2	10,4	0,3	0,9	6,9	6,1	100
1996	22,6	37,4	22,1	11,6	0,3	0,9	6,1	5,2	100
1997	20,1	39,9	19,2	15,2	0,4	0,8	5,3	4,5	100
1998	17,8	43,6	15,2	18,7	0,5	0,7	4,3	3,6	100
1999	17,7	43,9	15,8	17,6	0,4	1,0	4,7	3,7	100
2000	17,8	44,6	15,5	17,0	0,3	1,0	4,8	3,7	100
2001	14,9	47,4	17,6	15,0	0,3	1,0	4,8	3,5	100
2002	13,3	51,2	17,3	13,2	0,3	1,1	4,7	3,4	100
2003	12,6	52,2	17,1	13,4	0,3	1,1	4,3	3,2	100
2004	12,5	52,4	15,7	15,1	0,3	1,2	4,1	2,9	100

*segue*

segue Tav. 8

**Resto del mondo: passività finanziarie**  
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Oro monet. e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre passività	di cui: debiti comm.li	Totale
1950	12,9	6,5	6,1	12,2	38,6	7,1	n.e.	16,6	n.d.	100
1955	13,6	4,6	10,4	29,6	26,9	4,5	n.e.	10,5	n.d.	100
1960	39,4	1,9	6,0	12,2	15,2	4,1	n.e.	21,2	11,6	100
1965	14,6	0,1	4,6	12,0	27,4	8,1	n.e.	33,1	15,0	100
1970	7,9	0,1	5,5	7,1	38,4	9,7	n.e.	31,3	10,7	100
1975	4,8	0,1	2,0	5,4	39,9	8,7	n.e.	39,1	17,7	100
1980	24,0	0,0	10,2	5,4	31,4	6,1	n.e.	22,9	16,6	100
1981	29,0	0,0	13,8	7,8	13,4	9,7	n.e.	26,3	20,0	100
1982	28,2	0,0	12,7	5,2	18,0	12,4	n.e.	23,5	23,1	100
1983	27,7	0,0	13,9	7,7	17,1	12,6	0,0	21,0	20,7	100
1984	17,8	0,0	10,7	6,3	34,9	14,0	2,4	14,0	14,0	100
1985	16,3	0,0	8,1	3,5	39,2	15,6	3,5	13,9	13,9	100
1986	14,2	0,0	8,5	3,8	37,2	19,0	4,2	13,0	13,0	100
1987	14,9	0,0	10,3	5,4	33,1	18,5	3,8	14,0	14,0	100
1988	12,1	0,0	11,3	7,9	33,0	20,0	3,4	12,3	12,3	100
1989	9,5	0,0	35,5	13,4	8,2	19,4	2,8	11,2	11,2	100
1990	7,7	0,0	34,0	18,0	8,7	18,1	2,0	11,5	11,5	100
1991	6,5	0,0	26,6	24,5	11,0	19,5	1,6	10,3	10,2	100
1992	5,4	0,0	24,1	21,1	15,6	20,5	1,4	11,7	8,9	100
1993	5,2	0,0	23,0	18,0	18,1	24,4	1,2	10,1	6,9	100
1994	5,5	0,0	24,4	19,3	14,1	23,2	1,1	12,5	7,7	100
1995	4,4	0,0	26,7	19,1	18,6	21,6	2,7	6,9	6,9	100
1996	3,5	0,0	28,1	18,9	20,4	20,3	3,2	5,6	5,6	100
1997	2,6	0,0	24,3	21,2	18,9	24,8	3,8	4,6	4,6	100
1998	2,4	0,0	17,1	25,3	16,4	30,8	4,2	3,8	3,8	100
1999	1,9	0,0	11,6	25,6	13,3	39,5	4,7	3,3	3,3	100
2000	1,8	0,0	9,6	25,5	14,5	39,1	5,8	3,6	3,5	100
2001	2,0	0,0	9,1	29,3	14,5	35,6	6,3	3,4	3,4	100
2002	2,3	0,0	9,8	31,9	15,7	30,6	6,0	3,7	3,7	100
2003	2,1	0,0	10,4	31,7	14,2	31,8	6,3	3,5	3,4	100
2004	2,0	0,0	8,7	31,2	16,1	31,5	7,1	3,4	3,3	100

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Aganin, A. e P. Volpin (2005), *The History of Corporate Ownership in Italy*, in R.K. Morch (a cura di), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press.
- Albareto, G. (1999), *Concorrenza e politica bancaria*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Albareto, G. e M. Trapanese (1999), *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Altissimo, F., Marchetti, D.J. e G.P. Oneto (2000), *The Italian Business Cycle: Coincident and Leading Indicators and Some Stylized Facts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 377, ottobre.
- Artoni, R. e S. Biancini (2003), *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in P. Ciocca e G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, volume 3, Roma-Bari, Laterza.
- Aronica, A. (2002), *Tendenze evolutive nella problematica del finanziamento delle PMI*, in Camera di Commercio di Parma, *Finanziamento alle piccole e medie imprese: problemi e prospettive dell'area parmense*, Atti del convegno, Parma, 14 febbraio.
- Balassone, F., Franco, D., Momigliano, S. e D. Monacelli (2002), *Italy: Fiscal Consolidation and its Legacy*, in Banca d'Italia, *The Impact of Fiscal Policy*, Research Department Public Finance Workshop, Perugia, 21-23 marzo.
- Balducci, R., Marconi, M., Marinelli, M.L. e A. Niccoli (1979), *L'evoluzione degli intermediari e dei mercati: 1950-1972*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Banca d'Italia (2006), *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*, Bollettino Economico, n. 46, marzo.
- Banfi, A. e M. Onado (2002) (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privati*, Isedi, Milano.
- Barbiellini Amidei, F. e C. Impenna (1999), *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. Cotula (a

- cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Barca, F. e M. Magnani (1989), *L'industria tra capitale e lavoro*, Bologna, il Mulino.
- Barclays Capital (2002), *Household Financial Wealth in the Euro-zone*, in "European Economics", giugno.
- Biagioli, A. (1995), *La posizione finanziaria dell'Italia verso l'estero dal 1945 al 1994: una ricostruzione*, in UIC, *Studi per il cinquantenario*, Roma-Bari, Laterza.
- Biscaini, A.M. e P. Ciocca (1979), *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Bonci R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Carli, G. (1975) (a cura di), *Sviluppo economico e strutture finanziarie in Italia*, Bologna, il Mulino.
- \_\_\_\_\_ (1978) (a cura di), *La struttura del sistema creditizio italiano*, Bologna, il Mulino.
- Cesarini, F. (1976), *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (2000), *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri.
- Coltorti, F. (2005), *Finanza e sviluppo dagli anni '70 ad oggi*, in "Economia e Politica Industriale", n. 2, giugno.
- Cotula, F. (1999), *Introduzione*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, tomo terzo, Bari-Roma, Laterza.
- Cotula, F. e S. Rossi (1989), *Il controllo amministrativo dei flussi finanziari in Italia*, in F. Cotula (a cura di), *La politica monetaria in Italia*, vol. II (Obiettivi e strumenti), Bologna, il Mulino.
- Croff, D. e F. Passacantando (1979), *Il controllo diretto del credito*, in F. Cotula e P. de' Stefani (a cura di), *La politica monetaria in Italia: istituti e strumenti*, Bologna, il Mulino.
- De Cecco, M. (1968), *Saggi di politica monetaria*, Milano, Giuffrè.

- Eurostat (1996), *Sistema europeo dei conti – SEC 1995*, Lussemburgo.
- Fazio, A. (1979), *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in “Moneta e Credito”, vol. XXXII, n. 127.
- Filippa, L. e A. Franzosi (2001), *Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell'evoluzione recente*, in “Borsa Italiana Notes”, n. 2, novembre.
- Gaiotti, E. e S. Rossi (2003), *La politica monetaria italiana nella svolta degli anni '80*, Convegno su “Gli anni '80 come storia”, Roma, 13-14 marzo.
- Goldsmith, R.W. e S. Zecchini (1999), *The National Balance Sheet of Italy (1861-1973)*, in “Rivista di storia economica”, a. XV, n. 1, aprile.
- Graziani, A. (1972), *L'economia italiana: 1945-1970*, Bologna, il Mulino.
- Lamfalussy, A. (1972), *I mercati finanziari europei*, Torino, Einaudi.
- Muzzicato, S., Sabbatini, R. e F. Zollino (2002), *I prezzi delle abitazioni in Italia: una rassegna di temi metodologici e la costruzione di un nuovo indice*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Onado, M. (2003), *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. Ciocca e G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, volume 3, Roma-Bari, Laterza.
- Pagano, M. (1999), *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta. Commento*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Pittaluga, G.B. (1999), *Concorrenza e politica bancaria. Commento*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Ricotti, G. e A. Sanelli (2006), *Conti finanziari e fiscalità: un'analisi storica*, in questo volume.
- Roccas, M. e C. Santini (1979), *La bilancia dei pagamenti*, in F. Cotula e P. de' Stefani (a cura di), *La politica monetaria in Italia: istituti e strumenti*, Bologna, il Mulino.
- Saltari, E. (2003), *Cause e conseguenze della finanziarizzazione dell'economia italiana*, dattiloscritto.
- Signorini, L.F. e I. Visco (2002), *L'economia italiana*, Bologna, il Mulino.

Spaventa, L. (1987), Intervento in *Un omaggio a Fausto Vicarelli*, in "Politica Economica", anno III, n. 3.

Torrini, R. (2004), *La dinamica aggregata e settoriale delle quote distributive e della redditività del capitale in Italia: alcuni fatti e un tentativo di interpretazione*, Banca d'Italia, dattiloscritto.

Vicarelli, F. (1979), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.

\_\_\_\_\_ (1981), *Note in tema di accumulazione di capitale in Italia (1947-63)*, in G. Lunghini (a cura di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, Torino, Einaudi.

\_\_\_\_\_ (1982), *Disintermediazione bancaria e struttura del sistema finanziario*, in "Economia Italiana", n. 2, giugno.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. DE BONIS

*Giorgio Calcagnini\**

Gli studi sullo sviluppo economico italiano hanno tradizionalmente posto l'accento sulle variabili che descrivono l'economia reale: PIL, consumi, investimenti, esportazioni e importazioni, occupazione, ecc. L'aver relegato le variabili finanziarie a svolgere, almeno apparentemente, un ruolo non di primo piano all'interno dello schema interpretativo è stata una scelta spesso dettata più dalla indisponibilità di informazioni quantitative omogenee sufficienti a coprire un lungo arco di tempo, che da motivazioni teoriche. Anche se il giudizio non è condiviso dalla totalità degli economisti, la finanza è una delle componenti del modello di sviluppo di un'economia. Non tenerne conto significherebbe non comprendere appieno i complessi meccanismi che sono alla base della crescita economica, tanto dei paesi più arretrati che di quelli più avanzati. Il lavoro di De Bonis offre finalmente agli studiosi la possibilità di rileggere il tragitto percorso dalla nostra economia senza trascurare i legami e i nessi di causalità intercorsi tra sfera reale e finanziaria. Questa rilettura permette, inoltre, di avanzare un'ipotesi interpretativa, tra le tante che già circolano, sul declino dell'economia italiana di questi ultimi anni. Di conseguenza, questo contributo non è un vero e proprio commento, così come siamo soliti intenderlo, al lavoro di De Bonis, ma una riflessione nata dal suo lavoro basato sulla ricostruzione storica dei conti finanziari italiani portata avanti in questi anni dalla Banca d'Italia.

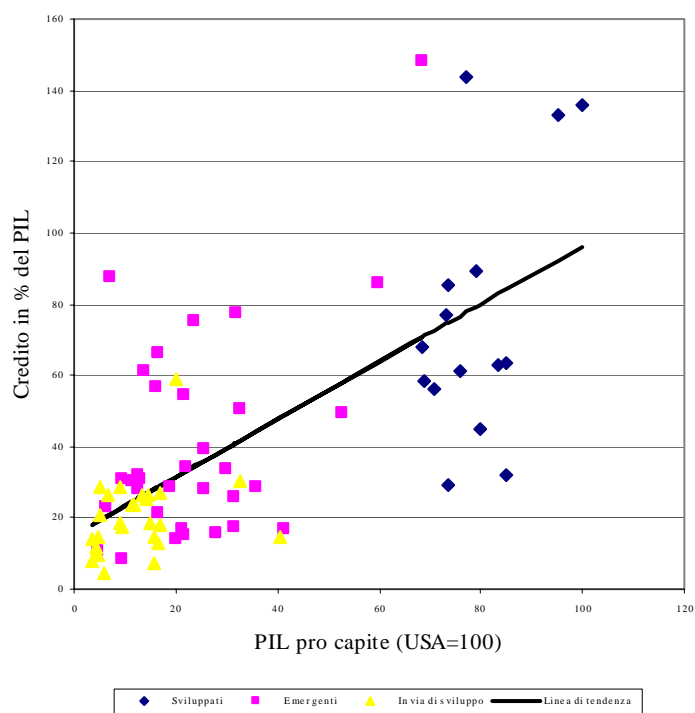
Che la finanza sia strettamente connessa con lo sviluppo economico lo si ricava guardando semplicemente alla relazione tra credito, una delle proxy più utilizzate per misurare le dimensioni del settore finanziario, e livello del PIL pro capite (fig. 1).

Senza addentrarsi nel dibattito se sia lo sviluppo economico a determinare la quantità di credito domandata o, viceversa, se sia la disponibilità di credito a facilitare le decisioni di consumo e investimento, e quindi a determinare il livello di reddito, il grafico mostra inequivocabilmente come sfera reale e finanziaria tendano a essere collegate da una relazione positiva di lungo periodo.

---

\* Facoltà di Economia, Università di Urbino "Carlo Bo".

Fig. 1

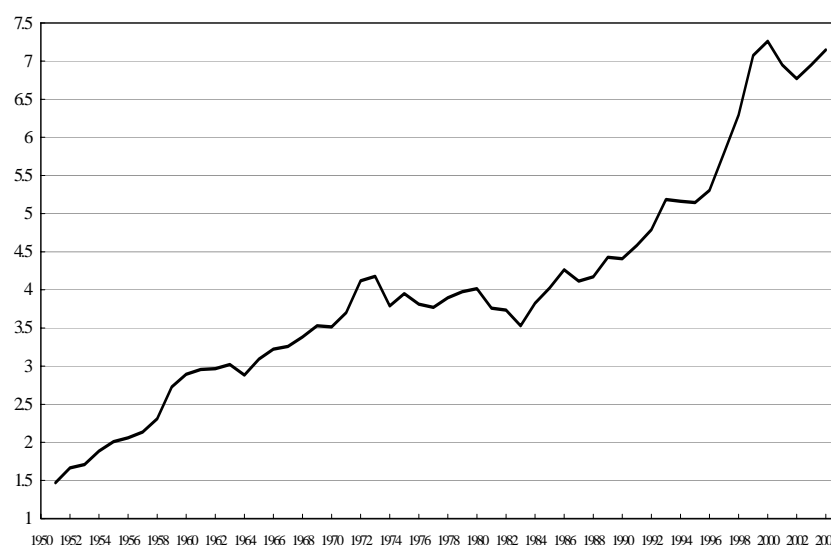
**Relazione sviluppo finanziario e reale. Medie 1970-2000**

Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2004, p. 148.

Nel caso specifico dell'economia italiana, e per il periodo 1950-2004, la relazione tra queste due sfere è riportata nella figura 1 del lavoro di De Bonis, e qui riprodotta per convenienza (fig. 2).

Il numeratore del rapporto riportato nella figura 2 è il totale delle attività finanziarie (biglietti e monete, depositi, titoli, prestiti, azioni, riserve tecniche, e altre attività) lorde. Questo rapporto, che nel seguito chiameremo di finanziarizzazione, è passato da un livello di circa 1,5 agli inizi del periodo a un livello di poco superiore a 7 a fine periodo.

Fig. 2

**Attività (passività) finanziarie del totale settori sul PIL**

Dall'ispezione grafica della serie sono individuabili tre periodi: 1950-1973; 1974-1983<sup>1</sup>; 1984-2004. Nel primo e ultimo periodo il rapporto di finanziarizzazione è in crescita, mentre nel periodo centrale il rapporto tra attività finanziarie e PIL è in moderata contrazione.

Questa periodizzazione dell'intero arco temporale, 1950-2004, coincide con fasi di sviluppo dell'economia italiana ben note. La prima fase (1950-1973) è il periodo di crescita economica iniziato negli anni cinquanta e interrotto a causa di vari shock (prezzi delle materie prime, costo del lavoro) agli inizi degli anni settanta. Questo periodo storico è caratterizzato da elevati tassi di crescita del PIL e da moderati tassi di inflazione. Lo sviluppo economico è accompagnato in questi anni da cambiamenti che interessano i portafogli degli operatori economici e, quindi, la composizione delle attività finanziarie dell'economia italiana<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Questo secondo periodo potrebbe essere esteso fino al 1992 quando il rapporto tra attività finanziarie e PIL torna sui livelli di inizio anni settanta, ma senza che l'interpretazione del fenomeno ne risenta significativamente.

<sup>2</sup> Cfr. anche Bonci e Coletta (2006).

Un ruolo di primo piano nello sviluppo finanziario dell'Italia viene svolto dalle banche favorendo la detenzione di depositi da parte delle famiglie e intervenendo in misura crescente nel finanziamento delle imprese.

In sintesi, l'andamento del rapporto tra attività finanziarie e PIL fino agli inizi degli anni settanta, tenendo conto delle dinamiche del numeratore e denominatore, può essere considerato "naturale". Esso infatti riflette l'adozione anche in Italia di comportamenti e decisioni finanziarie tipiche di economie in fase di sviluppo, a cui si accompagna un'espansione della ricchezza finanziaria.

Durante "i terribili anni settanta", o meglio il decennio 1973-1983, il rapporto tra attività finanziarie e PIL si riduce leggermente rispetto al livello massimo raggiunto, a causa degli elevati tassi di inflazione che hanno caratterizzato questo periodo (fig. 2). Il processo di finanziarizzazione subisce così una battuta di arresto. Infatti, accanto a valori del denominatore in rapido aumento in seguito alla dinamica dei prezzi, il processo inflazionistico, erodendone sia il valore sia i rendimenti, aveva reso relativamente meno convenienti gli investimenti di natura finanziaria (ad eccezione di quelli in oro) rispetto ad altre forme di accumulazione della ricchezza che, in Italia, assumono tipicamente la forma degli investimenti immobiliari. A questi fattori va necessariamente aggiunta una politica monetaria con un'impostazione tipicamente restrittiva, sotto forma sia di limitazioni ai movimenti di capitale con l'estero dei residenti sia di massimali sui prestiti bancari (cfr. De Bonis, par. 4).

Gli ultimi venti anni (1984-2004) sono spesso considerati quelli della "bolla o dell'ubriacatura" finanziaria. Il rapporto tra attività finanziarie e PIL passa dal 3,5 circa del 1984 ad un valore di circa 7,0 nel 2004, con un'accelerazione particolarmente forte nella seconda metà degli anni novanta (fig. 2). La principale spiegazione di questo andamento deve essere ricercata soprattutto nell'evoluzione del numeratore del nostro rapporto di finanziarizzazione, dal momento che, tra il 1984 e il 2004, il tasso medio del PIL reale è stato inferiore a quello del periodo 1950-1973, e che anche il tasso di inflazione si è mediamente mantenuto più basso rispetto agli anni settanta. La dinamica delle attività finanziarie italiane nel periodo 1984-2004 ha diverse spiegazioni. Da un lato, gli investitori italiani hanno imitato quello che stava accadendo in altre economie, soprattutto in quella americana, dove le prospettive di maggiori profitti

associate alla rivoluzione informatica avevano spinto al rialzo, in particolare nel periodo 1995-2000, i prezzi delle attività finanziarie<sup>3</sup>. Dall'altro, i successi ottenuti nel controllo dell'inflazione e le prospettive di far parte a pieno titolo dell'Unione monetaria avevano spinto i tassi di interesse verso il basso, determinando di conseguenza sia uno spostamento della domanda di attività finanziarie tradizionali (titolo di Stato) verso impieghi più rischiosi, quali i titoli azionari, sia un aumento del valore di mercato dei titoli a reddito fisso. Non vanno dimenticati, infine, il numero crescente di operazioni di fusioni e acquisizioni, l'uscita dal massimale sui prestiti bancari e una rinnovata liberalizzazione internazionale nei movimenti di capitale. Accanto a queste due spiegazioni, ve ne è almeno un'altra sulla quale vorrei soffermare la mia attenzione.

Dalle precedenti osservazioni è chiaro che il legame tra sfera reale e finanziaria che aveva caratterizzato la prima fase dello sviluppo economico italiano è meno forte negli anni più recenti. Infatti, all'aumento delle attività finanziarie è corrisposto, nel periodo 1984-2004, un aumento del PIL reale proporzionalmente inferiore rispetto a quanto osservato nel periodo 1950-1973<sup>4</sup>. L'importanza della finanza quale fattore di sviluppo economico dipende dal grado di dipendenza delle decisioni reali (in particolare gli investimenti) da fonti di finanziamento esterne (banche e mercato), e dal grado di imperfezione dei mercati finanziari. Un indicatore di questo tipo di dipendenza è rappresentato dal rapporto tra autofinanziamento e investimenti.

La figura 3 mostra l'andamento del rapporto autofinanziamento/investimenti per il campione di 980 imprese di Mediobanca, per il periodo 1968-2002.

Fino ai primi anni ottanta l'autofinanziamento delle imprese italiane, pur se elevato, era insufficiente a finanziare totalmente gli investimenti. Di conseguenza, la domanda di risorse dai settori in disavanzo a quelli in surplus si rifletteva anche in un aumento della ricchezza finanziaria del paese. A partire dalla metà degli anni novanta l'autofinanziamento è invece

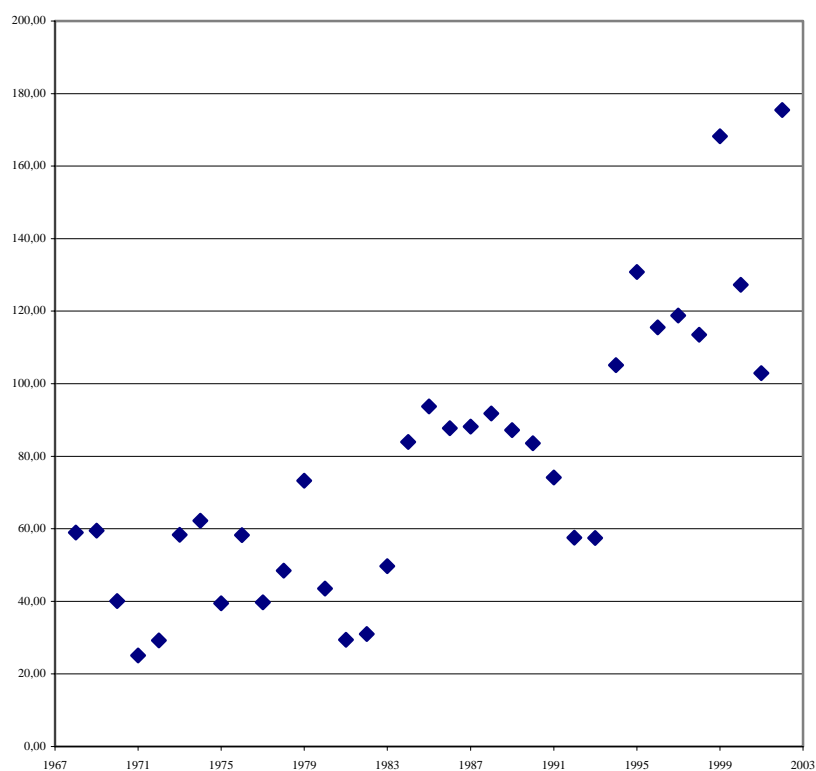
<sup>3</sup> A fine periodo, il livello del rapporto attività finanziarie/PIL era più basso in Italia rispetto agli altri paesi più industrializzati. Per quanto riguarda la variazione dello stesso rapporto nel periodo 1995-2004, l'Italia si colloca in posizione intermedia rispetto agli altri paesi. La variazione più bassa è osservata in Giappone, quella più elevata nel Regno Unito (cfr. Bartiloro *et al.*, 2006, tav. 1).

<sup>4</sup> In verità, l'aumento delle attività finanziarie nell'ultimo periodo è stato significativamente inferiore a quello registrato nella fase di avvio dello sviluppo economico italiano (cfr. Bonci e Coletta, 2006, tav. A.15).

sistematicamente superiore agli investimenti; quindi l'aumento della ricchezza finanziaria ha un rapporto meno diretto con le vicende legate alla produzione del reddito<sup>5</sup>.

**Fig. 3**

**Rapporto autofinanziamento/investimenti: 1968-2002**  
(valori percentuali)



Fonte: Ns. elaborazioni su dati Mediobanca:

[http://www.mbres.it/ita/mb\\_publicazioni/cumulati.htm#](http://www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/cumulati.htm#)

<sup>5</sup> L'aumento dell'autofinanziamento intorno alla metà degli anni novanta trova conferma anche nelle informazioni pubblicate dalla Banca d'Italia (2005), fig. D7, p. 267, anche se i valori differiscono da quelli di Mediobanca per la diversa composizione del campione.

La ricchezza finanziaria di un'economia aumenta principalmente grazie alla presenza di risparmio (reddito meno consumo) positivo. Questo vale soprattutto per la ricchezza netta, una volta cioè che nell'aggregato sia avvenuta la compensazione tra crediti e debiti. La ricchezza finanziaria che compare al numeratore del rapporto della figura 2 è, invece, ricchezza finanziaria lorda. Quest'ultima aumenta anche semplicemente perché aumentano i prezzi delle varie attività o i trasferimenti di risorse tra i vari operatori economici. È quindi una misura delle dimensioni raggiunte dal mercato finanziario di un paese. Ma negli anni più recenti, all'aumento della ricchezza finanziaria lorda ha corrisposto invece una minore intensità del processo di accumulazione rispetto al passato.

Sembrerebbe che nel periodo 1984-2004 si sia creata una situazione ben descritta circa trent'anni fa da Balducci (1979, p. 359) nei seguenti termini:

“...Nelle fasi di accentuata espansione del settore industriale, cui si accompagni anche un'ampia formazione di risparmio di impresa, il rapporto che il sistema finanziario può instaurare con il mondo industriale è importante, ma non essenziale; ha spesso riflessi congiunturali, ma non strutturali; è, in definitiva, non dominante.

Se poi, come è normale attendersi in questo contesto, le disponibilità monetarie manovrabili dagli intermediari finanziari si ampliano con rapidità, è pensabile che il sostegno finanziario si indirizzi verso nuovi canali, quali l'edilizia, il commercio, alcuni comparti del terziario, che definiamo settori “di rendita” intesa in senso ampio. ...”

L'aumento dei prezzi degli immobili degli ultimi anni, il perverso intreccio tra alcune istituzioni finanziarie e alcuni imprenditori del settore immobiliare, un settore dei servizi che, protetto dalla concorrenza internazionale, rimane strutturalmente meno efficiente rispetto a quanto si osserva negli altri paesi, una distribuzione del reddito che sta progressivamente favorendo chi opera nei settori meno concorrenziali, sono solo alcuni degli elementi che caratterizzano un'economia come quella italiana, sempre più basata sulla rendita. Il fenomeno sembra aver assunto dimensioni così rilevanti che la sua percezione sta diventando comune al complesso delle scienze sociali, travalicando il ristretto ambito degli economisti. Diamanti (2005) ha recentemente scritto che in Italia si osserva una “...progressiva sopraffazione della finanza sull'economia ....

Per cui, più dell'andamento delle imprese, degli indici della produzione e delle vendite, oggi contano le operazioni di borsa. I movimenti di capitale. Le acquisizioni e cessioni azionarie. ... Da ciò la difficoltà, da parte della società, di "capire" la ricchezza. ...."

Il dibattito sempre più acceso sul declino dell'economia italiana, a mio avviso, non può prescindere da queste considerazioni. Eventualmente, ci si potrebbe chiedere quale sia l'origine di questa situazione. Se, cioè, la sopraffazione della finanza sull'economia, intesa come dissociazione tra decisioni reali e finanziarie, non sia che la conseguenza di una caduta del rendimento atteso sul capitale reale. Perfettamente capita e anticipata da settori dell'economia diversi da quello industriale, il quale resta ancora il motore trainante delle economie moderne<sup>6</sup>. Una caduta dei rendimenti che, a sua volta, va ricercata nella incapacità da parte delle istituzioni di dare risposta a una serie di problemi strutturali che "da sempre" affliggono l'economia italiana. Nella mancanza, in ultima analisi, di una vera politica economica per lo sviluppo.

---

<sup>6</sup> Su questo tema si veda Torrini (2005), paragrafo 4.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Balducci, R. (1979), *Capitale finanziario e struttura industriale*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Banca d'Italia (2005), *Relazione annuale sul 2004*, Roma.
- Bartiloro, L., De Bonis, R., Generale, A. e I. Longhi (2006), *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, in questo volume.
- Bonci, R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Diamanti, I. (2005), *Se il denaro perde valore*, la Repubblica, pp. 1 e 21, 31 dicembre.
- Torrini, R. (2005), *Quota dei profitti e redditività del capitale in Italia: un tentativo di interpretazione*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 551.

## CONTI FINANZIARI E FISCALITÀ: UN'ANALISI STORICA

*Giacomo Ricotti e Alessandra Sanelli\**

### **1. L'evoluzione della disciplina fiscale dei redditi finanziari: un quadro generale**

L'analisi degli effetti della tassazione sul volume e sull'allocatione del risparmio è uno dei filoni tradizionali degli studi di finanza pubblica. La letteratura economica e le ricerche empiriche hanno evidenziato che le variazioni delle diverse forme di imposizione hanno effetti tendenzialmente ambigui sul livello complessivo di risparmio, mentre possono incidere in maniera significativa sull'allocatione delle risorse finanziarie.

Nel presente lavoro si ricostruisce l'evoluzione della legislazione fiscale in materia di redditi finanziari in Italia a partire dagli anni sessanta, allo scopo di verificare se, e in quale misura, tale disciplina abbia contribuito a influenzare le scelte di allocatione del risparmio, da un lato, e le modalità di finanziamento dei settori in deficit strutturale di risorse (imprese e pubblica Amministrazione), dall'altro e, di riflesso, le caratteristiche stesse dell'industria bancaria e finanziaria. L'esame si basa sull'analisi dei dati riportati nei conti finanziari, integrati, ove occorra, con informazioni di maggior dettaglio tratte dalle Relazioni, dai Bollettini Economici e dalle pubblicazioni statistiche della Banca d'Italia. La ricostruzione è incentrata esclusivamente sugli effetti dell'imposizione diretta<sup>1</sup>.

L'analisi viene condotta sui “fatti stilizzati”, esaminando l'impatto dei singoli interventi di modifica della disciplina fiscale sui mercati

---

\* Banca d'Italia, Servizio Rapporti Fiscali. Si ringraziano S. Giannini e i partecipanti al convegno “I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali”, V. Ceriani e A. Magliocco, per gli utili commenti ricevuti su diverse versioni del lavoro; S. Manestra, per le osservazioni e i suggerimenti di carattere storico e bibliografico. Il lavoro riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna in alcun modo l'Istituto di appartenenza. Pur essendo frutto di un impegno comune e di un continuo scambio di idee tra gli autori, le singole parti di esso sono attribuibili come segue: Giacomo Ricotti ha curato i paragrafi 2, 4.2, 5.2. e 5.3.2; Alessandra Sanelli i paragrafi 3, 4.1, 5.1, 5.3.1 e 5.4; i paragrafi 1 e 6 non sono attribuibili individualmente. La responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è esclusivamente degli autori. Il lavoro è dedicato alla memoria di Guido Ancidoni, amico e maestro.

<sup>1</sup> Per un esame dell'incidenza dell'imposizione indiretta sull'allocatione del risparmio e sul funzionamento dei mercati finanziari si rinvia a Ancidoni *et al.* (1987). In Ciocca (2000) è rinvenibile un'ampia panoramica sugli effetti delle imposte dirette e indirette sulla finanza.

finanziari, con particolare attenzione alla composizione dei portafogli dei risparmiatori e alla struttura finanziaria degli intermediari e delle imprese; le considerazioni tengono conto delle decisioni prese, nello stesso periodo, dalle autorità monetarie. Modifiche nel comportamento degli operatori in concomitanza con gli interventi delle autorità fiscali e in senso conforme alle aspettative, configurandosi come “reazioni” a tali provvedimenti, confermano la tesi dell’influenza della politica tributaria sulla morfologia dei mercati finanziari (Guerra, 1989).

Dal 1960 si possono individuare almeno tre fasi nel rapporto tra fisco e mercati finanziari.

In una *prima fase*, che abbraccia gli anni sessanta e settanta, la legislazione tributaria ha svolto un *ruolo proattivo* rispetto al mercato, indirizzando le scelte dei settori in surplus e in deficit di risorse finanziarie. La leva fiscale contribuì all’instaurazione di un regime di doppia intermediazione, nel quale i risparmiatori (principalmente le famiglie) affidavano le loro risorse alle banche, che a loro volta sottoscrivevano i titoli emessi dagli istituti di credito speciale, la cui raccolta era diretta al finanziamento delle imprese, spesso sotto forma di credito agevolato a medio e lungo termine. In questo modo si promuoveva lo sviluppo delle attività imprenditoriali e la creazione delle infrastrutture. Veniva invece disincentivato il ricorso diretto al mercato dei capitali da parte delle imprese.

In una *seconda fase*, tra l’inizio degli anni ottanta e i primi anni novanta, le scelte di politica tributaria in materia di attività finanziarie sono state contrassegnate da un *atteggiamento reattivo* sotto un duplice profilo. In primo luogo, le crescenti esigenze di gettito determinarono una diversa considerazione del comparto finanziario da parte del legislatore: se in precedenza si rinunciava implicitamente a massimizzare le entrate fiscali sui proventi del risparmio, pur di ottenere l’allocazione desiderata delle risorse, già dalla fine degli anni settanta – ma ancor più decisamente da metà anni ottanta – l’attenzione si spostò progressivamente sulle possibilità di incrementare tali entrate. Ne derivò un innalzamento del livello complessivo delle aliquote di ritenuta. In secondo luogo, la comparsa e il rapido sviluppo di tecniche di innovazione finanziaria – contraddistinte da finalità di elusione della disciplina fiscale e di vigilanza – determinarono una continua rincorsa del mercato da parte del legislatore fiscale, oltre che delle autorità di politica monetaria.

Nello stesso periodo la crescita del fabbisogno determinò una sempre maggiore importanza dell'emittente pubblico sul mercato dei capitali; fu necessario affrontare la tematica della tassazione dei titoli di Stato, sia sotto il profilo delle distorsioni allocative derivanti dall'esenzione dei proventi da obbligazioni pubbliche, sia con riferimento agli effetti netti sul bilancio dello Stato.

Un tratto comune delle prime due fasi è rappresentato dall'esplicito utilizzo della leva fiscale a fini di indirizzo delle scelte dei risparmiatori, degli intermediari e delle imprese, spesso di concerto con la politica monetaria. Tale utilizzo si è tradotto nella discriminazione della tassazione in base alla natura del debitore e dello strumento. Neutralità ed equità dell'imposizione sino alla fine degli anni ottanta sono stati obiettivi secondari, se non estranei, alla disciplina fiscale dei redditi finanziari.

A partire *dai primi anni novanta*, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la crescente integrazione dei mercati, derivante anche dalle rapide innovazioni tecnologiche, hanno determinato una *progressiva rinuncia del fisco al perseguimento di finalità allocative*, a favore della neutralità del prelievo e di una maggiore attenzione agli effetti dell'imposizione sull'efficienza dei mercati, sempre nel rispetto del vincolo rappresentato dalle esigenze di gettito.

Tali obiettivi sono stati perseguiti dapprima con l'introduzione di meccanismi impositivi atti a contenere gli oneri amministrativi e finanziari connessi con la tassazione delle attività (sistema dell'imposta sostitutiva introdotto dal decreto legislativo n. 239/1996), e successivamente con l'adozione di una tassazione omogenea e onnicomprensiva, estesa a qualsiasi tipologia di strumento e di provento finanziario (ivi incluse le plusvalenze).

Il lavoro è articolato secondo un criterio temporale. Nel paragrafo 2, dopo una breve descrizione del sistema tributario esistente prima della riforma del 1973, si esamina la tassazione dei redditi finanziari nel periodo 1960-1973, indicandone gli effetti sulle scelte di allocazione del risparmio. Nel paragrafo 3 si illustra l'inquadramento dei redditi finanziari nell'ambito della riforma del sistema tributario, per poi seguire l'evoluzione del rapporto tra fisco e attività finanziarie fino ai primi anni ottanta. Nel paragrafo 4 l'attenzione è posta sul rapporto tra fisco e innovazione finanziaria che ha contraddistinto gli anni ottanta, insieme alla decisione di tassare i titoli pubblici. Nel paragrafo 5 si esaminano le principali riforme degli anni novanta, cercando di valutarne gli effetti sugli

strumenti e sulle decisioni di emittenti e investitori. Il paragrafo 6 raccoglie le principali conclusioni del lavoro.

## 2. Il periodo precedente la riforma: dal 1960 al 1973

### 2.1 *Il sistema tributario ante riforma: le principali imposte sul reddito*<sup>2</sup>

All'inizio degli anni sessanta il sistema tributario italiano si presentava contrassegnato dalla presenza di più imposte sul reddito, reali e personali. La struttura del sistema affondava le proprie radici nel secolo precedente, per le imposte reali, mentre le imposte personali erano state introdotte più di recente, durante gli anni venti.

Le **imposte reali** (imposta sul reddito dominicale dei terreni, imposta sul reddito dei fabbricati, imposta sul reddito agrario, imposta sui redditi di ricchezza mobile) colpivano persone fisiche e società secondo la fonte del reddito. Questi tributi erano tra loro autonomi: le perdite sopportate in una categoria di reddito non erano compensabili con l'imponibile di un'altra imposta reale.

In particolare, l'imposta di ricchezza mobile (di seguito, imposta di R.M.) colpiva la produzione di redditi non tassati con altre imposte reali, derivanti dal capitale o dal lavoro, o dal concorso di entrambi, incluse le plusvalenze (D'Amati, 1968). Era suddivisa in: categoria A, redditi di puro capitale; categoria B, redditi misti, derivanti da capitale e lavoro (redditi di impresa e commerciali); categoria C/1, redditi da lavoro autonomo; categoria C/2, redditi da lavoro dipendente (incluse le pensioni). Le aliquote d'imposta erano diverse per ogni categoria di reddito: proporzionali per la categoria A e progressive per le altre. I proventi da titoli di Stato, sui quali ci si soffermerà più diffusamente in seguito, erano esenti da imposta di R.M.

Oggetto delle **imposte personali** era il reddito complessivo del contribuente, che includeva anche redditi non colpiti da imposte reali.

Sul reddito delle persone fisiche erano prelevate sia un'imposta complementare, versata allo Stato, sia un'imposta di famiglia, percepita dai Comuni. Rispetto alle imposte reali, le imposte personali – e soprattutto la

<sup>2</sup> Come riferimento generale per questo paragrafo, cfr. Gangemi (1967) e Tremelloni (1964).

complementare – non diedero mai un gettito all'altezza delle potenzialità, sia per l'esistenza di numerose esenzioni, sia per le difficoltà di accertamento.

Il reddito imponibile dell'*imposta complementare* (D'Amati, 1967) includeva tutti i redditi percepiti dal contribuente nell'anno, compresi quelli non soggetti a imposte reali (ad esempio, i redditi da titoli di Stato e i redditi derivanti da partecipazione in società). L'imposta complementare, insomma, si aggiungeva alle imposte reali, contribuendo ad inserire nel sistema, in qualche modo, quei criteri di progressività richiesti dall'art. 53 della Costituzione. L'aliquota d'imposta, progressiva per scaglioni, variava dal 2 per cento al 65 per cento.

L'*imposta di famiglia*, personale e progressiva, colpiva l'"agiatezza" dell'intera famiglia, desunta da qualsiasi indicatore di reddito o ricchezza; era commisurata anche alla popolazione del Comune di residenza, con deduzioni dall'imponibile più elevate per i contribuenti che risiedevano nei Comuni maggiori (Bernardino, 1961). Le aliquote variavano dal 2 per cento al 12 per cento<sup>3</sup>.

L'*imposta sulle società* colpiva sia il patrimonio, con aliquota dello 0,75 per cento, sia il reddito, con aliquota del 15 per cento, ma solo per la parte che eccedeva il 6 per cento del patrimonio (Uckmar, 1976; Montuori, 1960). Aliquote inferiori erano previste per gli istituti di credito e per le holding: il patrimonio era inciso nella misura dello 0,5625 per cento e l'eccedenza di reddito per l'11,25 per cento; se la società era a partecipazione statale, le aliquote d'imposta erano ulteriormente ridotte, rispettivamente, allo 0,45 per cento e al 9 per cento. Anche per l'imposta sulle società, come per quella complementare, nel reddito imponibile erano inclusi non solo i redditi già soggetti ad imposta di R.M., ma anche quelli esenti, quali gli interessi da titoli di Stato e i dividendi.

L'imposta sulle società, introdotta nel 1954, sostituì l'imposta di negoziazione, dovuta su ogni trasferimento di qualsiasi titolo di credito riferibile a una società (azioni ed obbligazioni), e quella sul capitale delle società straniere<sup>4</sup>. Per evitare discriminazioni nella raccolta sul mercato,

<sup>3</sup> Sin dall'introduzione dell'imposta complementare nel 1923, fu evidente la sovrapposizione tra l'imponibile di quest'ultima e quello dell'imposta di famiglia: ne fu quindi decretata l'abolizione. Le preoccupazioni dei comuni, che vedevano così scomparire una delle loro maggiori entrate, fecero però desistere il legislatore da questo intento.

<sup>4</sup> L'imposta sulle società fu introdotta per motivi di gettito e di perequazione. I motivi perequativi erano riconducibili sia alla possibilità dei soci di società di capitali di eludere l'imposizione diretta (continua)

all'imposta sulle società – che colpiva, seppure indirettamente, i trasferimenti di azioni – si affiancò, quindi, l'*imposta sulle obbligazioni*. Quest'ultima era applicata annualmente sul valore (di mercato o, in mancanza, nominale) delle obbligazioni emesse dalle società, con un'aliquota dello 0,5 per cento, ridotta allo 0,125 per cento per i titoli emessi, tra gli altri, dagli istituti di credito e dai soggetti che avevano diritto alla riduzione dell'imposta sulle società. L'imposta, indeducibile da altre imposte, era dovuta dagli emittenti, con facoltà di rivalsa sui sottoscrittori (Giorgi, 1968).

Infine i redditi da impresa, commercio o libere professioni erano soggetti a un'imposta locale, l'*imposta sulle industrie, commerci, arti e professioni*; prelevata da Comuni e Province sui redditi prodotti nel loro territorio, anche se esenti ai fini dell'imposta di R.M., era fissata in misura non superiore al 3,5 per cento, per i redditi di categoria B, e al 2,8 per cento per i redditi di categoria C/1, a livello comunale, e, rispettivamente, all'1,75 per cento e all'1,4 per cento, a livello provinciale.

Alle imposte richiamate, con l'eccezione dell'imposta sulle obbligazioni, si applicavano le **addizionali** a favore degli enti comunali di assistenza (addizionale E.C.A.) e "pro Calabria", pari entrambe al 5 per cento dell'imposta; quest'ultima non si applicava all'imposta sulle società. L'addizionale E.C.A. fu innalzata al 10 per cento dal 1962. Nel novembre 1966 fu introdotta anche un'addizionale straordinaria "pro-alluvionati" del 10 per cento. Dal 1971 quest'ultima addizionale fu innalzata al 15 per cento, aumentato al 20 per cento sui redditi imponibili dei soggetti non tassati in base al bilancio che superavano i dieci milioni di lire.

Sotto il profilo del **gettito**, la pressione tributaria media nel periodo 1960-1973 fu pari al 16,2 per cento del PIL; il gettito era assicurato per circa due terzi dalle imposte indirette<sup>5</sup>.

Per quanto riguarda le imposte sul reddito e sul patrimonio (cfr. tav. 1), il gettito maggiore era garantito dall'imposta di R.M.; complessivamente le imposte sulla società, sulle obbligazioni e complementare garantivano entrate inferiori alla metà di quelle derivanti

---

sugli utili non distribuiti, a differenza di quelli di società di persone, sia all'elusione delle imposte indirette sui trasferimenti delle azioni, non colpiti nella pratica dall'imposta di negoziazione (Giorgi, 1968).

<sup>5</sup> Elaborazione su dati tratti da Ceriani *et al.* (1992b). I dati riportati nel prosieguo sono il risultato di elaborazioni su informazioni contenute in Tremelloni (1964).

dall'imposta di R.M. All'interno di quest'ultima il 56 per cento del gettito era fornito dai redditi di categoria B, il 28 per cento dalla categoria C/2 ed appena l'11 per cento dalla categoria A, relativa ai redditi finanziari.

**Tav. 1**

**Entrate tributarie dello Stato, degli enti locali e  
degli enti minori – 1960**

Imposte	Quota del gettito complessivo
Imposte sugli scambi	37,5%
Imposte sul reddito e sul patrimonio	29,9%
di cui	
<i>Imposta di ricchezza mobile</i>	11%
<i>Imposta sulle società e sulle obbligazioni</i>	3%
<i>Imposta complementare</i>	2%
Altre imposte	32,6%

Fonte: elaborazione dati contenuti in Tremelloni (1964).

Per quanto riguarda la finanza locale, l'imposta di famiglia assicurava, nel 1960, il 17 per cento del gettito complessivo dei Comuni, seconda solo alle imposte di consumo.

Riassumendo, i redditi erano tassati secondo la loro fonte (imposizione "reale"), in misura sostanzialmente proporzionale, mentre i compiti redistributivi, tipici di una tassazione progressiva, erano affidati (con scarsi risultati, come dimostrano i dati di gettito) all'imposta complementare e all'imposta di famiglia (Di Majo e Frasca, 1975).

## 2.2 *La tassazione dei redditi finanziari tra evasione ed esenzione*

Il sistema tributario delineato nel paragrafo precedente includeva, tra i redditi imponibili, anche i redditi finanziari, la tassazione dei quali si presentava particolarmente articolata.

Da un punto di vista formale, i redditi provenienti dall'investimento in attività finanziarie erano sempre soggetti a tassazione: l'imposta dovuta variava in funzione del soggetto percipiente. Nella realtà, per effetto da un lato di una giungla di esenzioni o agevolazioni (variabili per tipologia di

emittente e di strumento), e dall'altro di una forte evasione (soprattutto dell'imposta complementare), il prelievo effettivo sui redditi finanziari era del tutto disomogeneo, con riflessi sulla domanda e sull'offerta di attività finanziarie.

### 2.2.1 *La tassazione degli interessi*

Gli **interessi** da obbligazioni erano soggetti a diversi tributi.

Scontavano, in principio, l'imposta di R.M. categoria A e l'imposta sulle obbligazioni, rimosse alla fonte dagli emittenti, con facoltà di rivalsa sui sottoscrittori.

Inoltre sui percettori gravavano l'imposta complementare (per le persone fisiche) e l'imposta sulle società (per i soggetti tassati in base al bilancio).

L'aliquota di prelievo dell'imposta di R.M. categoria A crebbe nel periodo considerato, passando dal 24,2 per cento al 36,45 per cento in poco più di un decennio<sup>6</sup>.

Di fatto, il prelievo non era generalizzato, in quanto erano previste numerose esenzioni, secondo la dottrina dell'epoca "intese a facilitare la raccolta del risparmio e la sua destinazione ai finanziamenti produttivi" (Pietrafesa, 1966). Risultavano esenti: i titoli di Stato, i buoni postali, le cartelle di credito comunali e regionali, le obbligazioni emesse dall'IRI<sup>7</sup>, dalla Società Autostrade, dall'ENEL<sup>8</sup>, da alcuni enti internazionali (BEI, BIRS, CECA).

Per le obbligazioni emesse dall'ENI l'imposta di R.M. non era dovuta grazie al pagamento di un'imposta di abbonamento, pari allo 0,1 per cento del capitale emesso, che copriva anche altre imposte minori. Lo stesso regime si applicava alle obbligazioni emesse dagli istituti di credito

<sup>6</sup> L'aliquota legale, pari al 22 per cento fino al 30 giugno 1959, passò successivamente al 23 per cento e fu aumentata al 26 per cento a partire dal 1962; divenne del 27 per cento dal novembre del 1964. Considerando anche le addizionali l'aliquota complessiva di prelievo fu pari al 24,2 per cento fino al 1959, al 25,3 per cento dal 1960 a novembre 1962, per poi passare al 29,9 per cento; dal novembre 1964 fu pari al 31,05 per cento, salendo al 33,75 per cento dal 1967; dal 1971 fu pari al 35,1 per cento sui primi dieci milioni di imponibile e al 36,45 per cento sull'imponibile rimanente.

<sup>7</sup> L'esenzione non riguardava però l'imposta sulle obbligazioni.

<sup>8</sup> L'ENEL era tenuta al pagamento di un'imposta sull'energia prodotta, che sostituiva, tra le altre, l'imposta di R.M., l'imposta sulle società e sulle obbligazioni.

speciale: l'esenzione da imposta di R.M. categoria A era concessa poiché tali emittenti corrispondevano un'imposta di abbonamento dello 0,15 per cento sull'ammontare dei finanziamenti a medio lungo termine (cioè di durata non inferiore a tre anni) esistenti alla fine di ogni esercizio<sup>9</sup> (cfr. tav. 2).

Tav. 2

**Tassazione delle obbligazioni per emittente**

Imposta emittente	RM categoria A	Sulle obbligazioni	Di abbonamento
Stato, enti internazionali, Soc. Autostrade	Esente	Esente	---
ICS	Esente	0,125%	0,1-0,15%
IRI	Esente	0,5%	---
ENEL	Esente	Esente	---
ENI	Esente	0,5%	0,1%
Società finanziarie	36,45 %	0,125%	---
Altre società	36,45%	0,5%	---

La riforma del 1973 non intaccò i vantaggi esistenti al momento della transizione: fu disposto, infatti, che alle obbligazioni esistenti si applicasse il più favorevole tra il regime previgente e quello delineato dalla riforma; nella sostanza, tutte le obbligazioni esenti sottoscritte prima dell'entrata in vigore della riforma rimasero esenti.

Per quanto riguarda gli interessi sui *depositi*, su quelli a risparmio era dovuta l'imposta di R.M. categoria A; così come accadeva per le obbligazioni private, le banche non esercitavano la rivalsa, determinando un'esenzione di fatto di questi redditi per i percettori (Bianchi, 1975a). Agli interessi su conti correnti non si applicava, in origine, l'imposta di R.M. categoria A, in quanto si riteneva, presuntivamente, che tali conti fossero utilizzati da imprese e quindi che i relativi proventi rientrassero tra quelli soggetti alle imposte sui redditi d'impresa. La difformità di

<sup>9</sup> L'imposta di abbonamento era ridotta allo 0,10 per cento per alcuni ICS, tra i quali l'IMI, il Mediocredito centrale e l'Isveimer. Sul punto, Adonnino (1967).

trattamento fiscale determinò uno spostamento dei fondi dai depositi a risparmio a quelli in conto corrente, che fu contrastato dall'Amministrazione fiscale assoggettando quote forfetarie dei conti correnti all'imposta di R.M. categoria A sugli interessi (Valiani, 1976).

Oltre a scontare l'imposta di R.M., come già rilevato, gli interessi percepiti dalle persone fisiche dovevano essere inseriti anche nella base imponibile dell'imposta complementare. In questo caso, la tassazione si presentava omogenea su tutti gli strumenti finanziari, dato che non erano previste esenzioni. Erano però assenti strumenti di accertamento adeguati, che impedissero, di fatto, l'evasione generalizzata di questo tributo: le imposte sugli interessi percepiti su obbligazioni, in quanto titoli al portatore, e su depositi, per il segreto bancario, erano evase senza che l'Amministrazione finanziaria potesse accertare i redditi in questione (Merlino, 1960).

Gli interessi attivi percepiti dalle società erano inclusi tra i redditi soggetti a imposta sulle società. Per quanto riguarda l'imposta di R.M. categoria B applicata sui redditi d'impresa, invece, gli interessi attivi erano inclusi nell'imponibile solo se non erano già stati assoggettati all'imposta di R.M. categoria A; gli interessi attivi su titoli, quindi, non erano tassati con imposta di R.M. categoria B, dato che erano o esenti o soggetti ad imposta di R.M. categoria A (Montuori, 1960; Bosisio, 1970).

Per riuscire a competere sul mercato dei capitali, assicurando ai risparmiatori rendimenti netti pari a quelli garantiti dagli emittenti esenti, le imprese erano costrette a rinunciare all'esercizio della facoltà di rivalsa dell'imposta di R.M. e dell'imposta sulle obbligazioni: ciò significava accollarsi un costo di finanziamento ulteriore, superiore a quello dello Stato o degli ICS, per di più aggravato dall'ineducibilità di tali imposte dal reddito tassato con imposta di R.M. categoria B (Montuori, 1960).

A fronte di un rendimento netto del 5 per cento per il risparmiatore, il costo effettivo dell'indebitamento era pari al 5 per cento per lo Stato e gli altri soggetti esenti, cresceva al 5,3 per cento per gli ICS e al 5,8 per cento per le altre società tenute al pagamento delle imposte di abbonamento e sulle obbligazioni, ma raggiungeva il 7,8 per cento per le società finanziarie e l'8,3 per cento per le società commerciali, che dovevano tener conto sia della scelta di non rivalersi per l'imposta di R.M. categoria A e

per l'imposta sulle obbligazioni, sia dell'indeducibilità di queste dall'imposta di R.M. categoria B<sup>10</sup>.

In termini di cuneo complessivo d'imposta (cfr. tav. 3), la differenza tra il costo del finanziamento per l'emittente e il rendimento per il percettore evidenzia ancor più il vantaggio fiscale per i titoli emessi, oltre che dallo Stato, dagli ICS.

Tav. 3

### Cunei d'imposta su emittenti e percettori

Emittente	Cuneo su emittente	Cuneo su percettore		Cuneo complessivo	
		Percettore persona fisica	Percettore società	Percettore persona fisica	Percettore società
Stato, enti internazionali, Soc. Autostrade	0,00%	0,00%	18,75%	0,00%	18,75%
ICS	5,99%	0,00%	18,75%	5,99%	23,62%
IRI	12,41%	0,00%	18,75%	12,41%	28,83%
ENI	14,53%	0,00%	18,75%	14,53%	30,55%
Società finanziarie	35,56%	0,00%	18,75%	35,56%	47,64%
Altre società	39,69%	0,00%	18,75%	39,69%	51,00%

Nota: i calcoli si basano sulle ipotesi che le società non esercitassero la facoltà di rivalsa dell'imposta di R.M. e dell'imposta sulle obbligazioni e che il percettore persona fisica evadesse l'imposta complementare.

### 2.2.2 La tassazione dei dividendi

Gli **utili** erano tassati in capo alle società con l'imposta sulle società e con l'imposta di R.M. categoria B. In caso di distribuzione, i soggetti percipienti erano tenuti al pagamento dell'imposta complementare (se

<sup>10</sup> I calcoli sono stati effettuati sulla base delle aliquote di imposta nel 1971 (imposta di R.M. categoria A pari al 36,45 per cento e categoria B pari al 41,658 per cento per le società con reddito imponibile superiore ai 100 milioni di lire; imposta sulle società pari al 18,75 per cento del reddito imponibile); non si è tenuto conto degli aggi di riscossione.

persone fisiche) o dell'imposta sulle società; si realizzava, quindi, una doppia imposizione economica.

In un primo periodo i contribuenti riuscirono ad eludere tale doppia imposizione. L'obbligo di nominatività dei titoli azionari, esistente dal 1942<sup>11</sup>, non era riuscito ad ottenere i risultati sperati. La contestuale istituzione dello schedario generale dei titoli azionari, nel quale dovevano essere registrati tutti i trasferimenti delle partecipazioni, produsse effetti irrilevanti sotto il profilo fiscale, poiché, attraverso riporti prorogati continuamente, i contribuenti eludevano la segnalazione. Per contrastare l'evasione delle imposte sui dividendi, nel 1956 venne introdotto l'obbligo di segnalare mensilmente anche le operazioni a termine, onere aggirato attraverso operazioni di riporto settimanale (Bianchi, 1975b; Valiani, 1976).

A partire dal 1963, proprio per riuscire ad assoggettare a tassazione gli utili distribuiti da società di capitali, fu introdotto un prelievo alla fonte sui dividendi distribuiti (la cosiddetta "imposta cedolare"<sup>12</sup>), difficilmente eludibile dai contribuenti. L'imposta cedolare prevedeva l'obbligo, per gli enti incaricati del pagamento dei dividendi, di effettuare sugli stessi una ritenuta del 15 per cento. La ritenuta era effettuata a titolo di acconto ed era deducibile dall'imposta complementare o dall'imposta sulle società dovuta dal percettore. La cedolare era "secca", trattenuta a titolo definitivo, nei confronti dei soggetti esenti da imposte e dei non residenti<sup>13</sup>.

Nel 1964 si introdusse l'opzione tra una cedolare "secca" del 30 per cento (con la quale si otteneva anche l'anonimato fiscale) e una d'acconto del 5 per cento. Dal 1967 la facoltà di scelta tra ritenuta definitiva e d'acconto fu abrogata, tornando al sistema della cedolare d'acconto al 5 per cento, lasciando però al 30 per cento il prelievo definitivo sui non residenti e sui soggetti residenti non tassati.

Con l'introduzione dell'imposta cedolare non fu eliminata la nominatività delle azioni, che rappresentava la vera discriminante fiscale tra l'investimento in capitale di rischio e quello in capitale di debito: quest'ultimo, in virtù della mancanza della nominatività, godeva di una esenzione di fatto. La registrazione nello schedario solo nel momento della

<sup>11</sup> R.D.L. 25 ottobre 1941, n. 1148; R.D. 29 marzo 1942, n. 239.

<sup>12</sup> Legge 29 dicembre 1962, n. 1745. Sul punto, Piazza (1968).

<sup>13</sup> Era prevista anche una ritenuta a titolo definitivo dell'8 per cento sugli utili delle azioni al portatore emesse in base alle legislazioni previste nelle Regioni a Statuto speciale.

percezione dei dividendi riduceva gli oneri degli intermediari, rimuovendo anche gli intralci al mercato a termine, ma fu accresciuta la penalizzazione dell'investimento in azioni.

L'introduzione della cedolare comportò quindi un drastico aumento del cuneo d'imposta sui dividendi percepiti da persone fisiche. Prima dell'introduzione della cedolare – qualora si considerino unicamente le imposte dovute dal percettore – la tassazione sui dividendi era, nei fatti, nulla. Con la cedolare il dividendo non poteva essere sottratto alla tassazione progressiva prevista dall'imposta complementare: quest'ultima, tenendo conto anche delle addizionali, variava tra il 2,7 per cento e l'87,75 per cento. L'opzione per la cedolare "secca" permetteva di scegliere tra tassazione alla fonte definitiva e tassazione progressiva con imposta complementare: il cuneo d'imposta variava, quindi, tra il 2,7 per cento (aliquota minima dell'imposta complementare) e il 30 per cento (prelievo alla fonte previsto in caso di opzione per la cedolare "secca").

Nel dibattito di politica tributaria si continuò a richiedere l'equiparazione del trattamento fiscale di obbligazioni e azioni; questo obiettivo si sarebbe potuto raggiungere attraverso: a) l'abrogazione della nominatività delle azioni, già promessa quale contropartita al momento dell'introduzione dell'imposta sulle società (Gangemi, 1967); b) l'estensione della nominatività alle obbligazioni; c) la concessione di un'opzione per assoggettare sia i dividendi, sia gli interessi a ritenuta secca (Berliri, 1969).

In definitiva, l'investimento in capitale di rischio, rispetto a quello in obbligazioni, risultava fortemente penalizzato sotto il profilo fiscale. Le stesse società erano disincentivate nella raccolta di mezzi propri dalla particolare configurazione dell'imposta sulle società, che colpiva non solo il reddito, ma anche il patrimonio. Per far fronte alla crescente sottocapitalizzazione delle imprese furono introdotte, all'inizio degli anni settanta<sup>14</sup>, agevolazioni per le società che si quotavano o che, se già quotate, varavano aumenti di capitale sociale: nel primo caso l'imposta sulle società era ridotta del 10 per cento per 5 esercizi; nel secondo, l'aumento di capitale non era soggetto, sempre per cinque anni, all'imposta sulle società calcolata sul patrimonio.

<sup>14</sup> Legge 18 dicembre 1970, n. 1034.

### 2.2.3 La tassazione delle plusvalenze

Le **plusvalenze** erano, in teoria, soggette ad imposta di R.M., qualora fossero state realizzate su operazioni effettuate con “intento speculativo”. Dato che la dimostrazione dell’intento speculativo era rimessa all’Amministrazione finanziaria, senza che fossero previste presunzioni assolute o relative di “speculazione”, le plusvalenze di fatto non erano tassate, tranne in casi molto rari (Falsitta, 1966).

### 2.3 Gli effetti sul mercato finanziario: il circuito risparmiatori-banche-ICS-imprese

Il sistema tributario ante riforma prevedeva dunque differenze di trattamento fiscale non solo tra capitale di debito e capitale di rischio, ma anche tra le diverse modalità di indebitamento: queste distonie non mancarono di riflettersi sulla struttura del mercato finanziario italiano.

Nella scelta di finanziarsi con capitale di debito rispetto al capitale di rischio, dato il maggior costo fiscale di quest’ultimo (Cosciani, 1972; Di Majo, 1974; Valiani, 1976; Rossi, 1979), le imprese preferirono indebitarsi. Ma anche i risparmiatori, soprattutto per l’impossibilità di eludere le imposte sui dividendi dovuta all’istituzione della cedolare, abbandonarono progressivamente l’investimento in azioni: mentre nel 1961 i privati ne detenevano il 36,2 per cento, nel 1970 erano scesi al 30,5 per cento; parallelamente, anche per motivi di elusione fiscale, aumentava dal 9,9 per cento al 22,6 per cento la quota di azioni possedute da non residenti (Cosciani, 1972). L’esterovestizione per motivi fiscali delle partecipazioni detenute da residenti, avvenuta in seguito all’introduzione della cedolare, risultò essere anche una delle cause delle anormali esportazioni di capitali, avvenute tramite trasferimento all’estero di banconote nel periodo 1960-69 (Vicarelli, 1970).

Le imprese trovarono più conveniente, sempre per motivi fiscali, richiedere prestiti agli istituti di credito speciale, in condizione di raccogliere fondi a costi inferiori (Valiani, 1976), piuttosto che ricorrere direttamente al mercato dei capitali. Le obbligazioni delle società, pari nel 1950 all’8,2 per cento del totale dei titoli a reddito fisso, ne rappresentavano solo il 3,9 per cento nel 1970 e l’1,4 per cento nel 1975 (Bianchi, 1980). La preferenza per il finanziamento con gli ICS era constatata già all’epoca; veniva infatti rilevato che “nel periodo 1959-1970, il metodo prevalente cui hanno fatto ricorso le imprese per il finanziamento con esplicita scadenza a medio e lungo termine è stato l’indebitamento con

gli istituti speciali, (...), che ha rappresentato il 41 per cento dell'indebitamento a medio e lungo termine" (Banca d'Italia, Relazione sul 1970) e che "i finanziamenti a medio e lungo termine presso ICS sono stati utilizzati dalle imprese in luogo del finanziamento diretto sul mercato tramite obbligazioni. Su quest'ultima scelta possono avere influito anche i maggiori oneri fiscali gravanti sulle obbligazioni emesse da imprese private rispetto a quelle degli ICS." (Banca d'Italia, Relazione sul 1971).

Le imprese ricorrevano alla raccolta diretta di capitali di debito sul mercato, tramite l'emissione di obbligazioni, prevalentemente nei periodi contrassegnati da agevolazioni fiscali – consistenti in esenzioni o riduzioni temporanee dell'imposta di R.M. categoria A – dirette a favorire la raccolta diretta di capitale di debito sul mercato.

Un'analisi delle emissioni nette sul mercato interno di obbligazioni avvenute nel periodo 1959-1973 (cfr. tav. 4) mostra come quelle delle imprese private – diverse cioè da IRI, ENI, ENEL e Autostrade – abbiano raggiunto i picchi più alti tra il 1960 e la metà del 1962, periodo contrassegnato da una riduzione alla metà dell'imposta di R.M. per le obbligazioni emesse tra il 16.12.1959 e il 30.6.1962: le emissioni nette riconducibili ad imprese private furono in media pari al 19 per cento del totale delle obbligazioni emesse nel periodo 1960-62, mentre tale media si ragguagliò a zero tra il 1963 e il 1973. La rilevanza delle emissioni effettuate grazie alle agevolazioni fiscali era tale che alla fine del 1973 circa due terzi dei prestiti obbligazionari delle imprese ancora in essere erano stati emessi nel periodo che va dalla fine del 1959 alla metà del 1962 (Bianchi, 1975b)<sup>15</sup>.

L'effetto "annuncio" dell'introduzione di misure temporanee sui mercati dei capitali era tale che anche la ripartizione delle emissioni nel corso dei singoli trimestri era influenzata dai provvedimenti tributari, reali o presunti che fossero. Nel 1959, ad esempio, l'esecuzione delle emissioni programmate di obbligazioni fu ritardata nell'attesa dell'entrata in vigore dei provvedimenti agevolativi: il 40 per cento delle emissioni del 1959 si concentrarono nella seconda metà di dicembre (Banca d'Italia, Relazione sul 1959); l'anno successivo risentì del rinvio delle emissioni programmate

<sup>15</sup> Lo stesso fenomeno si era verificato alla fine del 1949: grazie all'esenzione dall'imposta di R.M. categoria A prevista per le obbligazioni sottoscritte tra il 4 dicembre 1947 e il 31 dicembre 1949 le obbligazioni emesse da imprese rappresentavano il 17 per cento del totale dei titoli a reddito fisso (erano solo il 4 per cento due anni prima) (Bianchi, 1980).

nel 1959 e l'83 per cento delle emissioni avvenne nel primo semestre (Banca d'Italia, Relazione sul 1960).

**Tav. 4****Emissioni nette di valori mobiliari sul mercato interno***(dati in miliardi di lire)*

Emittente anno	Stato	ICS	IRI-ENI- ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri	Totale obbligazioni	Azioni
1959	343,5	262,8	82,9	30,0	0,0	719,2	225,0
1960	162,0	412,1	59,4	192,4	0,0	825,9	495,7
1961	135,3	514,0	115,4	137,4	15,0	917,1	514,6
1962	62,0	718,2	60,0	205,4	30,0	1.075,6	715,5
1963	-71,3	774,7	275,3	93,9	14,6	1.087,2	397,5
1964	228,6	714,4	474,4	32,5	0,0	1.449,9	554,8
1965	662,3	646,5	656,2	-7,6	13,9	1.971,3	406,2
1966	1.576,3	860,7	313,9	2,9	72,2	2.826,0	470,1
1967	1.009,6	986,6	440,9	-38,0	14,6	2.413,7	395,6
1968	1.343,8	1.188,6	549,8	-33,6	43,6	3.092,2	472,7
1969	1.552,1	1.284,2	554,1	-59,8	12,4	3.343,0	681,1
1970	1.084,4	1.483,8	86,3	-42,5	-1,6	2.610,4	996,6
1971	2.260,5	2.229,1	551,8	-43,1	35,8	5.034,1	976,7
1972	2.660,2	2.446,3	822,1	-65,1	106,1	5.969,6	1.241,1
1973	3.202,5	6.438,2	794,0	3,1	38,3	10.476,1	1.983,2

*segue Tav. 4*

**Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno**  
(ripartizione percentuale)

Emittente anno	Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri
1959	48	37	12	4	0
1960	20	50	7	23	0
1961	15	56	13	15	2
1962	6	67	6	19	3
1963	-7	71	25	9	1
1964	16	49	33	2	0
1965	34	33	33	0	1
1966	56	30	11	0	3
1967	42	41	18	-2	1
1968	43	38	18	-1	1
1969	46	38	17	-2	0
1970	42	57	3	-2	0
1971	45	44	11	-1	1
1972	45	41	14	-1	2
1973	31	61	8	0	0
Media 1959-1973	32	48	15	4	1
Media 1960-1962	14	58	9	19	1
Media 1963-1973	36	46	17	0	1

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1959-1973.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

Un altro esempio dell'influenza del fisco sui mercati si ebbe nel 1967, quando le emissioni si arrestarono quasi completamente nel secondo trimestre<sup>16</sup> “a causa dei timori suscitati nel pubblico, intorno alla metà di

<sup>16</sup> Nel secondo trimestre del 1967 le emissioni nette furono pari solo al 6,5 per cento di quelle dell'intero anno (Banca d'Italia, Relazione sul 1967, tav. 78).

aprile, riguardo alla futura disciplina del regime fiscale sui redditi obbligazionari” (Banca d’Italia, Relazione sul 1967).

All’inizio degli anni settanta<sup>17</sup>, per contrastare la sottocapitalizzazione delle imprese italiane e per far fronte alle tensioni esistenti sul mercato dei capitali interno, si decise di agevolare le imprese nel reperimento di fondi sul mercato azionario e sul mercato estero. A tal fine furono esentate dall’imposta di R.M. sia le obbligazioni convertibili in azioni emesse da Spa e Sapa quotate (questi titoli erano esenti anche dall’imposta sulle obbligazioni), sia gli interessi sui titoli in valuta e sui finanziamenti contratti all’estero, anche sotto forma obbligazionaria. L’agevolazione ebbe effetti immediati: a partire dalla fine del 1970 crebbe velocemente la raccolta sull’estero delle imprese italiane (inesistente negli anni precedenti), a scapito di quella interna, contraddistinta da emissioni nette negative già a partire dal 1965 (cfr. tav. 5).

**Tav. 5**

**Emissioni nette di obbligazioni delle imprese private sul mercato interno e sui mercati esteri**  
(dati in miliardi di lire)

Anno	Mercato interno	Mercato estero	Totale
1968	-33,6	0	-33,6
1969	-59,8	0	-59,8
1970	-42,5	89,5	47,0
1971	-37,0	260,0	223,0

Fonte: Banca d’Italia, Relazione annuale sul 1971.

La stessa dinamica non è rilevabile, invece, per le altre società non finanziarie (IRI, ENI, ENEL e Autostrade): grazie alle agevolazioni fiscali di cui godevano, le emissioni nette di queste società furono sempre positive, arrivando nel 1965 a rappresentare un terzo dell’intero mercato; nell’intero periodo 1959-1973 raccolsero circa il 15 per cento dei fondi complessivi, per un ammontare pari a quasi quattro volte quello delle altre imprese (cfr. tav. 4).

<sup>17</sup> L. 18.12.1970, n. 1034.

Il primato sul mercato spettava agli ICS: nel periodo in esame, in media, è attribuibile agli ICS il 48 per cento delle emissioni nette; allo Stato solo il 32 per cento (cfr. tav. 4). L'importanza degli ICS era cresciuta nel periodo 1959-1973: con riferimento alla consistenza dei titoli, nel quadriennio iniziale (1959-1962) i titoli di Stato rappresentavano il 42 per cento dei titoli esistenti, quelli degli ICS il 37 per cento; nel quadriennio finale (1970-73) i rapporti si erano invertiti, dato che agli ICS era riconducibile il 44 per cento dei titoli esistenti e all'emittente pubblico il 38 per cento; alla fine del 1973 il 47 per cento delle obbligazioni esistenti era rappresentato da titoli degli ICS e il 38 per cento da titoli di Stato (cfr. tav. 6).

Tav. 6

**Consistenze delle obbligazioni e degli altri titoli a reddito fisso**  
(dati in miliardi di lire)

<b>Emittente anno</b>	<b>Stato</b>	<b>ICS</b>	<b>Altri</b>	<b>Totale</b>
1959	2.425,0	1.603,0	956,0	4.984,0
1960	2.613,0	2.034,0	1.214,0	5.861,0
1961	2.768,0	2.572,0	1.439,0	6.779,0
1962	2.846,8	3.337,0	1.696,0	7.879,8
<b>media 1959-1962</b>	<b>2.663,2</b>	<b>2.386,5</b>	<b>1.326,3</b>	<b>6.376,0</b>
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1959-1962</i>	42	37	21	100
1970	10.715,7	12.127,2	5.605,8	28.448,7
1971	13.236,0	14.705,0	6.205,6	34.146,6
1972	16.068,4	17.476,1	7.115,1	40.659,6
1973	19.457,7	24.342,6	7.990,5	51.790,8
<b>media 1970-1973</b>	<b>14.869,5</b>	<b>17.162,7</b>	<b>6.729,3</b>	<b>38.761,4</b>
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1970-1973</i>	38	44	17	100
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1973</i>	38	47	15	100

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1959-1973.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

I titoli degli ICS erano sottoscritti da risparmiatori privati e da banche (Bianchi, 1975b): nei quindici anni esaminati il 36 per cento della provvista degli ICS era riconducibile alle banche; il mezzo tecnico prevalente (più dell'80 per cento in media tra il 1960 e il 1973) era rappresentato dalla sottoscrizione di obbligazioni (cfr. tav. 7).

### Tav. 7

#### Banche: apporto di fondi agli istituti di credito speciale (dati in miliardi di lire)

Anno	Apporto complessivo	di cui: con obbligazioni	Obbligazioni / apporto (%)	Apporto banche / provvista complessiva ICS (%)	Obbligazioni ICS acquistate da banche / provvista complessiva (%)
1960	210,0	170,4	81,1	32,8	26,6
1961	214,6	143,5	66,9	27,7	18,5
1962	513,3	382,1	74,4	49,3	36,7
1963	356,2	330,2	92,7	29,0	26,9
1964	305,5	210,9	69,0	27,8	19,2
1965	435,3	315,6	72,5	41,4	30,0
1966	522,7	425,4	81,4	39,0	31,7
1967	763,1	514,2	67,4	44,7	30,1
1968	647,1	473,5	73,2	29,9	21,9
1969	818,7	722,3	88,2	40,9	36,1
1970	985,8	842,6	85,5	37,3	31,9
1971	909,6	770,3	84,7	23,8	20,2
1972	1112,9	1124,7	101,1	28,4	28,7
1973	4924,2	4897,7	99,5	51,6	51,3
media 1960-1973	908,5	808,9	81,3	36,0	29,3

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1960-1973.

Il risparmio privato era così canalizzato, anche attraverso la leva fiscale, sia verso l'emittente pubblico (o parapubblico), sia verso le banche e gli istituti di credito speciale. Su questo versante, si realizzava così il fenomeno della doppia intermediazione cui si è accennato in precedenza, imperniato sul circuito "risparmiatori → banche → istituti di credito speciale → imprese". Si osservava che "tra il 1959 e il 1970 il risparmio finanziario delle famiglie incanalato verso le aziende di credito era stato pari, in media, al 48 per cento del totale. Nello stesso periodo, il metodo prevalente cui avevano fatto ricorso le imprese per il finanziamento a medio e lungo termine era stato l'indebitamento con istituti di credito speciale, spesso ottenuto a condizioni agevolate. Gli ICS si erano finanziati soprattutto attraverso l'emissione di titoli di debito (cartelle fondiari). In assenza di una piena coincidenza, a causa dei tassi di rendimento e delle aspettative in essere, tra gli strumenti di credito offerti e le attività finanziarie domandate dall'Economia (famiglie e imprese), ampia parte delle disponibilità a breve termine raccolte dalle aziende di credito sotto forma di depositi era stata investita dalle stesse aziende di credito nella sottoscrizione dei titoli a medio-lungo termine emessi dagli ICS, dando luogo ad una trasformazione delle scadenze di ampia portata e alla cosiddetta "doppia intermediazione del risparmio" (Banca d'Italia, Relazione sul 1970); inoltre, "nel corso degli anni cinquanta e sessanta, la quota dei finanziamenti concessi dagli ICS sul totale degli impieghi del sistema creditizio è aumentata costantemente, passando dal 25,4 per cento alla fine del 1951 al 36,4 per cento alla fine del 1971. Ciò è dipeso sia dall'importanza crescente assunta dal credito agevolato nel finanziamento dell'economia sia dall'insufficiente ricorso a capitale di rischio da parte delle imprese." (Banca d'Italia, Relazione sul 1971). Il fenomeno della "doppia intermediazione", nei vari passaggi, era contraddistinto, come già rilevato, da vantaggi di tipo fiscale; in particolare, nelle scelte di impiego delle banche, la preferenza per l'investimento in titoli degli ICS piuttosto che per la concessione diretta di mutui alle imprese era riconducibile anche al fatto che gli interessi attivi derivanti dall'impiego in titoli erano esenti da imposta di R.M. categoria B, mentre quelli da mutui erano soggetti a questo tributo.

Anche la raccolta di fondi a titolo di capitale di rischio fu influenzata dalla variabile fiscale. L'emissione di azioni diminuì sensibilmente in seguito all'introduzione dell'imposta cedolare (cfr. tav. 4); ritornò a crescere solo alla fine degli anni sessanta, grazie sia all' "esaurirsi degli effetti negativi dell'istituzione dell'imposta cedolare e delle sue successive modifiche" (Banca d'Italia, Relazione sul 1969), sia all'introduzione di

agevolazioni in materia di imposte indirette sugli aumenti di capitale azionario e agli incentivi fiscali alla quotazione delle società (cfr. supra).

### **3. La tassazione dei redditi finanziari nella riforma tributaria degli anni settanta**

#### *3.1 Le linee generali della riforma*

La scelta compiuta dal legislatore tributario all'atto della riforma dei primi anni settanta<sup>18</sup> fu quella di escludere i rendimenti delle attività finanziarie dall'alveo dell'imposta personale progressiva (Irpef), nonostante la costruzione teorica di quest'ultimo tributo come imposta generale sul reddito<sup>19</sup>.

L'eccezione alla regola della tassazione personale progressiva ed onnicomprensiva, cui la riforma intendeva aderire in via di principio, era allora giustificata soprattutto in relazione alle difficoltà di accertamento dei redditi finanziari. In un contesto caratterizzato dall'assenza dell'obbligo di nominatività per i titoli obbligazionari e da limiti sostanziali all'accesso delle autorità fiscali ai dati bancari, l'assoggettamento dei redditi finanziari a imposizione progressiva si sarebbe tradotto in un'esenzione di fatto. D'altra parte, si riteneva che l'adozione di strumenti di accertamento più efficaci in vista dell'inclusione degli interessi nella base imponibile dell'imposta personale progressiva avrebbe determinato un'eccessiva penalizzazione rispetto alla disciplina precedente e avrebbe comportato il rischio di fughe di capitali all'estero (Ceriani *et al.*, 1992b). Sul piano dell'equità, la scelta si riteneva accettabile sulla base della considerazione che gli impieghi finanziari del risparmio – in particolare, in strumenti di debito – fossero scelti in misura prevalente dai soggetti con redditi medio-bassi, ipotizzandosi invece che “nessuno dei grandi patrimoni e dei grandi redditi” fosse “fatto di obbligazioni, di titoli di Stato e di depositi bancari”<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Legge delega 9 ottobre 1971, n. 825.

<sup>19</sup> La Commissione di studio presieduta da B. Visentini nella Relazione presentata al Parlamento nel 1967 aveva suggerito di includere nel reddito complessivo ai fini dell'imposta personale tutti i redditi e di ridurre al minimo le tassazioni sostitutive (Visentini, 1969).

<sup>20</sup> Relazione alla legge delega del 1971.

La maggior parte dei redditi da capitale fu assoggettata a una imposizione sostitutiva di tipo proporzionale, attraverso una ritenuta alla fonte con obbligo di rivalsa, prelevata dall'emittente all'atto della corresponsione dei proventi con aliquote differenziate per tipologie di strumenti e natura dei debitori. Per le persone fisiche la ritenuta era applicata a titolo d'imposta, rappresentava, cioè, un prelievo definitivo. Per le persone giuridiche la ritenuta costituiva invece un acconto dell'imposta sul reddito (Irpeg). Dalla tassazione sostitutiva furono esclusi gli interessi dei titoli pubblici, per i quali si confermò, attribuendogli rilevanza normativa, il precedente regime di esenzione di fatto. La scelta della tassazione sostitutiva dei redditi di capitale percepiti da persone fisiche, che nei fatti non si discostava eccessivamente dal sistema previgente, rispondeva all'esigenza di non provocare sostanziali turbative di mercato nella fase di entrata in vigore della riforma, ma soprattutto mirava alla creazione di un sistema di imposta flessibile, utilizzabile dalle autorità come strumento di controllo e di canalizzazione del risparmio.

A differenza degli altri redditi di capitale, i dividendi furono inizialmente ricompresi nella base imponibile dell'imposta progressiva, confermando l'applicazione della ritenuta alla fonte a titolo di acconto, nella misura del 10 per cento, ma senza il riconoscimento di un credito d'imposta per la tassazione subita a monte dalla società distributrice. Si accolse cioè il sistema cosiddetto classico, che comportava la doppia imposizione degli utili societari. Quasi subito, peraltro, la tassazione sostitutiva proporzionale fu estesa anche ai dividendi in via opzionale, attraverso la reintroduzione, per effetto della legge n. 216 del 1974, di una ritenuta alla fonte del 30 per cento, applicata a titolo definitivo; si tornò, nei fatti, alla "cedolare secca" dei primi anni sessanta. Tenuto conto della struttura delle aliquote Irpef introdotta con la riforma e della distribuzione dei redditi nel 1974, il prelievo definitivo riguardava in astratto un numero piuttosto limitato di investitori<sup>21</sup>. Tuttavia, l'anonimato consentito dalla tassazione definitiva alla fonte spingeva molti risparmiatori a optare per tale forma di prelievo pur in mancanza di oggettive condizioni di vantaggio economico.

Infine, per le plusvalenze realizzate da persone fisiche al di fuori dell'esercizio di imprese si confermò l'imponibilità solo in presenza del

<sup>21</sup> Di fatto, la convenienza scattava solo per gli investitori con redditi superiori a nove milioni di lire, la cui aliquota marginale era pari nel 1974 al 31 per cento. I redditi di pertinenza di tali soggetti rappresentavano una percentuale relativamente esigua rispetto al totale dei redditi tassati in Irpef.

cosiddetto “intento speculativo”, che, come già rilevato, si traduceva in un regime di sostanziale esenzione.

Lo spettro di aliquote inizialmente stabilito per le ritenute sui redditi di capitale risultava piuttosto ampio (cfr. tavola in Appendice). L'aliquota ordinaria, individuata nel 30 per cento, si applicava in realtà soltanto ai proventi delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie diverse da quelle a partecipazione pubblica, e, in via opzionale, ai dividendi. Per gli altri strumenti, e in particolare per le diverse forme di raccolta bancaria, erano previste aliquote ridotte, scelte in relazione al vantaggio relativo che si intendeva attribuire a ciascuna tipologia di attività: oltre a sancire normativamente l'esenzione dei titoli pubblici, le agevolazioni più significative erano riconosciute alla raccolta obbligazionaria degli ICS, con la fissazione di un'aliquota pari al 10 per cento; seguivano i conti correnti e i depositi bancari e postali, con il 15 per cento, e le obbligazioni emesse dagli enti di gestione delle partecipazioni statali, con una ritenuta del 20 per cento. Nella sostanza, attraverso la differenziazione delle aliquote si riproduceva la scala di vantaggi fiscali accordati ai diversi strumenti ed emittenti nel regime ante riforma mediante una combinazione di esenzioni ed assoggettamento a tributi diversi.

In particolare, nel regime delineato dalla riforma per i redditi da capitale potevano riconoscersi alcuni orientamenti di fondo, non dissimili da quelli rinvenibili nel sistema di tassazione precedente e tendenti ad incidere sull'allocazione del risparmio e sull'equilibrio dei mercati finanziari:

- a) una netta discriminazione a favore degli emittenti pubblici rispetto a quelli privati. Questa discriminazione era evidente nel regime di esenzione riconosciuto ai titoli pubblici in capo a qualunque sottoscrittore (persona fisica o giuridica), ma anche nel trattamento di favore per le obbligazioni emesse da Istituti di Credito Speciale (ICS), con la previsione di un'aliquota ridotta del 10 per cento;
- b) un trattamento di favore per i depositi bancari e postali (i cui interessi erano tassati con l'aliquota agevolata del 15 per cento), giustificato sia dalla volontà di incentivare la formazione del risparmio in tutte le sue forme sia dall'intento di agevolare in modo particolare gli impieghi più liquidi. Sotto questo profilo si confermava, nella sostanza, il trattamento agevolato dei depositi nel regime ante-riforma, che aveva assecondato il fenomeno della “doppia intermediazione del risparmio” (cfr. *supra*, par. 2.3);

c) una netta discriminazione a sfavore dell'investimento nel capitale di rischio delle imprese, penalizzato rispetto a quello in titoli obbligazionari dalla doppia imposizione dei dividendi, oltre che dal diverso trattamento fiscale di interessi e dividendi in capo agli emittenti (deducibilità dal reddito imponibile per i primi, indeducibilità per i secondi: cfr. *infra*, par. 3.2).

### 3.2 L'evoluzione successiva sino ai primi anni ottanta

Dalla seconda metà degli anni settanta, le crescenti esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico<sup>22</sup> e l'introduzione dei controlli sull'attivo delle banche (massimali sugli impieghi e vincoli di portafoglio) innescarono un processo di graduale disintermediazione della raccolta bancaria a favore dei titoli del debito pubblico e della sottoscrizione diretta di titoli emessi dagli ICS. Il fenomeno si accentuò tra il 1978 e il 1981. In quel periodo, a fronte di un rallentamento nella raccolta di depositi si assistette ad una crescita del collocamento diretto di titoli pubblici a breve termine (BOT) e di obbligazioni degli ICS presso famiglie e imprese: le emissioni nette di BOT passarono da 9.822 miliardi di lire nel 1979 a 33.783 miliardi nel 1981 e quelle di titoli degli ICS da 4.656 miliardi nel 1979 a 7.508 miliardi nel 1981 (cfr. *infra*, tav. 9); nello stesso periodo il tasso di crescita dei depositi passò dal 19,4 per cento al 12,3 per cento (Banca d'Italia, Relazione sul 1981).

Le modifiche della disciplina fiscale assecondarono il fenomeno. L'aliquota di ritenuta sui depositi bancari fu progressivamente innalzata fra il 1976 e il 1983, passando dal 15 per cento al 25 per cento, contribuendo ad ampliare il differenziale di rendimento tra due prodotti sostituti quali i depositi e i BOT: negli anni fra il 1978 e il 1985 il differenziale fra interessi offerti dai BOT e il tasso sui depositi e conti correnti, liberi o vincolati, di entità almeno pari ai venti milioni di lire, fu in media di 3,26 punti, al lordo della ritenuta, e di circa 6 punti, al netto della stessa; nel 1981, anno in cui si registrò la maggiore ampiezza di tale differenziale, esso risultava pari a 5,81 punti al lordo e 8,59 punti al netto dell'imposta<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Dalla prima crisi petrolifera del 1973-74, il disavanzo pubblico assunse in Italia valori intorno al 10 per cento del PIL nella seconda metà degli anni settanta e all'11 per cento negli anni ottanta. Ne derivò, anche in relazione alla dinamica dei tassi di interesse, una crescita esponenziale del debito pubblico, che alla fine degli anni ottanta si attestava su valori prossimi al 100 per cento del PIL (Morcaldo, 1992).

<sup>23</sup> Il differenziale si mantenne elevato (superiore ai 4 punti) anche dopo l'introduzione, nell'autunno 1986, della ritenuta sui rendimenti dei titoli pubblici (del 6,25 per cento, elevata al 12,5 per cento (continua)

La raccolta degli ICS fu stimolata a partire dalla fine degli anni settanta dalle modifiche regolamentari che interessarono tali istituti, quali l'attenuazione del vincolo di portafoglio – che intervenne a fronte della conferma del massimale sugli impieghi bancari – e l'autorizzazione ad emettere buoni fruttiferi e certificati di deposito<sup>24</sup>, ma registrò un vero e proprio *boom* nei primi anni ottanta, in corrispondenza dell'apertura di una serie di “finestre” di esenzione fiscale per i titoli emessi dai medesimi ICS tra il 1980 e il 1982<sup>25</sup>. Dal 1983, a seguito del venir meno dell'esenzione, le emissioni nette degli ICS si dimezzarono, con una riduzione particolare nel comparto dei CD, che nel 1982 si erano rivelati la componente più dinamica della raccolta degli stessi<sup>26</sup>. Contestualmente, la disciplina fiscale contribuì alla disintermediazione delle banche rispetto alle emissioni degli ICS: nel 1981, per la prima volta dal 1973, gli acquisti da parte delle banche rappresentarono meno del 50 per cento; nel 1982, le banche sottoscrissero solo il 9-10 per cento dei CD emessi dagli ICS. L'accresciuto ruolo della raccolta diretta degli ICS era favorito dal diverso trattamento fiscale di persone fisiche e imprese: mentre per le prime l'esenzione fiscale degli interessi sui CD era totale, per le imprese (e, quindi, anche per le banche) il beneficio dell'esenzione incontrava un limite nei vincoli alla deducibilità degli interessi passivi corrisposti, previsti in relazione al possesso di redditi esenti (cfr. *infra*, par. 4.2.1).

Rispetto al decennio precedente, in cui la differenziazione delle aliquote di ritenuta sui diversi strumenti di debito aveva scoraggiato il ricorso diretto al mercato dei capitali di debito da parte delle imprese private, favorendo l'accensione di prestiti con gli ICS e la doppia intermediazione, a partire dai primi anni ottanta il riavvicinamento delle

---

nel 1987), anche per effetto dell'ulteriore innalzamento dell'aliquota sui depositi dal 25 al 30 per cento dal 1988 (Guerra, 1989).

<sup>24</sup> L'emissione di certificati di deposito da parte degli istituti e delle sezioni di credito mobiliare, fondiario ed agrario fu autorizzata con DM 23 dicembre 1981, in attuazione della legge 10 febbraio 1981, n. 23.

<sup>25</sup> Il DL. n. 288/1980 e il successivo D.L. n. 503/1980, i cui effetti furono fatti salvi dalla L. n. 687/1980, disposero l'esenzione fiscale per le obbligazioni e titoli similari emessi dagli ICS con qualsiasi durata nel periodo 3/7/1980-30/9/1980; il DL. n. 693/1980, conv. in L. n. 891/1980, stabilì l'esenzione fiscale sui titoli emessi da ICS, enti di gestione delle partecipazioni statali e società quotate, di durata superiore a 3 anni, per il periodo 1/10/1980-30/9/1981; il DL. n. 540/1981, conv. in L. n. 676/1981, estese l'esenzione ai medesimi titoli emessi nel periodo 1/10/1981-30/9/1982 con durata superiore ai 18 mesi.

<sup>26</sup> Una relativa ripresa delle emissioni degli ICS si registrò nel 1985, anche per l'effetto indiretto del provvedimento fiscale del novembre 1984 che, disponendo l'indeducibilità degli interessi passivi delle imprese fino a concorrenza degli interessi attivi esenti, ricondusse di fatto a tassazione i proventi dei titoli pubblici sottoscritti dalle medesime (cfr. *infra*, par. 4.2.1).

aliquote relative ai titoli dei diversi emittenti – inizialmente attraverso le “finestre di esenzione” sopra richiamate e successivamente con una maggiore uniformità del prelievo sulle obbligazioni – conseguì il risultato voluto di favorire l’investimento a medio e lungo termine, riportando sul mercato le imprese private. Come per gli ICS, anche le emissioni obbligazionarie da parte di queste ultime e degli enti di gestione delle PP.SS. registrarono livelli significativi nel biennio 1981-82, in corrispondenza delle “finestre di esenzione”.

L’incremento delle emissioni interessò in modo particolare le obbligazioni convertibili, alle quali peraltro era riconosciuto un trattamento agevolato sin dall’aprile del 1974 (legge n. 216/1974), consistente nell’assoggettamento a un’aliquota di ritenuta pari alla metà di quella prevista per i rendimenti delle altre obbligazioni emesse dalle imprese: 15 per cento fino al 5/12/1975; 10 per cento successivamente<sup>27</sup>. Inoltre, il loro rendimento era in gran parte rappresentato dalle plusvalenze realizzate a seguito della conversione in azioni, non imponibili per le persone fisiche. È presumibile che proprio in ragione dei vantaggi fiscali tali obbligazioni fossero presenti sul mercato in misura non irrilevante anche negli anni 1974-1980, periodo in cui l’emissione degli altri titoli a reddito fisso da parte delle imprese era inibita da una disciplina fiscale sfavorevole, oltre che dagli elevati tassi di inflazione (Guerra, 1989)<sup>28</sup>. Infine, come gli altri titoli obbligazionari, anche le obbligazioni convertibili registrarono un forte incremento nel 1981-82, in corrispondenza delle “finestre di esenzione”.

Considerazioni analoghe valgono per le azioni di risparmio, che consentivano ai sottoscrittori di optare per una ritenuta secca del 15 per cento, con completo anonimato fiscale, e alle imprese emittenti di dedurre dal reddito imponibile i dividendi corrisposti, fino al 5 per cento del valore nominale delle azioni (quest’ultima agevolazione fu abolita dal 1° dicembre 1983)<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Rispetto alle azioni, le obbligazioni convertibili godevano dell’ulteriore vantaggio della deducibilità fiscale degli interessi in capo all’emittente, non riconosciuta ai dividendi.

<sup>28</sup> A titolo di esempio, nel 1977 le emissioni nette di obbligazioni convertibili furono pari a 140 miliardi di lire, pari all’80 per cento dell’ammontare complessivo delle emissioni nette di titoli obbligazionari delle imprese (Banca d’Italia, Relazione sul 1977).

<sup>29</sup> Un altro strumento che incontrò una certa diffusione nel corso degli anni ottanta, anche grazie ad un trattamento fiscale favorevole, è rappresentato dalle azioni delle banche popolari cooperative, che contribuirono in misura significativa alla crescita dei listini dei mercati ristretti istituiti alla fine (continua)

L'emissione di azioni ordinarie continuò, almeno inizialmente, ad essere penalizzata dal sistema classico di doppia imposizione dei dividendi confermato dalla riforma del 1973. Oltre a discriminare la raccolta di capitale di rischio rispetto a quella di debito, tale sistema costituiva un forte disincentivo alla distribuzione degli utili: per le persone fisiche, il regime di non imponibilità delle plusvalenze rendeva più conveniente la realizzazione degli utili sotto forma di guadagni di capitale; per i dividendi infrasocietari, la doppia imposizione (che diventava multipla nel caso di passaggi successivi) poteva costituire un onere significativo, temperato attraverso l'applicazione di una minore aliquota societaria solo per le società e gli enti finanziari, e in presenza di date condizioni (cfr. riquadro 3.1).

Lo svantaggio legato alla doppia imposizione dei dividendi si aggiungeva alle penalizzazioni derivanti dal diverso regime fiscale del costo della raccolta in capo all'emittente (indeducibilità dal reddito imponibile nel caso dei dividendi, deducibilità per gli interessi). In presenza di aliquote elevate di imposizione societaria (dovute anche all'Ilor, che si sommava all'imposta sul reddito, l'Irpeg) e di alta inflazione, che contribuiva a tenere alto il livello dei tassi di interesse, il diverso trattamento fiscale di dividendi e interessi si traduceva spesso in un vero e proprio sussidio per le imprese fortemente indebitate (Ciocca, 2000).

La doppia imposizione dei dividendi fu eliminata nel 1977, quando fu introdotto un meccanismo di credito d'imposta (cfr. riquadro 3.1) che consentì di eliminare le duplicazioni di imposta per i dividendi infrasocietari e di tassare esclusivamente con l'imposta progressiva sul reddito quelli percepiti da persone fisiche. Per effetto di tale meccanismo, lo svantaggio relativo dei dividendi rispetto agli interessi si attenuò: pur permanendo la discriminazione legata al diverso regime fiscale dei proventi erogati in capo all'emittente, a parità di dividendo lordo distribuito il credito d'imposta determinava un incremento del rendimento netto in capo ai percettori di circa il 30 per cento e, a parità di dividendo netto per l'azionista, una diminuzione del costo della remunerazione del capitale per le società pari al 25 per cento<sup>30</sup>.

---

degli anni settanta. Ai sottoscrittori di tali azioni era garantito sia l'anonimato fiscale sia la percezione di utili esclusi da qualunque prelievo alla fonte (Banca d'Italia, Relazione sul 1979).

<sup>30</sup> Banca d'Italia, Relazione sul 1977.

Gli effetti della misura, adottata in parallelo con l'istituzione dei mercati ristretti e con altre disposizioni volte a migliorare lo spessore e la trasparenza del mercato azionario, sono di difficile valutazione. Il ricorso delle imprese private (diverse dalle banche) al finanziamento mediante capitale di rischio non registrò un aumento significativo, soprattutto in termini relativi: tra il 1977 e il 1982 le nuove emissioni di azioni si attestarono sempre su livelli non superiori al 10-11 per cento del totale dei nuovi finanziamenti esterni, livelli addirittura inferiori al valore medio del periodo 1974-76, pari al 12,4 per cento<sup>31</sup>.

Negli anni immediatamente successivi all'introduzione del credito d'imposta si riscontrarono politiche di distribuzione di dividendi più generose, ma sempre relativamente contenute rispetto al valore dei titoli azionari se raffrontate con quelle dei maggiori paesi industriali<sup>32</sup>. Tuttavia, non è chiaro se questo effetto derivasse dalla modifica fiscale o fosse invece riconducibile alle migliorate condizioni di redditività delle imprese. Il credito d'imposta rese indifferente la scelta fra distribuzione e accantonamento degli utili nei rapporti infrasocietari, contribuendo a migliorare i gradi di libertà nelle politiche di dividendo dei gruppi d'imprese. Nei confronti degli investitori persone fisiche, il credito d'imposta rese possibile solo un'attenuazione dei disincentivi alla distribuzione: il permanere dell'esenzione fiscale accordata per le plusvalenze azionarie continuava a rendere più conveniente l'accantonamento in vista del realizzo degli utili sotto forma di *capital gains*.

<sup>31</sup> A fronte di un netto decremento tra il 1973 e il 1977, nel periodo 1978-1986 la consistenza delle azioni crebbe costantemente, passando dallo 0,3 per cento allo 0,9 per cento del PIL e da poco più del 7 per cento a oltre il 20 per cento del valore totale delle attività finanziarie (Bonci e Coletta, 2006). Le emissioni lorde di azioni passarono da 2.251 miliardi di lire nel 1977 a 6.892 miliardi di lire nel 1982. Tuttavia, ad eccezione del 1980 e del 1982, oltre il 50 per cento delle nuove emissioni proveniva da imprese a prevalente partecipazione statale (Banca d'Italia, Relazioni annuali, numeri vari). Più che di un maggior ricorso delle imprese private al capitale di rischio, si trattava quindi, nella sostanza della copertura delle perdite registrate dalle società a prevalente partecipazione statale, attraverso l'aumento dei fondi di dotazione delle stesse.

<sup>32</sup> Banca d'Italia, Relazione sul 1983, p. 221.

### Riquadro 3.1

#### La tassazione dei dividendi: dal sistema classico al credito d'imposta

*La scelta compiuta dal legislatore della riforma per i dividendi e gli altri utili societari fu quella di un sistema classico "puro", caratterizzato da una doppia imposizione dei redditi societari, dapprima come utili con l'imposta societaria, e successivamente in capo ai soci persone fisiche o giuridiche, secondo le rispettive regole di imposizione (imposta personale progressiva o imposta sul reddito delle persone giuridiche). In sede di distribuzione era inoltre applicata una ritenuta del 10 per cento a titolo d'acconto.*

*Dal 9 aprile 1974 (legge n. 216/1974) fu reintrodotta l'opzione per la cedolare secca del 30 per cento, sia per le persone fisiche sia per le persone giuridiche. Nel periodo 11.10.76 - 31.12.78 l'aliquota della cedolare fu innalzata al 50 per cento. L'opzione per il prelievo liberatorio fu nuovamente abrogata dal 1979, per essere reintrodotta – per le sole persone fisiche – molto più tardi, nel 1994.*

*Al fine di attenuare la doppia tassazione dei dividendi infrasocietari, nel regime introdotto dalla riforma era previsto un trattamento di favore per le società e gli enti finanziari, che si sostanziava nella riduzione al 7,50 per cento dell'aliquota Irpeg. Tale regime, riservato alle società ed enti il cui oggetto statutario fosse l'assunzione di partecipazioni in altre società e che possedessero titoli partecipativi per un ammontare non inferiore al 60 per cento di tutte le attività iscritte in bilancio, fu eliminato dalla legge n. 904/1977, istitutiva del credito d'imposta sui dividendi.*

*Con la legge 16/12/1977, n. 904 (cosiddetta legge Pandolfi) il sistema classico fu rimpiazzato da un meccanismo di integrazione piena, attraverso l'introduzione – dall'1.1.1977 – di un credito d'imposta pari a 1/3 del dividendo distribuito (al lordo della ritenuta d'acconto del 10 per cento). Il credito era riconosciuto a tutti gli investitori residenti (persone fisiche, soci di società di persone, società di capitali), a condizione che gli utili fossero inclusi nel reddito imponibile del percettore. Il credito non poteva invece essere fatto valere per gli utili assoggettati a ritenuta a titolo d'imposta (come, ad esempio, nel caso delle azioni di risparmio, soggette al prelievo definitivo del 15 per cento). Inoltre, esso non era riconosciuto agli investitori non residenti, che scontavano in sede di distribuzione una ritenuta a titolo definitivo del 30 per cento (32,40 per cento dall'1.1.1986)<sup>33</sup>.*

*La misura del credito d'imposta fu successivamente elevata ai 9/16 del dividendo distribuito, in corrispondenza dell'innalzamento dal 25 per cento al 36 per cento dell'aliquota IRPEG (legge 25.11.1983, n. 649). Sia il livello dell'aliquota IRPEG che quello del credito d'imposta furono confermati dal TUIR del 1986.*

<sup>33</sup> Tuttavia, successivamente il credito fu attribuito – a condizione di reciprocità – agli investitori residenti in alcuni paesi (ad esempio, Francia e Regno Unito) attraverso l'inserimento di specifiche previsioni nei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni.

#### **4. Gli anni ottanta: innovazione finanziaria e tassazione dei titoli di Stato**

Nel corso degli anni ottanta le scelte di politica fiscale in tema di redditi finanziari furono improntate a un generale innalzamento del livello medio di imposizione, in linea con l'evoluzione del sistema fiscale nel suo complesso, che risentiva delle crescenti esigenze di gettito determinate dall'espansione della spesa pubblica. L'aumento delle aliquote di ritenuta, pressoché generalizzato, interessò in modo particolare gli interessi sulla raccolta a breve e a vista (depositi e conti correnti bancari e postali), che passarono progressivamente dall'iniziale aliquota del 15 per cento a quella del 30 per cento dal 1988. Si registrò, inoltre, una prima graduale riduzione delle differenze tra le aliquote di ritenuta riservate ai diversi emittenti nel comparto delle obbligazioni, fino all'eliminazione del regime di esenzione per i titoli pubblici. Questi cambiamenti determinarono una sostanziale bipartizione delle aliquote, che discriminava il trattamento fiscale dei redditi di capitale in base alla durata, favorendo, in un contesto dominato da un'inflazione di notevole entità, l'investimento a lungo termine rispetto a quello a breve (cfr. tavola in Appendice; Guerra, 1989).

Sempre sotto la pressione delle esigenze di gettito, un'altra tendenza caratterizzante la produzione normativa degli anni ottanta fu l'introduzione di modifiche volte a colmare le lacune che permettevano l'elusione della disciplina fiscale e della regolamentazione creditizia attraverso il ricorso a strumenti finanziari innovativi. Esempi di questa tendenza furono, tra gli altri: l'introduzione, nel 1981, di una ritenuta alla fonte sui proventi delle accettazioni bancarie; la definizione, nel 1983, di un regime fiscale *ad hoc* per i titoli cosiddetti "atipici"; l'estensione, sempre nel 1983, della ritenuta alla fonte al cosiddetto scarto di emissione dei titoli obbligazionari e la specificazione del concetto di titoli simili alle obbligazioni.

##### **4.1 La nascita di nuovi strumenti finanziari: le determinanti fiscali**

L'innovazione finanziaria può in parte essere spiegata dal tentativo degli operatori di eludere la disciplina regolamentare e di sfruttare le eventuali lacune della disciplina fiscale. Anche dopo la riforma degli anni settanta, il sistema tributario italiano era incentrato su un'elencazione analitica e tassativa delle fattispecie imponibili, senza nessuno spazio per interpretazioni analogiche o integrative (Guerra, 1989). Nel corso del tempo, l'emersione di fattispecie elusive che sfruttavano proprio le rigidità

della normativa fiscale, oltre che di quella regolamentare, rese necessaria l'introduzione di norme di chiusura sempre più stringenti.

Uno dei primi strumenti innovativi affermatosi grazie a una disciplina regolamentare e fiscale disorganica fu l'**accettazione bancaria** (cfr. riquadro 4.1). Comparsi in Italia a partire dal 1974, questi strumenti di finanziamento a breve delle imprese ebbero un notevole sviluppo nel periodo 1979-1981, dapprima favoriti, e successivamente limitati, da provvedimenti delle autorità monetarie e fiscali.

#### Riquadro 4.1

##### Le accettazioni bancarie

*Le accettazioni bancarie erano strumenti di mercato monetario utilizzati per il finanziamento diretto delle imprese. Di norma, erano emesse sotto forma di cambiali tratte spiccate da un cliente a carico di un'azienda di credito che, nell'apporre la sua firma sul titolo per accettazione, diveniva l'obbligata principale. Le accettazioni così rilasciate rientravano nei crediti di firma della banca; solo quelle acquistate dalle aziende di credito davano luogo a un'effettiva erogazione di fondi da parte del sistema bancario.*

*I titoli così emessi erano collocati sul mercato da intermediari finanziari, che potevano coincidere o meno con le banche accettanti. Le imprese emittenti si impegnavano a fornire alla banca l'ammontare necessario al rimborso del titolo alla scadenza.*

*Le accettazioni erano vendute agli investitori ad un prezzo inferiore al valore nominale, ottenuto scontando quest'ultimo valore al tasso di rendimento prefissato. In tal modo, il rendimento del titolo, costituito dalla differenza tra il valore di rimborso (o il prezzo di cessione) e il prezzo di acquisto, poteva configurarsi come plusvalenza, non imponibile per i risparmiatori persone fisiche.*

L'intervento che favorì maggiormente la diffusione delle accettazioni fu la riduzione, nel 1978, dell'imposta di bollo a esse applicabile (dall'8 per mille previsto per le cambiali ordinarie allo 0,1 per mille), riduzione condizionata alla sussistenza di determinati requisiti, tra cui la durata non superiore a 12 mesi. Pressoché parallelamente, nel 1979, la Banca d'Italia dispose l'esclusione delle accettazioni bancarie dal limite al massimale sui prestiti. La rimozione di questi ostacoli favorì la successiva diffusione dello strumento, la cui consistenza passò da 2 miliardi di lire a fine 1979 a 1.134 miliardi nel 1980 e a 1.847 miliardi nel

1981 (Guerra, 1989). Questo sviluppo fu favorito anche dalla circostanza che le accettazioni non erano ricomprese nel massimale sugli impieghi imposto alle aziende di credito (in quanto considerate crediti di firma) e dalle incertezze legate al trattamento fiscale. Essendo il rendimento delle accettazioni bancarie costituito dalla differenza tra il valore di rimborso e quello di sottoscrizione, non era chiaro se a tali proventi dovesse riconoscersi la natura di interessi – e quindi di redditi di capitale assoggettabili alla ritenuta “residuale” del 15 per cento di cui all’ultimo comma del DPR n. 600/1973 – ovvero quella di plusvalenze, esenti da tassazione per le persone fisiche. Sfruttando questa situazione di incertezza, le banche non assoggettavano a ritenuta i proventi, assicurando così l’esenzione ai sottoscrittori persone fisiche, ed evitando la formazione di eventuali crediti d’imposta per i sottoscrittori persone giuridiche.

Il mercato delle accettazioni subì una flessione a seguito dell’intervento delle autorità monetarie del marzo 1981, volto a introdurre un massimale per il rilascio delle medesime accettazioni. Il crollo definitivo si ebbe poco dopo, nell’ottobre del 1981, a seguito dell’introduzione di una ritenuta del 15 per cento sui proventi delle accettazioni, a titolo definitivo per le persone fisiche e d’acconto per le persone giuridiche (DL. n. 546/1981, conv. in L. n. 692/1981)<sup>34</sup>.

Fra le tecniche di elusione fiscale, particolarmente diffusa era quella che consisteva nel configurare i proventi dei prodotti finanziari come plusvalenze non imponibili, soprattutto attraverso l’utilizzo di titoli senza cedola (**titoli zero coupon**). Al fine di arginare tali comportamenti, nel 1983 fu disposto l’assoggettamento a ritenuta del cosiddetto “scarto di

<sup>34</sup> Un altro strumento di mercato monetario sulla cui diffusione le rigidità della regolamentazione creditizia e della legislazione fiscale sembrano avere giocato un ruolo è rappresentato dalle **polizze di credito commerciale**. Nel 1987, a seguito della reintroduzione di un massimale per gli impieghi in lire delle aziende di credito, si assistette ad un notevole incremento dei crediti di firma, che interessò prevalentemente le fidejussioni, accompagnandosi, in particolare, ad una forte diffusione delle polizze di credito commerciale, strumenti finanziari a breve termine assimilabili alle *commercial papers* esistenti nel mercato statunitense, dalle quali differivano per la rinuncia alla forma cambiaria. In particolare, l’emissione di una polizza commerciale consisteva nell’accensione da parte di un’impresa di un credito esigibile a scadenza prefissata e garantito da una fidejussione bancaria. La normativa fiscale può essere annoverata tra i fattori che hanno contribuito allo sviluppo delle polizze di credito commerciale, soprattutto per ciò che attiene ai profili di imposizione indiretta: essendo le operazioni regolate attraverso lo scambio di corrispondenza commerciale, per gli investitori era possibile eludere l’imposta di bollo gravante su altri strumenti di finanziamento a breve termine, come le accettazioni bancarie o, più tardi, le cambiali finanziarie. Sotto il profilo dell’imposizione diretta, l’assoggettamento dei proventi delle polizze ad imposta progressiva per le persone fisiche, unitamente all’elevato taglio minimo delle operazioni, ha favorito – e favorisce tuttora – il prevalente collocamento dello strumento presso imprese e investitori istituzionali.

emissione”, ossia della “differenza fra la somma corrisposta ai possessori dei titoli alla scadenza e il prezzo di emissione” (DL. n. 512/1983, conv. in L. 649/1983)<sup>35</sup>.

Il tentativo di sfruttare la non imponibilità delle plusvalenze finanziarie, oltre agli altri spazi lasciati scoperti dal legislatore fiscale, contraddistinse anche un'altra tipologia di strumenti innovativi: quella dei *titoli atipici* (cfr. riquadro 4.2). Questi strumenti fecero la loro comparsa in Italia a metà degli anni settanta e incontrarono notevole diffusione soprattutto nel periodo 1980-82, quali veicoli di canalizzazione del risparmio dei privati verso “beni rifugio” (immobili e terreni) in una situazione di elevata inflazione. Il mercato si ridimensionò notevolmente dal 1983-1984, in concomitanza con il rallentamento dell'inflazione e la caduta del prezzo degli immobili, ma soprattutto per effetto delle modifiche al trattamento fiscale.

I titoli atipici presentavano aspetti problematici per l'attività di vigilanza, sotto il profilo della tutela degli investitori: la complessità degli schemi contrattuali utilizzati non sempre consentiva una chiara ricostruzione dei diritti dei sottoscrittori e della congruità delle garanzie offerte. Inoltre, si temeva che lo sviluppo di un mercato dei titoli atipici non regolamentato, al di fuori dei circuiti ufficiali, potesse compromettere l'efficacia della politica monetaria (Bianchi *et al.*, 1982).

Sul piano fiscale, i titoli atipici consentivano di eludere del tutto la tassazione. La molteplicità di forme e modalità attraverso le quali poteva avvenire la corresponsione dei proventi determinava la non applicazione della ritenuta d'acconto del 15 per cento prevista dalla norma di chiusura dell'ultimo comma dell'articolo 26 del DPR n. 600/1973, e la conseguente esenzione per i percettori persone fisiche, in tutti i casi in cui esisteva incertezza circa la natura, l'ammontare e il momento di corresponsione del reddito. In genere, si faceva in modo di attribuire i proventi sotto forma di plusvalenze, così che le persone fisiche potessero godere di totale esenzione e le persone giuridiche non essere assoggettate alla ritenuta d'acconto.

<sup>35</sup> Le prime emissioni di titoli *zero coupon* sul mercato italiano furono lanciate da IMI e da Interbanca nel 1981-82. La diffusione di tali titoli nel nostro Paese fu però assai contenuta, anche in relazione alla tempestiva modifica della disciplina fiscale. Al contrario, nel corso degli anni ottanta i titoli *zero coupon* hanno riscosso notevole successo sui mercati internazionali, in relazione alla possibilità, riconosciuta dai sistemi tributari di molti paesi, di configurare i loro proventi come *capital gains* esenti (Guerra, 1989).

## Riquadro 4.2

I titoli atipici<sup>36</sup>

*I titoli atipici si svilupparono come strumenti dalla natura giuridica incerta, commercializzati al di fuori dei mercati ufficiali e senza l'intervento di intermediari istituzionali.*

*Un primo gruppo, costituito dai **certificati di partecipazione**, si basava sullo schema del contratto di associazione in partecipazione di cui all'articolo 2549 c.c.. L'associante era l'impresa che gestiva l'affare (compravendita o gestione di immobili, finanziamento di iniziative imprenditoriali, conduzione di imprese agricole, ecc.). L'associato era una società che finanziava l'operazione, ottenendo a fronte del proprio apporto titoli di credito all'ordine di piccolo taglio, che rappresentavano pro-quota i diritti dell'associato; quest'ultimo provvedeva, direttamente o tramite intermediari, al collocamento dei titoli sul mercato, principalmente presso privati risparmiatori. Il reddito percepito dall'investitore poteva assumere la forma di partecipazione agli utili periodici (canoni d'affitto o di leasing, interessi su crediti, utili d'impresa) e/o ricavi finali quali plusvalenze. In molti casi i certificati di partecipazione combinavano in vario modo le caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni. La durata dei titoli dipendeva dall'orizzonte temporale dell'affare sottostante, potendo essere anche indeterminata. A seconda dell'affare finanziato, tali strumenti si distinguevano in: certificati finanziari, immobiliari, agricoli, ecc.*

*Un secondo gruppo comprendeva le **quote di partecipazione a fondi comuni di investimento immobiliare**. In genere, questi titoli non davano luogo alla corresponsione di redditi periodici, per cui l'intero provento era conseguito sotto forma di plusvalenza a seguito di riscatto o cessione delle quote<sup>37</sup>.*

*Un terzo gruppo era costituito dai titoli emessi da Enti di Gestione Fiduciaria (enti di cui all'art. 45 del DPR. 13.2.1959, n. 449, Testo unico sulle Assicurazioni Private), che svolgevano un'attività di raccolta di tipo parabancario. A fronte di un conferimento di capitale da parte del risparmiatore "fiduciante" finalizzato all'esecuzione di un dato investimento, l'Ente di gestione rilasciava titoli che si differenziavano a seconda che la remunerazione offerta fosse rappresentata da utili o interessi. Nel primo caso – che peraltro non trovò applicazioni concrete di rilievo – i titoli erano denominati **certificati patrimoniali**, ed erano assimilabili in senso lato alle azioni. Nel secondo caso – che, al contrario, riscontrò ampia diffusione tra gli operatori – i titoli erano denominati **fedi di investimento o fedi patrimoniali**, ed erano considerati similari alle obbligazioni.*

<sup>36</sup> La ricostruzione è effettuata sulla base delle informazioni tratte da: Guerra (1989); De Nova *et al.* (1984); Banca d'Italia, Relazione annuale, varie annate.

<sup>37</sup> I due fondi comuni immobiliari operanti in Italia nei primi anni ottanta furono liquidati nel 1984 in corrispondenza della crisi del mercato immobiliare.

Nel 1983 le preoccupazioni delle autorità monetarie e di vigilanza spinsero il legislatore a intervenire sul mercato. Sotto il profilo della disciplina regolamentare, si sancì l'obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob, rispettivamente, delle emissioni e delle operazioni di compravendita di valori mobiliari di qualsiasi natura destinati al collocamento presso il pubblico; inoltre, si modificò la disciplina fiscale in funzione prettamente "regolamentare". Così, da un lato si introdusse la categoria, fiscalmente rilevante, di *titoli simili alle obbligazioni*, ai quali si rese applicabile la stessa disciplina dei titoli obbligazionari<sup>38</sup>; dall'altro, fu disposta l'applicazione di una ritenuta del 18 per cento sui proventi corrisposti sotto qualunque forma in relazione ai titoli cosiddetti "atipici", categoria residuale nella quale far ricadere strumenti finanziari, privi di una specifica disciplina tributaria, emessi sotto forma di titoli o certificati di massa diversi sia dalle azioni, obbligazioni e titoli simili, sia dai titoli o certificati rappresentativi di quote di partecipazione in organismi di investimento collettivo del risparmio<sup>39</sup>. La ritenuta, applicata a titolo d'imposta indipendentemente dalla natura dei sottoscrittori, fu elevata al 30 per cento nel 1989<sup>40</sup>.

Sotto il profilo strettamente fiscale, tuttavia, la categoria dei titoli atipici mantenne – e conserva tuttora – una certa rilevanza. Nel tempo, essa ha svolto e continua a svolgere la funzione di "norma di chiusura",

<sup>38</sup> I titoli simili alle obbligazioni furono individuati nei titoli di credito, in serie o di massa, a scadenza fissa non inferiore a 18 mesi, contenenti l'obbligo di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, che si differenziassero dalle azioni nel non attribuire ai possessori alcun diritto di partecipazione o di controllo sulla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale erano emessi. Si consideravano inoltre simili alle obbligazioni i buoni fruttiferi e i certificati di deposito con scadenza non inferiore ai 18 mesi, emessi da ICS o sezioni speciali di aziende di credito o da società esercenti la vendita a rate di autoveicoli (i buoni fruttiferi emessi da queste ultime società erano stati storicamente assimilati alle obbligazioni). Con questo intervento si intese ricondurre al medesimo trattamento previsto per le obbligazioni un ampio insieme di titoli, identificati sulla base di caratteristiche economiche comuni (destinazione all'investimento di durata pluriennale, obbligo di rimborso integrale del capitale, nessun diritto di partecipazione o controllo sulla gestione dell'emittente). La specificazione del concetto di similarità alle obbligazioni fu funzionale alla successiva identificazione dei titoli atipici come titoli "diversi dalle azioni e obbligazioni, o titoli simili, e dai certificati di partecipazione a fondi comuni di investimento mobiliare". Furono proprio le caratteristiche dei titoli atipici in circolazione (cfr. Bianchi *et al.*, 1982) a influenzare il legislatore nella definizione del concetto di similarità. Emerse che i titoli atipici potevano avere scadenza inferiore ai 18 mesi, che la loro scadenza non era sempre a data fissa, che risultava incerto l'obbligo di restituzione, e che essi potevano attribuire al sottoscrittore diritti di partecipazione e controllo. La definizione di titoli atipici fu data allora in termini puramente negativi, con l'unico requisito positivo rappresentato dall'essere titoli o certificati in serie o di massa.

<sup>39</sup> DL. n. 512/1983, convertito in L. n. 649/1983.

<sup>40</sup> D.L. 2 marzo 1989, n. 69, conv. in L. 27 aprile 1989, n. 154.

permettendo di ricondurre a tassazione, in via interpretativa, i proventi – non qualificabili come plusvalenze – di titoli o certificati di massa non tipizzati. A titolo di esempio, la disciplina ha trovato di recente applicazione per i titoli *reverse convertible*, non assimilabili alle obbligazioni a causa dell'assenza della garanzia di rimborso integrale del capitale. Fino alla prima metà degli anni novanta, la disciplina dei titoli atipici ha inoltre conservato la funzione primaria per la quale era stata introdotta, di strumento regolamentare “indiretto”, volto a dissuadere gli operatori dall'introduzione di prodotti finanziari con caratteristiche non tipizzate.

Il legame fra innovazione, da un lato, e regolamentazione di vigilanza e disciplina fiscale, dall'altro, non si esaurì però nella nascita di strumenti finanziari atti ad eludere i controlli o la tassazione, né nella risposta delle autorità a tali comportamenti elusivi. In alcuni casi l'innovazione di prodotto è stata, al contrario, un risultato voluto dell'azione di politica economica, che è stata diretta a rimuovere vincoli preesistenti o a introdurre incentivi specifici (Guerra, 1989). L'esempio più significativo in questo senso è quello dei **certificati di deposito** (di seguito, CD). Negli anni ottanta, il progressivo aumento dei collocamenti di titoli pubblici presso l'economia si accompagnò a una riduzione della quota di depositi bancari sul totale delle attività finanziarie. In presenza di una relativa stabilità degli impieghi, soprattutto a medio e lungo termine, gli ICS prima, e le banche successivamente, furono spinti a innovare l'offerta di passività, introducendo una maggiore differenziazione degli strumenti di raccolta per scadenze e condizioni di remunerazione (Focarelli e Tedeschi, 1993). Le autorità di Vigilanza assecondarono il processo, incentivando il ricorso a strumenti innovativi quali le obbligazioni indicizzate e/o a tasso variabile, i buoni fruttiferi e i CD. In un contesto di elevata inflazione e incertezza sui mercati finanziari, che favoriva l'accorciamento della durata degli strumenti finanziari, i titoli obbligazionari a tasso fisso non erano ritenuti uno strumento adatto, anche in relazione alle perdite subite dagli investitori negli anni precedenti per effetto dell'elevata inflazione. I certificati e i buoni fruttiferi, viceversa, potevano offrire condizioni di durata e di remunerazione più flessibili, e quindi più adatte a fronteggiare le condizioni di incertezza richiamate<sup>41</sup>.

<sup>41</sup> Secondo quanto riportato nella Relazione della Banca d'Italia sul 1981, le autorità di Vigilanza intesero in tal modo “consentire un ampliamento delle forme di raccolta degli Istituti di credito speciale, al fine di favorirne una maggiore adattabilità operativa in periodi di instabilità del mercato obbligazionario”.

All'inizio degli anni ottanta le emissioni di CD interessarono dapprima gli ICS, quando due interventi coevi delle autorità monetarie e fiscali determinarono un vero e proprio *boom* dello strumento. Il DM. 23.12.1981, in attuazione della legge 10/2/1981, n. 23, autorizzò tutti gli ICS a emettere buoni fruttiferi, nominativi e al portatore, e CD con scadenza compresa fra i 18 mesi e i 5 anni. Contemporaneamente, con legge 27.11.1981, n. 676, l'esenzione fiscale concessa agli interessi di obbligazioni e titoli similari di durata superiore a tre anni venne estesa, per il periodo 1/10/1981-30/9/1982, ai titoli di durata compresa fra i 18 mesi e i tre anni, ricomprendendo così la maggior parte dei CD. A seguito di tali provvedimenti, la consistenza dei CD emessi dagli ICS con scadenza compresa fra i 18 e i 60 mesi passò dai 6.695 miliardi di lire del 1979 ai 18.060 miliardi del 1982, anno in cui i certificati costituirono il 38 per cento della raccolta degli ICS.

L'emissione di CD da parte delle banche fu autorizzata a partire dal gennaio 1983 (DM 28.12.1982). I CD emessi dalle banche soffrirono inizialmente la concorrenza di quelli degli ICS che non erano soggetti agli obblighi di riserva e beneficiavano, grazie alla più lunga scadenza (minimo 18 mesi), di una più favorevole ritenuta fiscale (12,5 per cento, pari alla metà di quella del 25 per cento applicata sui CD delle banche, che dovevano avere scadenza compresa fra 6 e 18 mesi). Ben presto, però, le autorità di Vigilanza cercarono di incentivare l'emissione di CD da parte delle banche, offrendo, sui titoli con scadenza compresa fra sei e diciotto mesi, una remunerazione della riserva superiore rispetto a quella relativa ai depositi (9,5 per cento in luogo di quella ordinaria del normale 5,5 per cento). Dal 1987 la raccolta bancaria in CD aumentò ulteriormente, stimolata da una combinazione di fattori, tra cui quelli fiscali rivestirono importanza non secondaria. Nel 1986 la maggiore remunerazione della riserva obbligatoria<sup>42</sup> fu estesa ai CD di durata superiore a 3 mesi. Nel 1987 fu concessa a tutte le categorie di banche l'autorizzazione a emettere CD con scadenza compresa fra 18 mesi e 5 anni, assoggettati, in ragione della durata, alla ritenuta del 12,5 per cento anziché del 25 per cento e a loro volta ammessi alla maggiore remunerazione della riserva obbligatoria. Sempre nel 1986, fu eliminato il regime di esenzione per i titoli di Stato, i cui proventi furono assoggettati dapprima alla ritenuta del 6,25 per cento e poi, a partire dal settembre 1987, a quella del 12,5 per cento prevista per i titoli obbligazionari (cfr. *infra*, par. 4.2). In conseguenza di queste modifiche fiscali, e grazie alla possibilità per le banche di offrire

<sup>42</sup> Nel frattempo ridotta dal 9,5 all'8,5 per cento.

condizioni di remunerazione più vantaggiose sui CD, il differenziale di rendimento netto fra i titoli di Stato (BOT in particolare) e i CD si ridusse. La consistenza dei CD emessi dalle banche passò dai 3.257 miliardi di lire nel 1983 ai 291.186 miliardi a fine 1992, per raggiungere l'importo massimo di 399.079 miliardi nel giugno 1996, prima del provvedimento che unificò al 27 per cento la ritenuta fiscale sugli interessi da depositi e CD (cfr. *infra*, par. 5.2.3). La diffusione di questi strumenti consentì alle banche, dalla metà degli anni ottanta, una relativa stabilità della raccolta, nonostante la quota crescente di titoli pubblici nei portafogli delle famiglie. I CD assunsero infatti soprattutto il ruolo di sostituti dei tradizionali depositi a risparmio, piuttosto che di altri strumenti di mercato monetario quali i buoni del Tesoro (Caranza e Cottarelli, 1986). Dalla fine degli anni ottanta la principale componente della raccolta in CD fu rappresentata da emissioni oltre i 18 mesi, anche in ragione del più favorevole trattamento fiscale.

#### 4.2 *La tassazione dei titoli di Stato*

Se le basi della crescita del debito pubblico erano state poste già negli anni settanta, la sua consistenza esplose a partire dagli anni ottanta. Le emissioni di titoli dello Stato crebbero sia in quantità assoluta, sia in importanza relativa, passando dal 66 per cento nel 1975 al 93 per cento nel 1985 delle emissioni nette effettuate in Italia<sup>43</sup> (cfr. *tav.* 8). All'aumento dell'offerta corrisposero mutamenti dal lato della domanda: con il cosiddetto "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro, a partire dal 1981 il collocamento del debito doveva avvenire integralmente sul mercato, con acquisti da parte di banche, imprese e risparmiatori, residenti e non (Sarcinelli, 1987). Nel corso degli anni ottanta le autorità monetarie furono sempre più restie a introdurre vincoli amministrativi sull'attività degli enti creditizi. (Bernareggi, 1986). Le modificazioni intervenute dal lato della domanda resero sempre più onerose le condizioni di collocamento per il Tesoro.

<sup>43</sup> I dati riportati includono anche le emissioni di BOT. Se si escludono i BOT, i titoli di Stato crebbero, rispetto alle emissioni nette, dal 47 per cento del 1975 al 93 per cento del 1985.

**Tav. 8**

**Emissioni nette di valori mobiliari sul mercato interno**  
*(dati in miliardi di lire)*

Emittente anno	BOT e BTE	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri	Emissioni complessive esclusi BOT e BTE	Emissioni complessive	Azioni
1974	6.703	2.974	2.153	214	-118	-2	5.221	11.924	7.71
1975	6.991	6.042	5.410	1.327	16	21	12.816	19.807	1.672
1976	7.905	3.509	4.163	879	76	-13	8.614	16.519	1.872
1977	4.795	15.324	4.413	1.061	175	-13	20.960	25.755	1.846
1978	5.881	19.816	4.762	797	177	-13	25.539	31.420	2.985
1979	9.822	9.302	4.656	466	16	-19	14.421	24.243	2.732
1980	25.500	-1.927	5.648	121	72	33	3.947	29.447	3.085
1981	33.783	7.498	7.508	112	708	-13	15.813	49.596	7.186
1982	32.604	23.626	8.147	3.811	778	-19	36.343	68.947	6.004
1983	11.071	69.942	7.640	1.333	1.060	-19	79.956	91.027	10.899
1984	9.300	63.797	4.315	1.239	667	129	70.147	79.447	9.774
1985	13.181	94.308	5.178	1.002	685	509	101.682	114.863	12.220
1986	9.697	88.043	6.805	4.405	917	749	100.919	110.616	18.872
1987	27.482	58.146	11.012	3.254	435	348	73.195	100.677	10.433
1988	42.013	61.837	7.966	81	176	452	70.512	112.525	9.697
1989	43.042	65.546	8.205	215	-393	213	73.786	116.828	18.369
1990	40.569	76.184	5.985	-1.523	-1.185	117	79.578	120.147	21.246
1991	11.641	115.492	15.939	4.425	-843	230	135.243	146.884	18.363
1992	46.674	89.763	10.848	-2.110	-930	-424	97.147	143.821	16.194

*segue*

*segue Tav. 8*

**Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno**  
(ripartizione percentuale)

Emittente anno	BOT e BTE	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri
1974	56	25	18	2	-1	0
1975	35	31	27	7	0	0
1976	48	21	25	5	0	0
1977	19	59	17	4	1	0
1978	19	63	15	3	1	0
1979	41	38	19	2	0	0
1980	87	-7	19	0	0	0
1981	68	15	15	0	1	0
1982	47	34	12	6	1	0
1983	12	77	8	1	1	0
1984	12	80	5	2	1	0
1985	11	82	5	1	1	0
1986	9	80	6	4	1	1
1987	27	58	11	3	0	0
1988	37	55	7	0	0	0
1989	37	56	7	0	0	0
1990	34	63	5	-1	-1	0
1991	8	79	11	3	-1	0
1992	32	62	8	-1	-1	0

*segue*

segue Tav. 8

**Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno  
al netto di BOT e BTE  
(ripartizione percentuale)**

Emittente anno	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri
1974	57	41	4	-2	0
1975	47	42	10	0	0
1976	41	48	10	1	0
1977	73	21	5	1	0
1978	78	19	3	1	0
1979	65	32	3	0	0
1980	-49	143	3	2	1
1981	47	47	1	4	0
1982	65	22	10	2	0
1983	87	10	2	1	0
1984	91	6	2	1	0
1985	93	5	1	1	1
1986	87	7	4	1	1
1987	79	15	4	1	0
1988	88	11	0	0	1
1989	89	11	0	-1	0
1990	96	8	-2	-1	0
1991	85	12	3	-1	0
1992	92	11	-2	-1	0

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1974-1993.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

Il dibattito in tema di debito pubblico, a metà anni ottanta, verteva principalmente su tre questioni (Sarcinelli, 1987): il debito pubblico doveva essere consolidato o bisognava cercare di allungarne la vita media

residua, passata da più di nove anni nel 1972 a un anno nel 1980? Sarebbe divenuto insostenibile nel lungo periodo?<sup>44</sup> I titoli di Stato dovevano esser tassati o dovevano rimanere esenti?

Le considerazioni che seguono si riferiscono esclusivamente all'ultimo quesito; qualsiasi riflessione, però, deve tenere sempre in considerazione, oltre che il costo netto per lo Stato, anche gli altri termini del dibattito.

#### 4.2.1 La tassazione dei titoli di Stato detenuti dalle imprese

Si è soliti ritenere che i titoli di Stato, prima del decreto legge n. 556 del 1986, siano sempre stati esenti da imposte. Nei primi anni dello Stato unitario, invece, gli interessi su titoli di Stato erano soggetti ad imposta di R.M.; solo dal 1894 le nuove emissioni furono esentate da qualsiasi imposta diretta *reale*. L'esenzione non si estendeva però alle imposte *personali*: così i redditi derivanti da titoli pubblici confluivano nell'imponibile dell'imposta complementare (Sarcinelli, 1987). Nella realtà, come già rilevato (cfr. *supra*, par. 2.2.1), l'impossibilità di accertare questi redditi, dovuta al fatto che i titoli erano al portatore, rendeva tali proventi di fatto esenti. E la riforma del 1973 non fece altro che legalizzare lo *status quo*, disponendo esplicitamente l'esenzione dei titoli di Stato.

L'esenzione non era però assoluta: forme di tassazione indiretta dei titoli di Stato (cosiddetta "tassazione obliqua") erano previste per chi, nell'ambito del reddito di impresa, percepiva anche redditi esenti. Il legislatore della riforma del 1973, riprendendo una norma già presente nel Testo unico sull'imposta di R.M. del 1958, si preoccupò di evitare fenomeni di arbitraggio, consistenti nell'indebitarsi, deducendo gli interessi passivi, per investire in titoli esenti. La disciplina sul reddito di impresa prevedeva quindi un coefficiente di indeducibilità degli interessi passivi e delle spese generali, pari al rapporto tra ricavi tassati e ricavi complessivi:<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Il rapporto tra debito pubblico e PIL, pari in media al 56 per cento nel periodo 1973-1981 era cresciuto sino al 96,3 per cento nel 1985 (Sarcinelli, 1987).

<sup>45</sup> Al momento dell'introduzione dell'Irpeg il coefficiente di indeducibilità era

$$a = \frac{R_t + \frac{1}{2}R_v}{R_t + R_v + \frac{9}{10}R_{es} + R_{ee}}$$

(continua)

La tassazione effettiva dei titoli di Stato variava per ogni impresa e dipendeva dalla composizione del conto economico (rapporto tra ricavi tassati e redditi esenti, incidenza degli interessi passivi rispetto agli altri costi, esistenza di spese generali); i ricavi rimanevano comunque esenti per le imprese con interessi passivi e spese generali pari a zero (il caso più importante era rappresentato dalle imprese di assicurazione).

Grazie alla deducibilità, seppure parziale, degli interessi passivi, l'arbitraggio rimaneva possibile anche se i tassi attivi sui titoli di Stato<sup>46</sup>, acquistati soprattutto da banche e ICS, erano inferiori al costo dell'indebitamento<sup>47</sup>. Inoltre, per il meccanismo del credito d'imposta introdotto nel 1977 (cfr. *supra*, par. 3.2), considerando l'imposizione complessiva su socio e società, il socio realizzava profitti di arbitraggio ancora più facilmente della società<sup>48</sup>.

Le possibilità di arbitraggio, unite al ritorno a rendimenti reali positivi sui titoli di Stato, determinarono un incremento degli acquisti da parte delle imprese diverse da banche e ICS: le consistenze detenute da

---

nel quale  $R_t$  erano i ricavi tassati,  $R_v$  gli interessi su titoli – diversi dai titoli di Stato – sottoscritti prima della riforma (questi ricavi partecipavano all'imponibile Irpeg per metà, mentre erano del tutto esenti da Ilor),  $R_{es}$  i redditi da titoli di Stato,  $R_{ee}$  gli altri ricavi esenti. Sul punto, cfr.: Di Majo (1980); Di Majo *et al.* (1981); Di Majo e Franco (1987a). I titoli pubblici rimanevano comunque agevolati rispetto ad altri ricavi esenti poiché contribuivano al rapporto di indeducibilità non integralmente, ma solo per il 90 per cento; secondo Di Majo (1980) “si può pensare che la considerazione dei nove/decimi dei ricavi esenti tenda a mitigare forfettariamente l'onere derivante dal fatto che la parte del rendimento dei titoli pubblici realizzata attraverso i guadagni di capitale viene inclusa, come tutte le plusvalenze, nei ricavi tassati, limitando il vantaggio del possesso dei titoli esenti rispetto a quelli tassati”. Con la L. 626/1981 si decise di considerare l'intero importo dei titoli di Stato esenti nel coefficiente di indeducibilità, che fu modificato in

$$a = \frac{R_t + \frac{1}{2}R_v}{R_t + R_v + R_{es} + R_{ee}}$$

<sup>46</sup> L'arbitraggio poteva interessare anche altri titoli esenti, come, ad esempio, le obbligazioni emesse dagli ICS tra luglio 1980 e settembre 1982, e quelle emesse da altre imprese tra gennaio 1981 e settembre 1982.

<sup>47</sup> La condizione di arbitraggio era pari a  $r_{TS} - r_p(1 - ta^2)$ , dove  $r_{TS}$  erano i rendimenti attivi sui titoli di Stato,  $r_p$  il costo dei prestiti,  $t$  l'aliquota legale sui redditi societari,  $a$  il valore del coefficiente di deducibilità (Matteuzzi, 1985).

<sup>48</sup> Matteuzzi (1985) dimostra che nel periodo 1981-84 il socio poteva realizzare profitti da arbitraggio per qualsiasi valore del costo dell'indebitamento, del tasso di rendimento dei titoli pubblici e del coefficiente di deducibilità, purché la propria aliquota di tassazione fosse inferiore a quella della società.

queste ultime passarono dal 2,9 per cento del 1977 al 4,7 per cento del 1983 (Matteuzzi, 1985); la redditività dell'operazione è dimostrata dal fatto che nel periodo tra il 1981 e il 1984 l'arbitraggio fu sempre realizzabile qualora l'incidenza dei redditi esenti fosse inferiore al 30 per cento dei ricavi complessivi (Matteuzzi, 1985).

Agli arbitraggi descritti si rimediò con due distinti provvedimenti. Con il primo si introdusse nel 1983 la cosiddetta "maggiorazione di conguaglio", che assoggettava a imposta societaria gli utili esenti, qualora fossero distribuiti. Con il secondo, nel 1984 si stabilì che gli interessi passivi erano deducibili solo per la quota che eccedeva l'ammontare dei proventi esenti da obbligazioni pubbliche di nuova acquisizione: erano così annullati i profitti da arbitraggio (Piscitelli, 1986). Quest'ultima misura, "rozza ma necessaria", secondo la definizione del Ministro del Tesoro Gorla, poneva sulle banche la maggior parte dell'onere: dato che la raccolta delle aziende di credito avveniva a tassi inferiori alla remunerazione offerta dai titoli pubblici, gli interessi passivi indeducibili eccedevano il costo della raccolta necessaria ad acquistare titoli pubblici e si riferivano anche a fondi utilizzati per impieghi che generavano ricavi tassati.

I diversi interventi, anche se incisero sui profili di arbitraggio, non sciolsero il nodo principale: la tassazione media dell'impresa continuava a dipendere dalla composizione del proprio conto economico. Poiché i provvedimenti interessavano solo i titoli di nuova acquisizione, le aliquote *marginali* effettive sui proventi da titoli esenti di nuova emissione si avvicinarono progressivamente a quelle sui ricavi tassati, rendendo la scelta dei titoli da acquistare non più dipendente dalla variabile fiscale<sup>49</sup>. Di contro, fino al momento in cui non si è realizzata l'integrale sostituzione dei titoli esenti presenti in bilancio con titoli tassati, l'aliquota effettiva *media* ha continuato a dipendere dalla struttura del conto economico.

Sul mercato obbligazionario fino alla scomparsa dei titoli esenti i privati "specializzarono" i propri portafogli, detenendo titoli di questa specie e lasciando alle imprese il mercato delle obbligazioni tassate. La ragione di questa segmentazione si può trovare sia nella simultanea presenza sul mercato di investitori soggetti a diversi regimi tributari

<sup>49</sup> Di Majo e Franco (1987b) rilevarono come per un campione di banche il differenziale tra le imposizioni marginali sui titoli tassati ed esenti era passato da 8 punti percentuali nel 1975 a 1 punto percentuale nel 1985. L'aliquota marginale sui titoli di Stato, dovuta alla tassazione "obliqua", rimaneva comunque nulla per le imprese con interessi da titoli pubblici superiori agli interessi passivi; ciò accadeva soprattutto per le imprese di assicurazione.

(tassate le persone giuridiche, ovvero, in sostanza, le banche; esenti gli investitori privati), sia nell'esistenza di vincoli amministrativi per le banche all'acquisto di determinati titoli. L'operare congiunto delle due normative contribuiva a determinare equilibri dei tassi sui due mercati che dipendevano in buona parte dalla struttura dei bilanci delle aziende di credito; conseguentemente si determinavano scarti tra i rendimenti delle attività tassate e quelli dei titoli esenti che non erano sufficienti ad attrarre i privati sul mercato delle obbligazioni soggette ad imposta (Di Majo, 1980).

#### 4.2.2 *La tassazione dei titoli di Stato detenuti dai privati*

A metà degli anni ottanta, dunque, non si poteva parlare di completa esenzione dei titoli di Stato: più correttamente, erano esenti solo le obbligazioni pubbliche detenute dai privati<sup>50</sup>, pari a poco meno della metà del totale<sup>51</sup>. Nel 1986 il Governo decise di assoggettare a tassazione le obbligazioni pubbliche: il DL 556 del 19.9.1986 introdusse una ritenuta alla fonte del 6,25 per cento sui titoli emessi a partire dal 20 settembre 1986, prevedendo l'aumento della ritenuta al 12,5 per cento – aliquota di tassazione delle obbligazioni private (tavola storica in Appendice) – per i titoli emessi dopo il 20 settembre 1987<sup>52</sup>; la ritenuta era a titolo definitivo per le persone fisiche e le società di persone<sup>53</sup>, a titolo di acconto per le società di capitali. Il provvedimento non abrogava però integralmente l'esenzione sui titoli pubblici: continuavano a essere esenti le obbligazioni pubbliche emesse all'estero; questa distonia fu eliminata solo nel 1992.

Furono addotte diverse motivazioni alla decisione di tassare i titoli pubblici (Sarcinelli, 1987; Zatterin, 1989): la necessità di ottenere una maggiore neutralità tributaria nelle scelte allocative delle risorse finanziarie; la volontà di evitare che si generassero effetti imitativi, che

<sup>50</sup> Anche i titoli di Stato detenuti da fondi comuni di investimento non erano esenti da imposta, dato che sui fondi si applicava un prelievo patrimoniale, variabile tra lo 0,10 per cento e lo 0,25 per cento (cfr. *infra*).

<sup>51</sup> Sulla base dei conti finanziari riferiti al 1985 (Banca d'Italia, Relazione sul 1986, tav. aD36) il 47 per cento dei titoli pubblici era posseduto da famiglie, il 30 per cento da aziende di credito ed ICS, il 13 per cento dalla Banca d'Italia e il 7 per cento da altre imprese; i fondi comuni detenevano il 2 per cento dei titoli pubblici e il restante 1 per cento era posseduto da non residenti.

<sup>52</sup> L'aumento della ritenuta fu poi anticipato al 31 agosto 1987.

<sup>53</sup> La previsione di una ritenuta a titolo definitivo per le società di persone lasciò spazio a margini di arbitraggio: le società di persone, infatti, erano tassate a titolo definitivo sugli interessi, con aliquota del 12,5 per cento, ma deducevano gli interessi passivi dal reddito d'impresa, tassato per trasparenza in capo al socio. Il problema fu risolto solo alla fine del 1988 (D.L. 550/1988), assimilando le società di persone alle società di capitali (Matteuzzi, 1988).

sfociassero nella richiesta di regimi agevolativi per altri strumenti finanziari; l'intenzione di migliorare l'equità del sistema, anche attraverso effetti redistributivi dell'onere fiscale; l'urgenza di eliminare l'incertezza che gravava sui mercati, a causa delle voci di tassazione dei titoli di Stato, con conseguente aumento della volatilità dei corsi; la necessità di venire incontro alle richieste delle parti sociali; *last but not least*, la possibilità di eliminare una delle principali distorsioni insite nel sistema tributario italiano, ponendo le basi per una revisione dell'intera disciplina della tassazione delle attività finanziarie.

Il dibattito si incentrò soprattutto sugli effetti che la misura avrebbe potuto avere sul gettito *netto* dell'Erario; ovvero, se le maggiori entrate derivanti dall'applicazione della ritenuta sarebbero state superiori alla maggiore spesa per interessi sostenuta dal Tesoro per garantire ai sottoscrittori rendimenti netti invariati. Si trattava, in altri termini, della possibilità che il provvedimento si risolvesse in una "partita di giro" per lo Stato, secondo la definizione che Einaudi (1913) aveva adottato all'inizio del Novecento per analizzare l'introduzione di un'imposta sui titoli del debito pubblico: in assenza di illusione finanziaria, i sottoscrittori sarebbero stati influenzati unicamente dall'interesse netto ricavabile dall'investimento in titoli di Stato, così da richiedere un aumento dell'interesse lordo pari all'imposta dovuta; l'aumento di gettito per l'Erario quindi sarebbe risultato esattamente pari alla maggiore spesa per interessi pagata dal Tesoro.

Le conclusioni di Einaudi valevano però solo se tutti gli interessi sui titoli di Stato fossero stati assoggettati a un'unica aliquota di imposta, uguale per tutti i sottoscrittori: in Italia, invece, convivevano diverse modalità di tassazione dei titoli pubblici, che variavano a seconda del detentore del titolo.

L'introduzione della ritenuta sui proventi percepiti dalle persone fisiche comportò una redistribuzione a favore delle società dell'onere fiscale complessivo sui titoli pubblici; più correttamente, si attenuò il vantaggio per le persone fisiche implicito nell'esenzione dei titoli di Stato.

Le analisi svolte al momento della modifica del regime di tassazione evidenziarono come il pericolo di una "partita di giro" fosse abbastanza remoto (Bernareggi, 1986; Bernareggi, 1987; Denicolò, 1987; Spaventa, 1987; Frasca e Paladini, 1988). La traslazione completa "all'indietro", sul debitore, dell'imposta dipendeva sia dalla composizione della domanda tra sottoscrittori tassati con ritenuta definitiva alla fonte (le persone fisiche) e

sottoscrittori tassati in base al bilancio (le società), sia dall'elasticità della domanda dei due gruppi. In particolare, la "partita di giro" si sarebbe verificata nei seguenti casi: a) titoli detenuti unicamente da persone fisiche; b) elasticità della domanda delle persone giuridiche nulla; c) elasticità della domanda delle persone fisiche infinita. In generale, la variazione del tasso di interesse dovuta all'introduzione dell'imposta dipendeva sia dal rapporto tra le elasticità della domanda dei due gruppi di sottoscrittori, sia dalla ripartizione della domanda tra i due gruppi<sup>54</sup>. Sulla base dei valori assunti da queste due variabili a metà anni ottanta, si arrivava alla conclusione che un aumento dell'onere netto per il Tesoro – pari alla somma algebrica di maggiori oneri per interessi passivi, maggiori entrate da persone fisiche e variazione nel gettito dell'Irpeg sulle società – sarebbe stato alquanto improbabile<sup>55</sup> (Spaventa, 1987).

Altri studi (Bernareggi, 1995) evidenziarono come, in analisi di equilibrio parziale – che tenessero conto cioè degli effetti dell'introduzione dell'imposta solo sul mercato dei titoli di Stato – il Tesoro poteva ottenere un gettito netto positivo solo tassando con aliquota maggiore l'insieme di sottoscrittori caratterizzato dall'elasticità inferiore; in caso contrario, il gettito netto sarebbe risultato negativo.

Le conclusioni descritte, ottenute attraverso approcci di statica comparata, erano basate sull'ipotesi che si fosse raggiunta una situazione "a regime". La valutazione degli effetti dinamici dell'introduzione dell'imposta nel periodo transitorio, nel quale coesistono più regimi fiscali, si è mostrata più complessa, in quanto si dovevano considerare anche gli effetti di capitalizzazione dell'imposta che si verificavano nel passaggio da un sistema all'altro; in ogni caso, si perveniva alla conclusione che la traslazione dell'imposta fosse sempre parziale (Di Majo e Franco, 1987a; Franco e Sartor, 1988).

<sup>54</sup> Denicolò (1987) dimostra che l'equilibrio sul mercato (e, di conseguenza, gli effetti sull'onere netto per il Tesoro) dipende, oltre che dalle elasticità delle curve di domanda, anche dal rapporto tra i complementi ad uno delle aliquote d'imposta sui titoli di Stato vigenti per i due insiemi di sottoscrittori.

<sup>55</sup> A conclusioni opposte arrivarono le analisi di equilibrio generale, che tenevano conto anche del comportamento delle banche: in particolare, ipotizzando che (a) il mercato bancario fosse di tipo oligopolistico, (b) la domanda di titoli delle banche fosse rigida, e che (c) i tassi di interesse sui prestiti e sui depositi fossero fissati in base ad un *mark-up* sul tasso lordo dei BOT, si arrivava a ottenere alte probabilità che si determinasse una "partita di raggio" per lo Stato (Sylos Labini, 1989).

#### 4.2.3 Il mercato dei titoli obbligazionari: gli effetti della tassazione dei titoli

Le modifiche che si sono succedute nel trattamento fiscale dei titoli hanno determinato diversi effetti sui mercati dei capitali.

Gli interventi realizzati durante gli anni ottanta, fino alla piena tassazione dei titoli pubblici, hanno cercato di ridurre le segmentazioni segnalate in precedenza (cfr. *supra*, par. 4.2.1) per aumentare l'efficienza dei mercati (Ceriani *et al.*, 1992a). Le modalità tecniche di applicazione delle modifiche tributarie, però, hanno contribuito a determinare nuove segmentazioni.

Per ciò che riguarda più specificamente i titoli di Stato, infatti, i diversi provvedimenti che hanno interessato le società hanno condotto a un progressivo “congelamento” degli attivi; le normative transitorie, infatti, hanno spesso previsto un trattamento più favorevole per i titoli già in portafoglio o emessi prima della modifica della legislazione tributaria<sup>56</sup>: conseguentemente, i possessori dei titoli hanno preferito detenerli sino a scadenza per non perdere le agevolazioni fiscali.

Un'analisi della composizione dei sottoscrittori dei titoli di Stato nel periodo 1975-1987 evidenzia solo in parte mutamenti connessi con le modifiche della disciplina fiscale (cfr. tav. 9). In particolare, si può osservare un incremento della quota detenuta da imprese nel periodo (1981-84) in cui erano possibili profitti da arbitraggio. D'altra parte, a seguito dell'introduzione dei provvedimenti antielusivi, le banche hanno ridotto la quota di titoli di Stato, così come previsto anche dalle analisi microeconomiche (Di Majo *et al.*, 1981; Di Majo e Franco, 1987b). Non sono viceversa ravvisabili effetti di disaffezione da parte dei risparmiatori privati a seguito dell'introduzione della ritenuta sui titoli di Stato.

<sup>56</sup> Possono essere ricordati diversi esempi di trattamento più favorevole per i titoli di Stato già in portafoglio o emessi prima della modifica della legislazione tributaria: a) i titoli emessi prima della riforma del 1974 godevano di una tassazione Ilor ridotta; b) non tutti gli interessi esenti comportavano l'ineducibilità di un pari ammontare degli interessi passivi, ma solo quelli percepiti su titoli acquistati dopo l'entrata in vigore, nel 1984, della disposizione antielusiva; c) i titoli pubblici emessi prima del 1986 rimasero esenti fino alla scadenza.

**Tav. 9**

**Titoli di Stato: ripartizione percentuale  
delle consistenze tra i detentori**

Detentori anno	Famiglie	Imprese	BI - UIC	Banche	ICS	Fondi comuni	Eestero	Altri
1974	8	1	49	4%	1	0	0	1
1975	8	0	53	35	2	0	0	2
1976	11	1	57	27	1	0	0	2
1977	13	2	39	42	2	0	0	2
1978	18	2	32	44	2	0	0	2
1979	24	3	24	44	2	0	0	2
1980	31	3	20	42	2	0	0	2
1981	38	4	19	34	2	0	0	2
1982	37	4	16	37	4	0	0	2
1983	42	4	13	36	4	0	0	2
1984	47	5	11	31	4	0	0	2
1985	47	5	13	26	4	2	1	2
1986	46	6	12	23	3	6	1	3
1987	51	6	10	21	2	5	1	3

Fonte: elaborazione sulla base dei conti finanziari, Banca d'Italia, Relazione annuale, 1975-1988.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

## **5. Le riforme degli anni novanta**

Nei primi anni novanta proseguì la “rincorsa dell’innovazione” da parte del legislatore fiscale, che, come già rilevato, era stata uno dei *leit motiv* degli interventi normativi degli anni ottanta. Allo stesso tempo, il verificarsi di circostanze nuove, quali la liberalizzazione dei movimenti di

capitale<sup>57</sup> e le innovazioni tecnologiche nei settori delle comunicazioni e dell'informatica, rese sempre più arduo sia per il legislatore fiscale sia per le autorità di Vigilanza intervenire sul mercato con la finalità di indirizzare le scelte di allocazione del risparmio o di finanziamento degli investimenti. L'accesso ai mercati finanziari esteri offriva agli investitori residenti nuove e più ampie possibilità di diversificazione dei portafogli, che furono sfruttate appieno: tra il 1990 e il 2001 le passività finanziarie emesse da non residenti nel portafoglio degli italiani passarono dal 7 al 16 per cento del totale delle passività di residenti e non residenti (De Bonis, 2006)<sup>58</sup>. Tra le determinanti dell'attrattiva dell'investimento estero, importanza non trascurabile aveva anche la possibilità di porre in essere transazioni penalizzate sul mercato interno da una normativa fiscale o regolamentare particolarmente stringente. Sul piano fiscale, la diffusione degli investimenti in attività finanziarie estere rese necessaria – in assenza di presidi di altra natura – l'introduzione di un sistema di "monitoraggio fiscale" delle relative transazioni (cfr. *infra*), ai fini dell'accertamento e della tassazione dei redditi.

Nel decennio, il tratto dominante dell'evoluzione normativa in campo tributario fu quindi il deciso abbandono degli obiettivi di indirizzo delle scelte di allocazione del risparmio: sotto la pressione delle istanze interne di incremento del gettito e di quelle internazionali di concorrenza fra ordinamenti, derivanti dal venir meno dei vincoli ai movimenti di capitali e dalla crescente integrazione delle economie, gli obiettivi di fondo della tassazione delle attività finanziarie divennero sempre più quelli della neutralità del prelievo e dell'efficienza dei mercati.

D'altra parte, ben presto le autorità si resero conto delle opportunità offerte dai mercati internazionali, comprendendo come, a certe condizioni,

<sup>57</sup> La direttiva n. 88/361 del 24 giugno 1988 prevedeva l'eliminazione di tutte le restrizioni valutarie nei paesi della Comunità dal 1° luglio 1990. In Italia, il processo di liberalizzazione valutaria era iniziato già nel 1987, con il cosiddetto "decreto Sarcinelli" (DM. 13 maggio 1987), che aboliva l'obbligo di costituire in deposito infruttifero un importo pari al 50 per cento del valore degli investimenti in attività estere, e fu portato a compimento con il decreto del Ministro per il Commercio con l'estero e del Ministro per il Tesoro del 27 aprile 1990 e la successiva comunicazione dell'Ufficio italiano dei cambi del 2 maggio dello stesso anno. Con tali provvedimenti fu abolito il monopolio dei cambi e attribuita ai residenti la facoltà di detenere in Italia e all'estero, sotto qualsiasi forma, valute estere, titoli ed altri valori mobiliari esteri, senza più obbligo di cederli o depositarli presso il sistema delle "banche abilitate". Fu inoltre abolito l'obbligo di canalizzare tutte le transazioni di rilevanza valutaria attraverso il sistema bancario.

<sup>58</sup> Gli effetti della liberalizzazione valutaria furono avvertiti già nel primo anno di piena vigenza del nuovo regime: nel 1991 le acquisizioni nette di attività finanziarie estere da parte delle famiglie si approssimarono a 16.000 miliardi di lire, con una crescita sull'anno precedente di circa quattro volte (Banca d'Italia, Relazione annuale sul 1991).

il collocamento di crescenti quantità di titoli pubblici presso investitori non residenti avrebbe potuto ridurre notevolmente il costo del debito (cfr. *infra*, par. 5.4.1). Fu intrapresa con decisione la riduzione degli ostacoli amministrativi e dei costi di transazione nei confronti degli investitori esteri; contestualmente furono adottati presidi contro il possibile l'utilizzo del canale estero da parte di residenti per finalità di mera elusione fiscale (la cosiddetta “estero-vestizione” del risparmio).

Nel perseguimento degli obiettivi indicati, furono gradualmente eliminati i regimi di agevolazione o di esenzione che determinavano segmentazioni di mercato e consentivano arbitraggi con finalità di elusione fiscale. Vennero via via ricondotte a tassazione le nuove tipologie di strumenti finanziari, fino ad arrivare, con la riforma “Visco”, all'introduzione dal luglio 1998 di un sistema di tassazione onnicomprensivo, che si estende a tutti i redditi finanziari conseguiti da persone fisiche, incluse le plusvalenze. Il numero delle aliquote fu progressivamente ridotto, fino agli attuali due livelli del 27 per cento e 12,5 per cento, stabiliti dalla stessa riforma “Visco”. Il sistema di prelievo venne razionalizzato, riducendo il più possibile le ritenute alla fonte a titolo d'acconto per le imprese, in modo da evitare gli oneri finanziari connessi con la formazione dei crediti di imposta, e introducendo regimi di esenzione generalizzati per gli investitori non residenti, in modo da sostenere la concorrenza di altri ordinamenti nell'attrazione di capitali esteri (Giannini e Guerra, 2000).

#### 5.1 *I primi anni novanta: innovazione finanziaria e liberalizzazione valutaria*

Nei primi anni novanta continuò l'innovazione finanziaria di prodotto. Uno degli esempi più significativi è rappresentato dalle operazioni di pronti contro termine (di seguito, P/T), in lire e in valuta, che conobbero un particolare sviluppo dal 1991. Anche se l'iniziale utilizzo di tali operazioni fu legato all'abolizione del vincolo di riserva obbligatoria nel maggio 1991, il forte incremento registrato nel biennio 1991-92 fu stimolato principalmente dalla circostanza che i proventi dei P/T non erano tassati per le persone fisiche, essendo inquadrabili come plusvalenze su titoli obbligazionari. Circa l'80 per cento delle operazioni ebbe infatti come controparte il settore delle famiglie. La rilevanza dei P/T si ridusse in misura significativa alla fine del 1992, a seguito dell'inclusione dei proventi fra i redditi di capitale e l'introduzione di una ritenuta alla fonte del 12,5 per cento sugli stessi. Negli anni seguenti, tuttavia, le cessioni

temporanee di titoli (in genere, a tre mesi) tornarono a rappresentare una componente significativa della raccolta bancaria. Sebbene ridotta rispetto ai livelli del periodo 1991-92, la quota di operazioni effettuate con le famiglie rimase consistente, anche in relazione alla minore ritenuta fiscale (12,5 per cento) applicata sui proventi rispetto a quella prevista per le altre operazioni di raccolta a breve termine, quali i depositi (30 per cento)<sup>59</sup>.

Sul fronte delle nuove opportunità offerte a emittenti e investitori dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale, nei primi anni novanta assunsero una certa consistenza i titoli obbligazionari collocati sul mercato delle eurovalute e, in particolare, dell'eurolira. Per gli emittenti, l'assenza di prelievi fiscali sugli interessi – che caratterizzava il mercato delle euroemissioni accanto al completo anonimato dei sottoscrittori – rendeva possibile una riduzione significativa del costo della raccolta. Questa opportunità fu colta dal Tesoro italiano, che se ne avvalse collocando quote crescenti di debito pubblico presso soggetti non residenti (cfr. *infra*, par. 5.2). Per gli investitori italiani, i titoli emessi sull'euromercato offrivano nuove possibilità di diversificazione. In particolare, il mercato dell'eurolira – aperto nel 1984, ma sviluppatosi soprattutto a seguito dei provvedimenti di liberalizzazione valutaria – permetteva, tra l'altro, la sottoscrizione di titoli emessi all'estero dallo Stato e da alcuni enti sovranazionali senza rischio di cambio e in regime di esenzione fiscale<sup>60</sup>. L'interesse degli investitori residenti per i titoli emessi sul mercato dell'eurolira (e per le euroemissioni in genere) diminuì nel 1992, a seguito dell'introduzione di una ritenuta "d'ingresso" uniforme del 12,5 per cento sui proventi dei titoli emessi all'estero<sup>61</sup>. L'intervento era volto principalmente ad allineare il regime fiscale dei titoli di Stato emessi sul mercato domestico ed estero per gli investitori residenti, eliminando per questi ultimi la possibilità di sottoscrivere titoli di Stato in regime di esenzione fiscale; si determinò un ridimensionamento delle emissioni nette di euro-obbligazioni in lire (sottoscritte principalmente da residenti), che dai 12.300 miliardi di lire del

<sup>59</sup> Alla fine del 1996 quasi il 67 per cento delle cessioni temporanee in lire alla clientela aveva come controparte famiglie consumatrici (Banca d'Italia, Relazione annuale sul 1996).

<sup>60</sup> Fino al 1992 erano esenti da ritenuta i titoli di Stato emessi all'estero, quelli collocati sul mercato internazionale da alcuni enti pubblici italiani (Ferrovie dello Stato, Enel, Anas, Crediop) nonché i titoli di alcuni emittenti sovranazionali (Banca Mondiale, BEI, Ceca, Euratom). Le obbligazioni collocate da imprese private, italiane o estere, erano invece soggette ad una ritenuta "d'ingresso" del 30 per cento nei confronti di residenti italiani, applicata dalla banca italiana che interveniva nella riscossione dei proventi.

<sup>61</sup> Nell'occasione la misura della ritenuta sui titoli emessi all'estero dalle imprese private fu ridotta dal 30 per cento al 12,5 per cento.

1991 passarono in quell'anno a 9.100 miliardi (Banca d'Italia, Relazione sul 1992).

Un altro effetto della liberalizzazione dei movimenti di capitale fu il venir meno della possibilità di utilizzare l'ordinamento valutario ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi finanziari di fonte estera. In mancanza di altri strumenti di controllo dei trasferimenti di capitale da e per l'estero, per i soggetti diversi dalle imprese, non tenuti a specifici obblighi contabili, si rese necessario introdurre un sistema di rilevazione per fini fiscali delle transazioni finanziarie con l'estero, ai fini dell'accertamento e della tassazione dei relativi redditi. Nel 1990 fu quindi introdotta una disciplina, detta di "monitoraggio fiscale", che impose obblighi di rilevazione e segnalazione al fisco dei trasferimenti da e per l'estero di denaro e strumenti finanziari effettuati da persone fisiche.

Così come i sistemi analoghi adottati in altri ordinamenti, nel tempo tale disciplina si è rivelata non del tutto efficace: l'inclusione di attività estere nei portafogli dei risparmiatori ha sempre tenuto conto delle scarse possibilità di accertamento dei redditi esteri da parte del fisco che, accompagnandosi ai regimi di esenzione da prelievi alla fonte nei paesi di residenza degli emittenti, hanno determinato un onere fiscale molto contenuto.

## 5.2 *Dalle ritenute alla fonte all'imposta sostitutiva: il decreto legislativo n. 239/1996.*

All'inizio degli anni novanta lo Stato, in qualità di emittente, si trovò a dover fronteggiare cambiamenti radicali (Giovannini, 1997; Scarpelli, 2001). Con la liberalizzazione dei movimenti di capitale il mercato finanziario italiano si apriva: diveniva possibile per i risparmiatori e gli intermediari residenti, almeno in via teorica, investire all'estero. Ciò significava, tra l'altro, che il costo del debito dipendeva sempre più dai mercati internazionali: lo Stato – che fino agli anni ottanta si era comportato prevalentemente come un soggetto *price-maker* – diveniva *price-taker*. E questo nello stesso momento in cui il debito esplodeva, sino a superare nel 1991 il 100 per cento del PIL. La crisi valutaria del 1992 rese la gestione del debito pubblico ancora più difficile, con lo *spread* tra i rendimenti del BUND e del BTP che superò i 700 *basis points*.

Al fine di minimizzare il costo del debito si cercò di aumentare la liquidità dei titoli di Stato.

Il primo intervento fu la creazione di un mercato secondario dei titoli pubblici nel 1988. Su tale mercato tuttavia sussistevano segmentazioni, dovute alle differenziazioni nella fiscalità (cfr. *supra*, par. 4.2 e 4.3): la disomogeneità di trattamento fiscale tra i vari operatori e tra i vari titoli comportava la frammentazione del mercato sia tra soggetti, sia tra strumenti<sup>62</sup>. Per quanto riguarda i primi, sul mercato erano presenti sia soggetti residenti tassati “a bilancio” (banche e altre società, che recuperavano la ritenuta, effettuata a titolo di acconto, solo in sede di dichiarazione annuale), sia soggetti non residenti (che potevano chiedere il rimborso della ritenuta), sia risparmiatori tassati con ritenuta alla fonte a titolo definitivo (privati e fondi comuni). Inoltre, le banche e le società erano tassate anche sugli eventuali *capital gains* ottenuti sul *trading* dei titoli, mentre i privati erano esenti da imposte su plusvalenze. Per quanto riguarda gli strumenti, poi, coesistevano sul mercato secondario titoli esenti e titoli tassati.

Le diverse caratteristiche fiscali comportavano difficoltà nella valutazione dei titoli. I rendimenti effettivi osservati sul mercato secondario convergevano a volte sui rendimenti teorici netti, a volte sui rendimenti teorici lordi, a seconda di quale operatore “marginale” prevalesse sul mercato: per ogni operatore e per ogni strumento si rilevavano infatti aliquote fiscali effettive diverse, con possibilità di arbitraggio (Di Majo, 1980; Penati, 1993; Codogno e Zorzi, 1996; Marseglia e Rizzo, 1997). Le frammentazioni fra titoli e operatori e le divergenze nella valutazione dei titoli diminuivano lo spessore, la liquidità e, in sintesi, l'efficienza del mercato.

L'esistenza di una ritenuta alla fonte rendeva poi difficoltoso lo sviluppo di prodotti finanziari innovativi quali il prestito titoli (Consiglio di Borsa, 1996) e il “*coupon stripping*”, che avrebbero potuto assicurare maggiore liquidità al mercato secondario (Caleffi e Pecchi, 1995).

La scarsa liquidità del mercato dei titoli di Stato era dovuta anche alla composizione della domanda. In particolare veniva evidenziata la scarsa presenza, tra i sottoscrittori dei titoli pubblici, dei non residenti<sup>63</sup>, che all'inizio degli anni novanta detenevano il 5,6 per cento dei titoli di

<sup>62</sup> Un altro motivo di frammentazione del mercato (e, quindi, di scarsa liquidità) era la mancanza di standardizzazione dei titoli in circolazione.

<sup>63</sup> La scarsità di una domanda di titoli dall'estero non significa che obbligazioni pubbliche italiane fossero assenti dai mercati esteri. Come si è visto *supra*, infatti, il Tesoro ha iniziato ad emettere titoli sull'euromercato nel 1984, divenendone presto uno dei principali *players*.

Stato (Scarpelli, 2001). Analisi delle scelte di portafoglio degli investitori esteri evidenziavano come la quota di titoli pubblici italiani fosse sottorappresentata, rispetto ai profili di rischio e rendimento di questa *asset-class*: la composizione effettiva dei portafogli degli investitori internazionali non rispecchiava, a discapito dei titoli di Stato italiani, le indicazioni provenienti da modelli basati sul CAPM (Drudi e Majnoni, 1993).

La variabile fiscale fu da subito individuata fra le determinanti di questa situazione: in particolare, più che il livello di imposizione, rilevavano le modalità di tassazione dei non residenti (cfr. *infra*, par. 5.2.1). Gli interessi percepiti da non residenti erano soggetti a ritenuta del 12,5 per cento; la ritenuta era poi rimborsata sulla base dei trattati contro le doppie imposizioni, ma l'inefficienza delle procedure amministrative, anche se velocizzate dal 1994, rendeva incerta e onerosa la restituzione del maggior onere fiscale, tanto che solo un terzo dei non residenti chiedeva il rimborso (Penati e Alworth, 1995). Dato che quest'ultimo avveniva 30-45 giorni dopo la scadenza della cedola, il ritardo medio nel rimborso della ritenuta subita dagli investitori era pari a circa quattro mesi (Caleffi e Pecchi, 1995).

Gli ostacoli richiamati si riflettevano anche sul costo del debito. I costi finanziari connessi con la procedura di rimborso si traducevano in un incremento dello *spread* richiesto sulle obbligazioni italiane. Dalle stime condotte in quel periodo emergeva che “fino a 100 punti base di rendimento sulle obbligazioni del Tesoro italiano” potevano dipendere dalla modalità di applicazione e rimborso della ritenuta (Giovannini e Piga, 1993)<sup>64</sup>.

In altri termini, oltre a un premio per il rischio di cambio e uno per il rischio di *default*, i non residenti chiedevano un ulteriore *spread* per coprire i costi connessi con l'*an* e il *quantum* del rimborso della ritenuta. La rilevanza del problema era tale da indurre alcuni intermediari a proporre contratti che “coprissero” una quota del rischio connesso con il mancato rimborso del prelievo (Favero *et al.*, 1996).

Le analisi, anche se condotte con metodologie differenti, concludevano univocamente che un intervento sulla ritenuta effettuata ai

<sup>64</sup> Stime della componente fiscale dello *spread* richiesto sui titoli pubblici italiani sono effettuate anche da Codogno e Zorzi (1996), e Favero *et al.* (1996).

non residenti avrebbe contribuito ad attrarre investitori esteri sul mercato e a ridurre i rendimenti.

### 5.2.1 L'evoluzione normativa

Il principale limite del sistema delle ritenute alla fonte adottato per la tassazione dei redditi finanziari, in particolare degli interessi, con la riforma dei primi anni settanta, era rappresentato dal fatto che il prelievo, essendo applicato dall'emittente, colpiva indistintamente tutti i percettori, indipendentemente dalla natura degli stessi. Nell'organizzazione dei mercati finanziari molto spesso tra emittenti e sottoscrittori si interponeva un numero più o meno elevato di intermediari. Dal momento che l'emittente non conosceva, nella maggior parte dei casi, il beneficiario effettivo degli interessi o di altri proventi erogati, non era possibile prevedere modalità di tassazione differenziate in funzione del percettore.

Per le imprese, per le quali il prelievo alla fonte costituiva un acconto delle imposte sul reddito, il meccanismo delle ritenute poteva determinare – soprattutto se di ammontare rilevante, come nel caso delle banche – l'accumularsi di crediti di imposta, con effetti significativi in termini di oneri finanziari e conseguenti modifiche nelle strutture di bilancio (cfr. *infra*, par. 5.2.3). Le ritenute alla fonte rappresentavano un ostacolo significativo soprattutto rispetto al collocamento di strumenti finanziari italiani, in particolare titoli pubblici, presso gli investitori non residenti. Sebbene, infatti, tali investitori avessero spesso diritto al rimborso della ritenuta ai sensi delle convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dall'Italia con i rispettivi paesi di residenza, le difficoltà amministrative connesse con l'accertamento del periodo di possesso effettivo e della residenza e i tempi lunghi di rimborso scoraggiavano le richieste, rendendo spesso il prelievo un onere definitivo, con effetti negativi sulla domanda estera di titoli (Giovannini, 1996).

Nel 1991 si introdusse una **procedura manuale** per il rimborso delle ritenute sui titoli di Stato, con apposita modulistica, che consentì di superare le difficoltà di tipo documentale. Tuttavia, a causa della ricorrente carenza di fondi e dell'assenza di strutture dedicate nell'Amministrazione finanziaria permaneva un ritardo significativo nei tempi di rimborso (almeno cinque anni). Nel 1994 fu quindi implementata – sempre per i soli titoli di Stato – una **procedura automatizzata**, che consentì di ridurre notevolmente i tempi di restituzione delle somme, a circa 30-45 giorni dal pagamento degli interessi.

In ogni caso le procedure descritte operavano solo nei confronti degli investitori residenti in paesi con i quali l'Italia avesse stipulato una convenzione contro le doppie imposizioni che prevedesse l'azzeramento o la riduzione della ritenuta sui proventi dei titoli pubblici. Questa condizione si verificava per quasi tutti i paesi UE, mentre risultavano svantaggiati gli investitori residenti in alcuni importanti Stati extra-UE, per i quali la disciplina convenzionale non consentiva alcun rimborso, come gli Stati Uniti (ritenuta convenzionale: 15 per cento), o un rimborso molto contenuto, come il Giappone (ritenuta convenzionale: 10 per cento).

Un deciso cambiamento di rotta si ebbe con l'entrata in vigore, dal 1° gennaio 1997, del decreto legislativo n. 239/1996. In luogo della ritenuta alla fonte applicata dagli emittenti, il decreto introdusse un'imposta sostitutiva del 12,5 per cento sui proventi dei titoli pubblici e delle obbligazioni emesse dai cosiddetti "grandi emittenti" (banche, società quotate ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni); il prelievo era effettuato dalle banche o da altri intermediari finanziari all'atto dell'erogazione dei proventi o del trasferimento dei titoli. L'applicazione del prelievo da parte dell'intermediario a diretto contatto con i beneficiari effettivi consentì di differenziare il regime fiscale dei proventi in base alla natura del percettore: persone fisiche, imprese, soggetti non residenti. Per le prime, l'imposta sostitutiva continuò sostanzialmente a rappresentare un prelievo definitivo, analogamente alla ritenuta alla fonte applicata in precedenza<sup>65</sup>. Per le società fu eliminato il prelievo alla fonte, permettendo così di rimuovere una delle cause della formazione di crediti d'imposta (cfr. *infra*, par. 5.2.3). Si passò quindi da un regime in cui l'emittente applicava la ritenuta indistintamente a tutti i percettori a un sistema nel quale l'intermediario prelevava l'imposta sostitutiva solo su alcuni percettori; ciò era reso possibile dal fatto che l'intermediario, nella veste di *paying agent* a diretto contatto con il percettore, era in possesso di informazioni sulle caratteristiche fiscali del beneficiario effettivo. Il sistema del *paying agent* ha conosciuto una crescente diffusione anche in altri paesi ed è stato infine adottato in sede internazionale: la Direttiva UE sulla tassazione del risparmio, infatti, prevede che la ritenuta sugli interessi percepiti da non residenti sia effettuata proprio dagli intermediari incaricati del pagamento, sulla base della natura del percettore<sup>66</sup>.

<sup>65</sup> Per i proventi conseguiti da una persona fisica nell'esercizio di impresa, l'imposta sostitutiva rappresentava un acconto dell'imposta personale sul reddito.

<sup>66</sup> Anche nell'ordinamento italiano il sistema dell'agente pagatore – introdotto con il decreto legislativo n. 239/1996 – non era del tutto sconosciuto. L'imposta sostitutiva ex d.lgs. n. 239/1996 (continua)

L'aspetto forse più significativo del provvedimento fu però l'introduzione di un regime di esenzione per tutti gli investitori esteri, con la sola eccezione di quelli residenti in paradisi fiscali o in paesi con i quali l'Italia non avesse stipulato una convenzione contro le doppie imposizioni che consentisse lo scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali. A differenza delle procedure di rimborso dei primi anni novanta, l'esenzione si applicava anche quando non contemplata espressamente dalla convenzione; erano previsti soltanto specifici requisiti documentali<sup>67</sup>. Come era avvenuto per altri paesi che in precedenza avevano introdotto analoghi regimi di esenzione, e come si vedrà meglio nel paragrafo seguente, la modifica contribuì in misura significativa al collocamento di quote crescenti delle nuove emissioni di titoli pubblici presso investitori non residenti, permettendo una sensibile riduzione del costo del debito.

Il decreto n. 239/1996 segnò un passaggio importante anche sotto il profilo delle modalità di accertamento e controllo dei redditi finanziari, dando inizio a un processo di "canalizzazione" del risparmio verso gli intermediari, ai quali venne attribuito un ruolo centrale nella gestione degli adempimenti fiscali. L'applicazione dell'imposta sostitutiva e dei connessi regimi di esonero (per le imprese) o di esenzione (per i non residenti) fu infatti subordinata al deposito dei titoli presso una banca o un altro degli intermediari finanziari residenti, designati dal fisco quali "incaricati del

---

non costituiva, infatti, il primo esempio di prelievo applicato a cura degli intermediari in luogo dell'emittente. Per i redditi di capitale di fonte estera sin dalla riforma del 1973 era stata introdotta la cosiddetta "ritenuta d'ingresso", un prelievo applicato a cura degli intermediari residenti che intervenivano nell'incasso dei proventi. Tuttavia, a differenza del sistema adottato nel 1996, era applicata nei confronti di tutti i percettori, senza distinzione alcuna tra le persone fisiche, per le quali costituiva un prelievo definitivo, e le imprese, per le quali si trattava invece di un mero acconto dell'imposta sul reddito (Ancidoni *et al.*, 1987; Capomassi *et al.*, 1989). Ancora prima, la legge n. 1745/1962 aveva introdotto l'obbligo, per le banche che intervenissero nel pagamento di dividendi di fonte estera, di effettuare su tali redditi un prelievo del 15 per cento a titolo d'acconto.

<sup>67</sup> Per poter beneficiare dell'esenzione, i soggetti non residenti erano tenuti a fornire al fisco (per il tramite degli intermediari) i propri dati identificativi, unitamente ad un certificato di residenza, con validità annuale, rilasciato dall'autorità fiscale del proprio paese di origine. Nel corso degli ultimi anni, i requisiti sostanziali e documentali per l'esenzione dei non residenti sono stati gradualmente ridotti, ampliando la platea dei soggetti interessati. In particolare, nel 1997 l'esenzione è stata riconosciuta agli enti sovranazionali. Dal 2001 è stata estesa alle banche centrali dei paesi con i quali non fossero in vigore convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni. Dal 1° gennaio 2002 hanno avuto accesso diretto al regime di esenzione tutti gli investitori istituzionali esteri, anche privi di un'autonoma soggettività tributaria (ad esempio, i fondi pensione), purché costituiti in paesi, diversi dai paradisi fiscali, che consentissero un adeguato scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali. Dal 2004 una ulteriore semplificazione ha eliminato per tutte le categorie di investitori la condizione della residenza in un paese diverso dai paradisi fiscali, lasciando come unico requisito quello della residenza in un paese che consenta un adeguato scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali.

versamento” dell’imposta e degli altri adempimenti<sup>68</sup>. L’intervento degli intermediari consentì di applicare il prelievo sulla sola quota di proventi maturata nell’effettivo periodo di possesso da parte del beneficiario anziché sull’intera cedola. Inoltre, al fine di prevenire potenziali fenomeni di “esterovestizione” da parte di residenti, fu introdotto a carico degli intermediari l’obbligo di effettuare in via telematica segnalazioni nominative periodiche all’Amministrazione finanziaria per i proventi erogati a soggetti non residenti in regime di esenzione.

### 5.2.2 *Gli effetti sul mercato dei titoli pubblici*

La riforma introdotta con il d.lgs. 239/1996 intervenne con successo sui problemi evidenziati in precedenza.

Le contrattazioni sul mercato secondario non si svolsero più “al netto”, ma “al lordo”, con maggiore trasparenza e maggiore confrontabilità dei rendimenti dei vari titoli<sup>69</sup>.

Fu eliminato un vincolo (la ritenuta) all’innovazione finanziaria, permettendo, tra l’altro, la creazione del mercato del *coupon stripping* dei BTP, avviato a metà del 1998.

Con riferimento allo *spread*, una riduzione si ebbe già al momento dell’annuncio della riforma: i *rumors* su una riforma allo studio contribuirono, a maggio 1995, a far scendere il differenziale BTP-BUND sotto i 600 punti base, sui quali si era attestato a fine 1994 (Flaminio, 1995). Anche l’iter parlamentare influì sulle aspettative degli operatori e, conseguentemente, sull’ampiezza del premio “fiscale”: a dicembre 1995, lo *spread* si ridusse di altri 20 punti base, grazie all’approvazione di un emendamento che estendeva l’esenzione non solo ai soggetti esteri residenti in paesi che già prevedevano una ritenuta sugli interessi pari a zero, ma anche a quelli di altri paesi (come USA e Giappone) diversi dai “paradisi fiscali” (Olivieri, 1995).

Anche la domanda da parte dei non residenti seguì l’evolversi della normativa. Un’analisi può essere condotta sulla base dei conti finanziari,

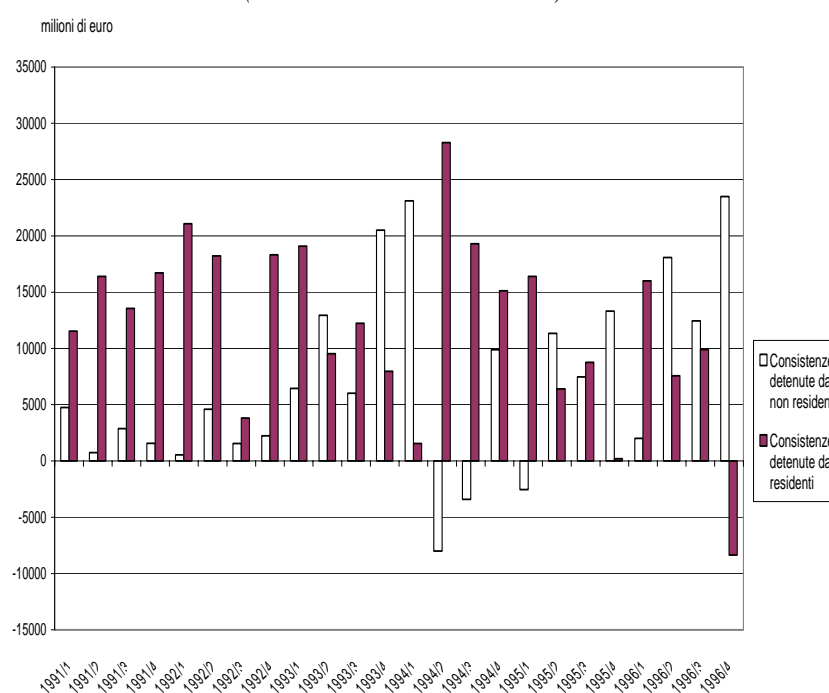
<sup>68</sup> Nel caso in cui i titoli fossero depositati presso un intermediario non residente, l’esenzione da imposta sostitutiva era condizionata all’intervento di un intermediario residente (cosiddetto “di secondo livello”).

<sup>69</sup> Il passaggio ad un sistema di negoziazione “al lordo”, in linea con quanto già avveniva nei mercati esteri ed internazionali più avanzati, interessò anche i titoli obbligazionari privati dei cosiddetti “grandi emittenti” (banche, società quotate, ecc.).

tenendo conto sia delle variazioni trimestrali delle attività finanziarie detenute dal settore “resto del mondo”, sia della ripartizione, anno per anno, delle consistenze.

Fig. 1

**Variazioni delle consistenze dei titoli di Stato**  
(dati trimestrali 1991 – 1996)



Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

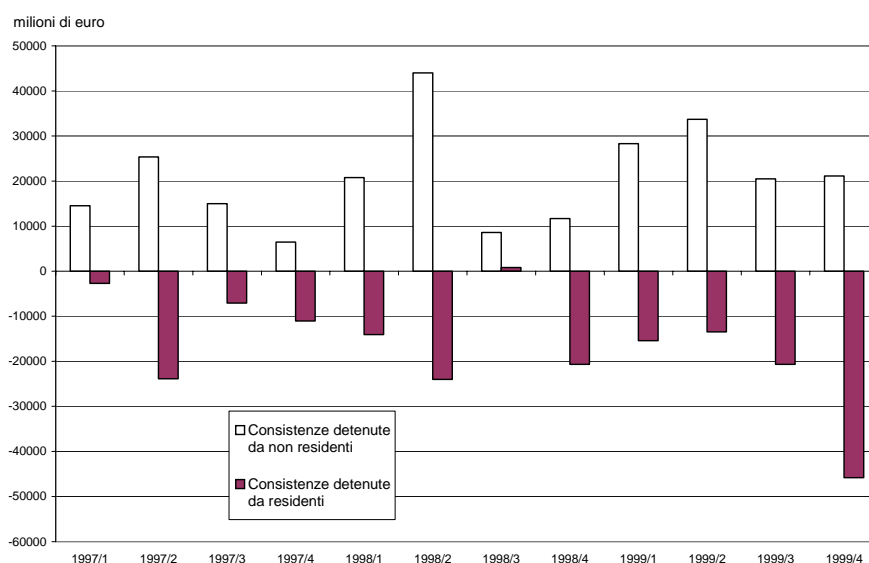
Per le variazioni sono stati esaminati i dati trimestrali riferiti al periodo 1991-99, a partire quindi dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale e fino all'adesione all'UME, confrontandoli con le variazioni dei settori “interni”. Nella figura 1 è riportato l'andamento dei due aggregati nel periodo precedente l'entrata in vigore del d.lgs. 239/1996. Dal 1991 al 1993 l'ammontare degli investimenti netti provenienti dall'estero è di scarsa importanza, benché sempre positivo: un “picco” si avverte a fine 1993, in coincidenza con l'avvio della procedura di rimborso accelerato. La crescita degli investimenti esteri si interrompe però già nel secondo trimestre del 1994, forse perché gli operatori non residenti iniziano a

valutare come non del tutto soddisfacenti gli esiti della nuova procedura di rimborso. L'interesse invece si ravviva a partire dal secondo trimestre del 1995, in seguito alla diffusione delle prime voci sull'esenzione da ritenuta per i non residenti: anche il risultato poco brillante del primo trimestre del 1996 può essere spiegato dalle incertezze sull'effettiva entrata in vigore della riforma (Bufacchi, 1996). A partire dal trimestre successivo, con l'approvazione del decreto legislativo 239/1996, gli investimenti netti provenienti dall'estero sono sempre positivi. Questo *trend* prosegue dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 239/1996 (cfr. fig. 2): dal 1997 al 1999 gli "investimenti netti" del resto del mondo sono sempre positivi, in controtendenza rispetto a quelli del comparto interno.

Fig. 2

### Variazione delle consistenze dei titoli di Stato

(dati trimestrali 1997-99)

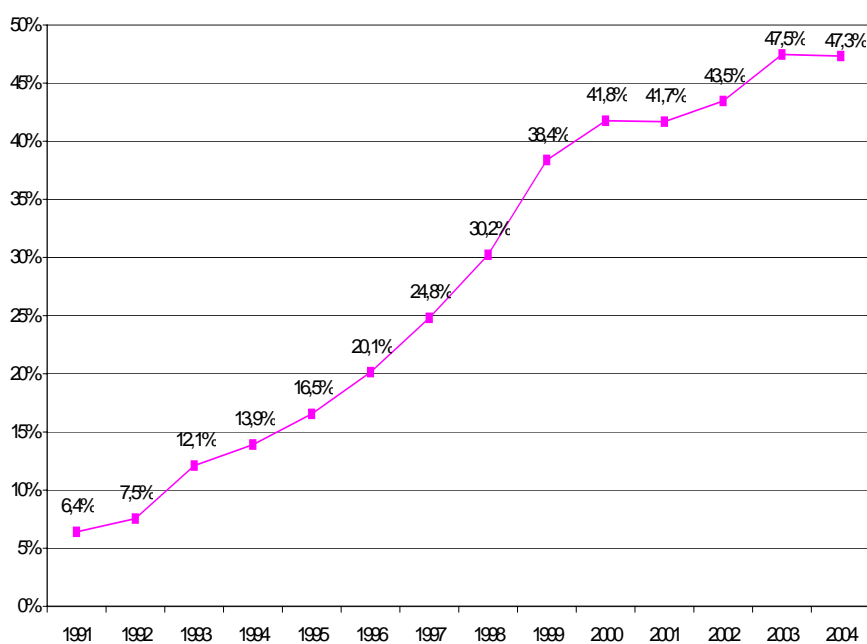


Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

Anche l'esame della composizione della domanda mostra come sia cresciuto l'interesse degli investitori non residenti per il mercato dei titoli pubblici italiani. Dai conti finanziari si evince come la quota di titoli di Stato detenuta dal "resto del mondo" sia passata dal 6,4 per cento del 1991

al 47,3 per cento nel 2004 (cfr. fig. 3): in poco più di un decennio i non residenti sono divenuti i più importanti investitori in titoli di Stato italiani.

Alla luce degli elementi richiamati l'introduzione del d.lgs. 239/1996 può essere individuata come uno dei fattori che hanno contribuito alla riduzione del costo del debito pubblico. La variabile fiscale, infatti, influenzando sulla composizione della domanda di titoli e contribuendo a ridurre la segmentazione del mercato, ha concorso allo sviluppo del mercato italiano dei titoli di Stato: quest'ultimo è divenuto uno dei più importanti del mondo grazie all'elevata liquidità dei titoli oggetto di contrattazione, dovuta a "molteplici fattori connessi all'efficienza dei mercati primario e secondario nonché all'evoluzione nella composizione della domanda" (Scarpelli, 2001).

**Fig. 3****Quota dei titoli di Stato detenuta da non residenti**

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

### 5.2.3 Gli effetti della tassazione sull'attivo e sul passivo delle banche

Gli effetti della variabile fiscale sul settore creditizio sono stati molteplici e si prestano a diverse chiavi di lettura; sia la tassazione esplicita, sia la tassazione implicita hanno contribuito a modellare il sistema creditizio<sup>70</sup>.

In questa sede il *focus* si concentrerà sulle modifiche dell'attivo e del passivo delle banche dovute a variazioni della fiscalità degli strumenti finanziari. In particolare, si esamineranno, dal lato degli impieghi, gli effetti della ritenuta d'acconto sui depositi interbancari e sui titoli pubblici e, dal lato della raccolta, le conseguenze dell'aumento della ritenuta sui CD.

#### *La ritenuta d'acconto sui depositi interbancari e sui titoli pubblici*

Dal 1973 le banche sono tenute a effettuare una ritenuta sugli interessi corrisposti sui depositi; il prelievo è a titolo definitivo nei confronti di persone fisiche e a titolo di acconto per le imprese. Fino al 1992, si applicava anche agli interessi da depositi interbancari.

L'esistenza di questa ritenuta d'acconto contribuì, sin dagli anni settanta, all'accumularsi di un ingente ammontare di crediti d'imposta delle banche verso l'Erario. Tali crediti non trovavano "capienza" nell'Irpeg dovuta dalle banche, perché il debito d'imposta, grazie anche alla presenza di ricavi esenti, risultava inferiore alle imposte prelevate a titolo di acconto.

La quota del credito eccedente il debito Irpeg non poteva essere compensata con altre imposte, ma era rimborsata dall'Erario in tempi molto lunghi, con una remunerazione inferiore a quella di mercato e conseguenti oneri finanziari impliciti per le banche. Solo a partire dal 1988 fu introdotta la possibilità di scegliere tra il rimborso dei crediti e la loro compensazione con le imposte degli anni successivi.

Il costo implicito dei crediti d'imposta per l'impresa bancaria che prestava i fondi si rifletteva sul funzionamento del mercato interbancario, non solo in termini di liquidità ed efficienza, ma anche con riferimento alle scelte delle modalità d'impiego dei fondi: dato che il rendimento complessivo di ogni operazione doveva tenere conto anche dei crediti d'imposta, era preferita la forma del deposito a vista, che comportava la

<sup>70</sup> Per un'approfondita disamina di questi aspetti Ciocca (2000).

formazione di minori crediti d'imposta, poiché l'accredito degli interessi avveniva solo una volta all'anno; si cercava invece di evitare depositi vincolati o a tempo, sui quali gli interessi erano corrisposti alla scadenza del deposito stesso<sup>71</sup>.

L'accumularsi dei crediti d'imposta determinò una modifica negli attivi delle banche: rispetto ai fondi intermediati la quota dei depositi interbancari diminuì a partire dal 1988, in corrispondenza dell'aumento dell'aliquota di ritenuta dal 25 per cento al 30 per cento, che si tradusse nella formazione di maggiori crediti d'imposta e, di conseguenza, nella diminuzione della redditività dell'impiego dei fondi sul mercato interbancario. L'esenzione da ritenuta per i rapporti con banche estere e la liberalizzazione valutaria determinarono, a partire dal 1990, un incremento dell'attività delle banche italiane sul segmento interbancario dell'euromercato, sottraendo fondi al mercato interno.

Il fenomeno dei crediti d'imposta fu aggravato dall'introduzione, nel 1986, della ritenuta sui titoli pubblici. Anche sul rendimento effettivo dell'investimento in titoli di Stato pesavano dunque gli oneri finanziari connessi con il formarsi dei crediti.

Sotto il profilo quantitativo, già all'inizio degli anni ottanta si parlava di "migliaia di miliardi" di crediti d'imposta a favore delle banche dovuti al meccanismo della ritenuta d'acconto sugli interessi (Di Majo, 1980). I rimborsi maturati fino al 1983 furono consolidati: in cambio dei crediti d'imposta furono attribuiti alle banche titoli di Stato per 5.000 miliardi (Ceriani e Ferri, 1991). Ma l'importo dei crediti riprese a crescere: quelli formati tra il 1984 e il 1986 erano pari a circa 2.900 miliardi; raggiunsero gli 11.500 miliardi di lire alla fine del 1991; a partire dal 1989 più della metà dei crediti era riconducibile alle ritenute su titoli (Ceriani *et al.* 1992a).

Nel complesso le ritenute sui titoli e sui depositi interbancari comportarono un processo di riallocazione dei portafogli delle banche tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta, consistente nella riduzione dei prestiti sull'interbancario, nella diminuzione della quota dei titoli in portafoglio e nello spostamento della funzione di offerta degli impieghi, con effetti di compressione dei tassi praticati sui prestiti.

<sup>71</sup> Anche la banca debitrice sopportava un onere finanziario: il prelievo sui depositi determinava maggiori versamenti in acconto in relazione alle ritenute operate nell'anno, versamenti che potevano essere recuperati solo successivamente, al momento della liquidazione del saldo (Ceriani e Ferri, 1991).

I problemi creati dai crediti d'imposta furono risolti con diversi interventi. Dapprima, nel 1992, si abolì la ritenuta sugli interessi da depositi interbancari<sup>72</sup> e si concesse alle banche, come alle altre imprese, di compensare i crediti Irpeg con i versamenti Ilor. Successivamente, nel 1997, con il d.lgs. 239/1996 le banche furono annoverate tra i soggetti "lordisti", ai quali non si applicavano le ritenute sui titoli di Stato e sulle altre obbligazioni emesse dai cosiddetti "grandi emittenti". Infine, nel 1998 fu introdotta la possibilità di compensare "orizzontalmente" i crediti e i debiti derivanti da imposte e contributi.

*Le componenti della raccolta bancaria: il passaggio dai certificati di deposito alle obbligazioni*

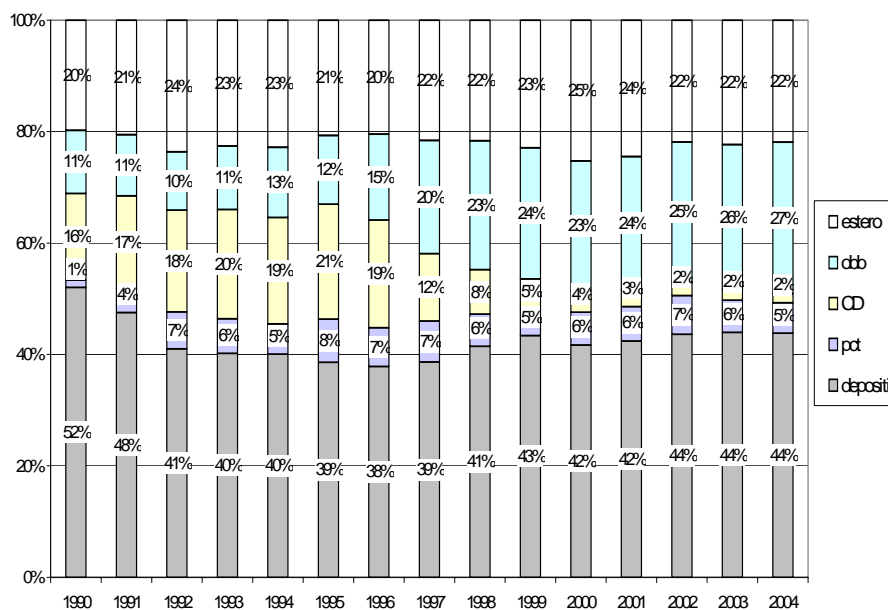
In un decennio contraddistinto da una rinnovata enfasi sulla neutralità della tassazione rispetto ai mercati finanziari, esemplare appare il caso dei CD, rapidamente sostituiti dalle obbligazioni quale componente di rilievo della raccolta bancaria a seguito di una modifica fiscale, dopo avere conosciuto uno sviluppo esponenziale nel corso degli anni ottanta e dei primi anni novanta proprio grazie a un favorevole regime di tassazione (cfr. *supra*, par. 4.1; Focarelli e Tedeschi, 1993).

All'inizio degli anni novanta la raccolta delle banche era composta per più del 15 per cento da CD (cfr. fig. 4). Il processo di espansione dei CD continuò nella prima metà degli anni novanta: nel 1995 costituivano una quota della raccolta pari a quella sull'estero (21 per cento), con i depositi scesi sotto il 40 per cento e le obbligazioni e i pronti contro termine che coprivano il rimanente 20 per cento; nella prima metà degli anni novanta la raccolta effettuata con i CD fu sempre superiore a quella derivante dalle obbligazioni (cfr. fig. 5); le emissioni di CD con durata superiore a 18 mesi erano costantemente maggiori di quelli a breve (cfr. fig. 6).

<sup>72</sup> L'eliminazione della ritenuta sull'interbancario abbreviò sensibilmente per gli intermediari i tempi di recupero delle ritenute sugli interessi dei titoli di Stato, che non si cumulavano più con quelle sugli interessi da depositi, ed un conseguente maggior rendimento al netto degli oneri finanziari connessi con lo stesso recupero del prelievo alla fonte. Sul punto, cfr.: Ceriani e Ferri (1991); Di Giovanni e Varisco (1992).

Fig. 4

**Composizione della raccolta delle banche**  
(consistenze di fine periodo)



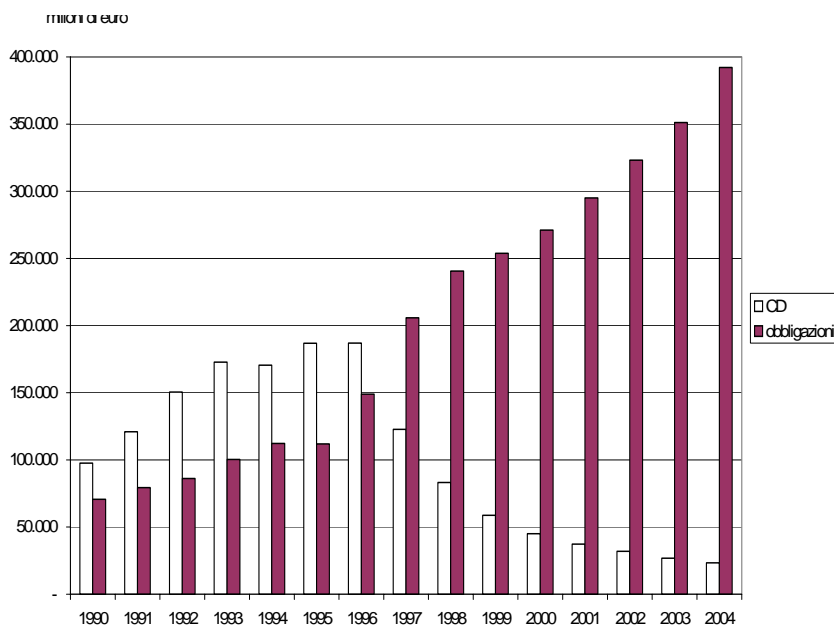
Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

A metà del 1996, nell'ambito della cosiddetta "Manovrina Prodi"<sup>73</sup>, fu deciso di unificare il trattamento fiscale della raccolta tramite CD e quello della raccolta tramite depositi, fissando per entrambi l'aliquota al 27 per cento; per le obbligazioni invece la ritenuta rimase invariata al 12,5 per cento. Pochi mesi dopo la Banca d'Italia modificò la normativa secondaria sulle obbligazioni bancarie, ampliando notevolmente le possibilità di ricorso a questa tipologia di strumento<sup>74</sup>.

<sup>73</sup> DL. 20 giugno 1996, n. 323, convertito dalla legge 8 agosto 1996, n. 425. Con tale provvedimento l'aliquota di ritenuta sulle diverse forme di raccolta bancaria venne unificata al 27 per cento indipendentemente dalla durata; fu inoltre eliminata l'assimilazione alle obbligazioni dei CD con scadenza superiore ai 18 mesi.

<sup>74</sup> In particolare, si consentì a tutte le banche di emettere obbligazioni con taglio minimo di 5 milioni di lire, purché con "caratteristiche di mercato" (emissioni di importo complessivo non inferiore a 300 miliardi di lire o aventi i requisiti per la quotazione); negli altri casi, il taglio minimo fu (continua)

Fig. 5

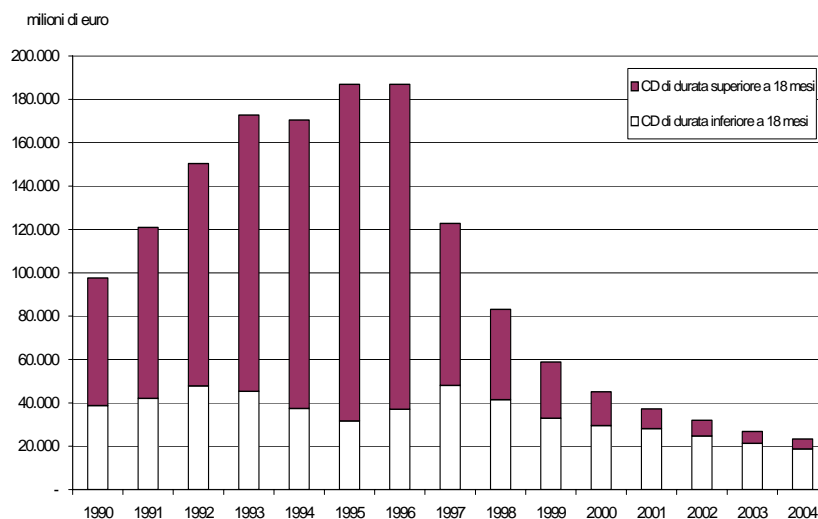
**CD e obbligazioni: consistenze di fine esercizio**

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

L'effetto sulla raccolta delle banche fu immediato. Nel breve periodo, il provvedimento determinò una leggera ripresa dei CD a breve termine, la cui aliquota di ritenuta era scesa dal 30 al 27 per cento; a fine 1997 la consistenza dei CD con durata superiore a 12 mesi era meno della metà di quella esistente un anno prima (cfr. fig. 6); le obbligazioni, per la prima volta, superavano i CD (fig. 5). Il *trend* si è rafforzato negli anni successivi (cfr. fig. 4): alla fine del 2004 le obbligazioni sono ormai pari a più di un quarto dei fondi raccolti, mentre i CD rappresentano circa il 2 per cento della raccolta, dieci volte meno che nel 1995; di questi, la componente a medio lungo termine è quasi del tutto scomparsa (cfr. fig. 6).

abbassato da 100 a 20 milioni. Le obbligazioni potevano avere durata originaria anche inferiore a tre anni, ma la durata media non doveva scendere al di sotto dei 24 mesi. L'eventuale facoltà di rimborso anticipato doveva essere specificamente prevista nel regolamento del prestito e non poteva essere esercitata prima di 18 mesi dall'emissione.

Fig. 6

**CD e obbligazioni: consistenze di fine esercizio**

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

### 5.3 La riforma "Visco": una tassazione onnicomprensiva

#### 5.3.1 I tratti salienti della riforma

Il decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461 – emanato nell'ambito di un più ampio disegno riformatore che ha investito molti aspetti del sistema fiscale – ha realizzato un riordino complessivo del trattamento tributario dei redditi da risparmio, rimasto sostanzialmente invariato, nella sua impostazione di fondo, dalla riforma dei primi anni settanta<sup>75</sup>.

I principi ispiratori del disegno di riforma fiscale sono stati la neutralità e la semplicità dell'imposizione. A tal fine, è stata istituita per la

<sup>75</sup> Sul riordino del regime fiscale della finanza realizzato con la riforma "Visco", cfr. Ciocca (1998a), Ciocca (1998b) e Guerra (1998).

prima volta una tassazione generalizzata sui redditi da attività finanziarie, ricomprendendo nell'alveo impositivo, oltre ai redditi di capitale (ricondotti, come in precedenza, alla nozione civilistica di "frutti", ossia di proventi non aleatori derivanti da un impiego di capitale), tutte le plusvalenze finanziarie (inquadrate come proventi che, pur derivando da un impiego di capitale, sono incerti sia nel *quantum* che nell'esistenza). A differenza del precedente regime (cfr. riquadro 5.1), nell'alveo impositivo sono state ricomprese non soltanto le plusvalenze su partecipazioni azionarie, ma anche i *capital gains* su obbligazioni e i proventi derivanti da valute, metalli preziosi e strumenti finanziari derivati<sup>76</sup>. Sono state altresì introdotte norme di chiusura volte a evitare forme di elusione o di arbitraggio e a ricondurre a tassazione i proventi per i quali non sia prevista una specifica disciplina.

Le aliquote di prelievo sugli interessi sono state accorpate su due livelli: 12,5 per cento per i titoli di Stato e le altre obbligazioni e per le cambiali finanziarie; 27 per cento per i depositi e conti correnti bancari e postali, i CD, le obbligazioni con durata inferiore ai 18 mesi, le accettazioni bancarie, i titoli atipici. In prospettiva, si prevedeva l'unificazione delle aliquote.

È stata semplificata la tassazione dei dividendi, attraverso l'abolizione della ritenuta d'acconto del 10 per cento applicata nei confronti di tutti gli investitori. Per le persone fisiche residenti è stata confermata la tassazione progressiva con credito d'imposta; in alternativa, è stata riconosciuta la possibilità di optare per una ritenuta definitiva del 12,5 per cento, limitatamente però ai dividendi su partecipazioni non qualificate. Per le imprese, l'imposizione dei dividendi è rimasta invariata, fatta eccezione per l'abolizione della ritenuta d'acconto<sup>77</sup>.

La tassazione delle plusvalenze è stata realizzata attraverso l'introduzione di un'imposta proporzionale, sostitutiva dell'imposta personale sul reddito e applicabile in via ordinaria con l'aliquota del 12,5 per cento. Per le sole plusvalenze su partecipazioni qualificate è stata prevista l'aliquota più elevata del 27 per cento.

<sup>76</sup> In precedenza, i proventi degli strumenti finanziari derivati erano tassati in casi molto limitati (ad esempio, quelli dei *financial futures*), soprattutto a causa della difficoltà ad essere ricondotti a categorie espressamente disciplinate.

<sup>77</sup> Per gli investitori non residenti, la misura della ritenuta alla fonte è stata ridotta dal 32,4 per cento al 27 per cento (12,5 per cento per le azioni di risparmio) ed è stata introdotta una procedura che consente la diretta applicazione del prelievo nella misura più bassa eventualmente prevista dai trattati internazionali contro le doppie imposizioni.

**Riquadro 5.1****La tassazione delle plusvalenze negli anni novanta**

*Come già ricordato (cfr. supra, par. 2.2.3 e 3.1), sia nel regime antecedente sia in quello successivo alla riforma tributaria del 1973, le plusvalenze finanziarie realizzate da persone fisiche erano tassate solo in presenza del cosiddetto “intento speculativo”. Una presunzione assoluta di intento speculativo, che comportava la tassazione in Irpef, era stata introdotta solo a seguito della fase espansiva attraversata dal mercato azionario nel periodo 1985-86<sup>78</sup>, con riferimento a fattispecie molto limitate (partecipazioni societarie di ammontare rilevante possedute per meno di cinque anni). Subito dopo, con il Testo unico delle imposte dirette del 1986 la casistica delle plusvalenze imponibili divenne tassativa e venne eliminato il criterio dell'intento speculativo.*

*Occorrerà attendere i primi anni novanta per una tassazione generalizzata delle plusvalenze su azioni e altre partecipazioni conseguite al di fuori dell'esercizio d'impresa<sup>79</sup>. La tassazione si applicava secondo due possibili regimi: nel regime ordinario, obbligatorio per le plusvalenze su partecipazioni qualificate<sup>80</sup>, le plusvalenze realizzate erano determinate analiticamente come differenza tra il prezzo di cessione delle partecipazioni e il costo di acquisto rivalutato sulla base del tasso di inflazione effettivo; la tassazione (del 25 per cento) era quindi applicata sulle plusvalenze al netto di eventuali minusvalenze<sup>81</sup> e liquidata dal contribuente in sede di dichiarazione annuale. Nel regime forfetario – applicabile solo per le cessioni di partecipazioni non qualificate effettuate attraverso intermediari – si operava invece una ritenuta del 15 per cento su una plusvalenza teorica calcolata sulla base del prezzo di vendita attraverso appositi coefficienti presuntivi. In quest'ultimo caso il prelievo si traduceva, nella sostanza, in una forma di imposizione patrimoniale o di tassa sulle transazioni, con un'incidenza compresa fra lo 0,3 e l'1,05 per cento del valore di cessione.*

*segue*

<sup>78</sup> L'aumento dei corsi azionari del periodo 1985-86 fu ascrivibile all'effetto congiunto dello scarso spessore della Borsa Italiana e del mutamento strutturale derivante dall'introduzione dei fondi comuni di investimento. Sul punto, cfr. Sartor (1993).

<sup>79</sup> Da tale disciplina erano in ogni caso escluse le plusvalenze su titoli obbligazionari e su quote di fondi comuni.

<sup>80</sup> Erano considerate partecipazioni qualificate quelle superiori al 2, 5 e 15 per cento del capitale, a seconda che si trattasse, rispettivamente, di azioni quotate in Borsa, altre azioni o partecipazioni non azionarie.

<sup>81</sup> Era consentito il riporto in avanti per cinque anni delle eventuali minusvalenze eccedenti.

*segue Riquadro 5.1*

*Nelle intenzioni dell'Esecutivo, tali sistemi di tassazione delle plusvalenze erano transitori, essendo finalizzati a ridurre – in attesa del riordino integrale del regime tributario dei redditi finanziari da attuare entro il 1992<sup>82</sup> – le possibilità di elusione delle imposte attraverso la trasformazione dei redditi di capitale in plusvalenze. Anche a seguito della mancata revisione normativa di cui si è detto, su pressione degli operatori l'imposizione sulle plusvalenze derivanti da cessione di partecipazioni non qualificate in società quotate fu sospesa dal 10 novembre 1992.*

*Dopo tale modifica, e fino alla riforma Visco del 1997-98, restarono quindi soggette a tassazione esclusivamente le plusvalenze su partecipazioni qualificate e quelle su azioni e altre partecipazioni non quotate.*

Nella determinazione delle plusvalenze tassabili la scelta del legislatore è stata quella – pressoché unica nel panorama internazionale – di adottare il principio del “maturato”: la tassazione colpisce cioè le plusvalenze maturate nel periodo d'imposta, valutate secondo il criterio del *mark to market*. Questa scelta rispondeva alla volontà di evitare il cosiddetto effetto di “*lock-in*”, ossia l'effetto di rinvio del disinvestimento connesso all'applicazione del prelievo all'atto del realizzo. La tassazione sul maturato neutralizza infatti il beneficio finanziario derivante dal rinvio della tassazione (*tax deferral*).

Per l'applicazione del prelievo, al contribuente è stata data facoltà di scelta fra tre distinti regimi impositivi (salvo casi specifici, come quelli delle plusvalenze su partecipazioni qualificate e su valute, obbligatoriamente tassate secondo il regime della dichiarazione; cfr. riquadro 5.2)<sup>83</sup>:

<sup>82</sup> Il riordino avrebbe dovuto essere attuato sulla base della delega contenuta nella legge n. 408/1990, che non venne però mai esercitata.

<sup>83</sup> Sui regimi di tassazione delle plusvalenze introdotti dalla riforma “Visco” si vedano: Ancidoni (1999); Hamaui e Quarantini (1998).

**Riquadro 5.2****I regimi impositivi delle attività finanziarie nella riforma “Visco”**

*I tre regimi impositivi delle attività finanziarie introdotti dalla riforma “Visco” si distinguono soprattutto per la diversa tassazione delle plusvalenze e per i diversi compiti affidati agli intermediari.*

*Il principio del maturato ha trovato la sua piena e diretta realizzazione nel regime del **risparmio gestito**, riservato alle gestioni individuali di portafoglio e del tutto allineato con il nuovo sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento mobiliare (cfr. infra, riquadro 5.3). In tale regime l'imposta sostitutiva viene applicata annualmente con l'aliquota del 12,5 per cento sul “risultato netto di gestione”, determinato come differenza tra il valore del patrimonio gestito alla fine di ciascun anno solare, al lordo dell'imposta sostitutiva, e il valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno solare<sup>84</sup>. Tenuto conto dell'inclusione dei redditi di capitale nel risultato netto di gestione, è stata prevista la disapplicazione dei prelievi alla fonte su alcuni proventi afferenti alle gestioni<sup>85</sup>.*

*In alternativa al regime del risparmio gestito, i contribuenti possono optare, nel caso di risparmio affidato in custodia, amministrazione o deposito a intermediari finanziari (banche, Sim o altri soggetti autorizzati), per il regime del **risparmio amministrato**, nel quale la tassazione è applicata, sempre a cura degli intermediari, sulle singole plusvalenze all'atto del realizzo nonché sui redditi di capitale (dividendi e interessi) all'atto della percezione.*

*Infine, nel **regime della dichiarazione** i risparmiatori provvedono autonomamente allo svolgimento degli adempimenti fiscali relativi alle plusvalenze realizzate nell'anno, indicandone l'ammontare nella propria dichiarazione dei redditi e applicando il prelievo sostitutivo.*

*A differenza del regime del risparmio gestito, nel quale la particolare modalità di calcolo del risultato di gestione permette la compensazione di eventuali minusvalenze o perdite sia con plusvalenze che con redditi di capitale (dividendi e interessi), nei regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato le minusvalenze (realizzate nello stesso anno e nei quattro precedenti) possono essere compensate soltanto con plusvalenze, ma non con redditi di capitale<sup>86</sup>.*

<sup>84</sup> Tale importo deve essere aumentato dei prelievi e diminuito dei conferimenti effettuati nell'anno nonché dei redditi esenti, tassati alla fonte (ad esempio, i proventi derivanti da OICVM di diritto italiano soggetti a imposta sostitutiva, cfr. infra) o per i quali sussista l'obbligo di tassazione in dichiarazione annuale (ad esempio, dividendi o plusvalenze su partecipazioni qualificate). Nel caso in cui il risultato di gestione sia negativo, è ammesso il riporto in avanti, in diminuzione del risultato di gestione degli anni successivi, ma non oltre il quarto.

<sup>85</sup> In particolare, non si applicano: l'imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari pubblici e privati; la “ritenuta d'ingresso” sui proventi dei titoli emessi all'estero; quella sui dividendi e quella sugli interessi da depositi e conti correnti bancari e postali (a condizione che la giacenza media di questi ultimi non sia superiore al 5 per cento dell'attivo medio gestito).

<sup>86</sup> Mentre nel regime della dichiarazione la compensazione si estende a tutte le plusvalenze e minusvalenze, anche se realizzate presso intermediari diversi, nel regime del risparmio amministrato essa ricomprende soltanto i guadagni e le perdite di capitale realizzate presso il singolo intermediario che gestisce il rapporto.

Al fine di dare piena attuazione al principio del maturato nella tassazione delle plusvalenze, eliminando l'effetto di *tax deferral* nei casi in cui il prelievo viene applicato all'atto del realizzo (regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato), era stato previsto dalla riforma un apposito meccanismo di rettifica, il cosiddetto "equalizzatore", che consentiva di rendere equivalente la tassazione in base al realizzo, propria dei regimi in questione, con la tassazione in base alla maturazione, propria del risparmio gestito. Tuttavia, tale meccanismo, adottato solo nel 2000, è stato abrogato nel 2001<sup>87</sup>. Di conseguenza, il principio del maturato trova ora applicazione solo per le gestioni individuali e i fondi di diritto italiano; negli altri casi (regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato; fondi di diritto estero) le plusvalenze sono invece tassate al realizzo. L'assenza dell'equalizzatore – previsto dalla riforma, ma abrogato successivamente – e la presenza di due aliquote di tassazione – delle quali, come ricordato in precedenza, era prevista l'unificazione – costituiscono i principali motivi di distorsione presenti nel sistema di tassazione disegnato dalla riforma "Visco" (Alworth *et al.*, 2003).

Nell'ambito della riforma è stato altresì rivisto completamente il regime di tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano e dei fondi cosiddetti ex-lussemburghesi<sup>88</sup>. In luogo della precedente tassazione patrimoniale (differenziata in funzione della natura delle attività detenute dall'OICVM), è stata introdotta un'imposizione annuale del 12,5 per cento sul risultato netto di gestione, analoga a quella prevista per le gestioni individuali (cfr. *infra*, riquadro 5.3). Agli stessi criteri si è ispirata la modifica della tassazione della previdenza integrativa nel 2000, per quel che riguarda il prelievo sui frutti dell'investimento dei contributi versati ai fondi pensione (cfr. *infra*, par. 5.3.2).

Nel nuovo sistema impositivo centrale è il ruolo degli intermediari finanziari, ai quali è affidata una mole rilevante di adempimenti fiscali. In

<sup>87</sup> L'equalizzatore, entrato in funzione il 1° gennaio 2001, è sopravvissuto per il limitato arco temporale di sette mesi: a seguito dell'ordinanza del TAR del Lazio, è stato sospeso a decorrere dal 4 agosto 2001 e successivamente abrogato per effetto del decreto legge n. 350 del 2001, convertito dalla legge 23 novembre 2001, n. 409. Un analogo meccanismo era stato previsto dalla riforma con riferimento ai titoli zero coupon, per i quali la corresponsione degli interessi – e la conseguente applicazione del prelievo – solo alla scadenza consente un significativo effetto di *tax deferral*. L'equalizzatore per gli zero coupon, introdotto nel 1998, è stato abrogato a partire dal 2004.

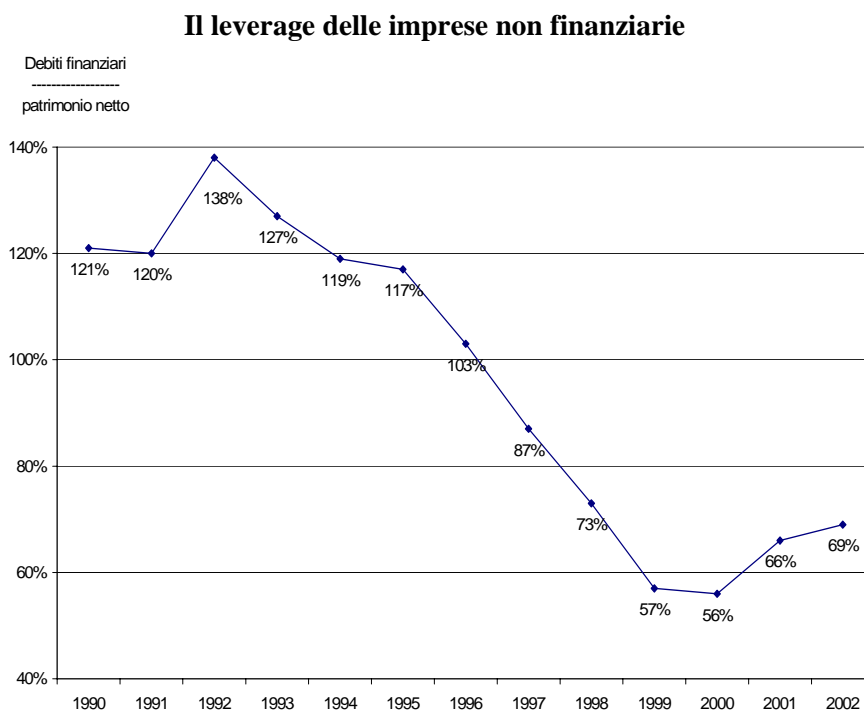
<sup>88</sup> Si tratta degli OICVM esteri già autorizzati al collocamento presso il territorio dello Stato prima dell'entrata in vigore della legge n. 429/1992 di recepimento della direttiva UCITS (Direttiva 85/611/CE del 20 dicembre 1985, successivamente integrata dalla 88/220/EC del 22 marzo 1988).

generale, i risparmiatori possono sempre scegliere di svolgere direttamente gli obblighi connessi con l'applicazione del prelievo. In questa ipotesi, al fine di consentire all'Amministrazione finanziaria adeguate possibilità di controllo dei redditi finanziari, agli intermediari sono attribuiti specifici obblighi di segnalazione al fisco. In alternativa, nella maggior parte dei casi i risparmiatori possono scegliere di delegare l'applicazione del prelievo, con notevoli vantaggi in termini di semplicità amministrativa e di anonimato nei confronti del fisco (assenza di segnalazioni). Proprio in relazione a questi vantaggi il regime di tassazione introdotto con la riforma Visco ha impresso una ulteriore spinta al processo di concentrazione degli adempimenti fiscali in capo agli intermediari finanziari, processo avviato con l'introduzione dell'imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari ad opera del D.lgs. n. 239/1996 e favorito dalla contestuale dematerializzazione degli strumenti finanziari.

La riforma "Visco" è intervenuta su numerosi altri fronti. Tra questi, meritano un richiamo le modifiche alla tassazione delle imprese, che tra il 1997 e il 1998 hanno segnato un'inversione di tendenza nel tradizionale quadro di vantaggio fiscale del capitale di debito rispetto a quello di rischio<sup>89</sup>. Da un lato, l'introduzione nel 1997 della *Dual Income Tax* (DIT) ha stimolato la capitalizzazione delle imprese attraverso la previsione di un'aliquota Irpeg ridotta sulla quota di utili corrispondente al rendimento ordinario degli incrementi di capitale (Ricotti, 2000). Dall'altro, l'adozione dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) ha reso meno conveniente l'indebitamento, essendo stati resi ugualmente indeducibili ai fini del tributo interessi e dividendi pagati. L'abolizione dell'Imposta sul patrimonio netto (introdotta nel 1992) e dell'Ilor, eliminate all'atto dell'introduzione dell'IRAP, ha rimosso le altre penalizzazioni per il capitale di rischio esistenti nel sistema italiano. Tra il 1996 e il 2000 il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto delle imprese non finanziarie è diminuito da valori prossimi al 100 per cento sino al 56 per cento; a partire dal 2001, anno in cui è stata di fatto abolita la DIT, questo indicatore ha iniziato a crescere di nuovo, raggiungendo quasi il 70 per cento nel 2002 (cfr. fig. 7).

<sup>89</sup> Sul punto, si vedano: Giannini (1997); Panteghini (1998); Bordinon *et al.* (1999); Giannini e Guerra (1999); Ciocca (2000).

Fig. 7



Fonte: P. Ciocca, 2003

### 5.3.2 L'influsso della fiscalità sullo sviluppo del risparmio gestito

Il risparmio gestito ha conosciuto un rapido sviluppo in Italia sin dall'introduzione dei fondi comuni aperti nel 1984: pari allo 0,6 per cento delle attività finanziarie complessive nel 1985, alla fine degli anni novanta i fondi comuni si ragguagliavano a più del 6 per cento dello stesso aggregato e al 12 per cento delle attività finanziarie di famiglie e imprese. Lo stesso fenomeno non si è ripetuto per i fondi pensione. Di seguito si tratteggiano le tappe principali dell'evoluzione della legislazione fiscale dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle polizze vita, che rappresentano *case studies* interessanti per quel che riguarda la connessione fra trattamento fiscale e sviluppo del risparmio gestito.

*I fondi comuni*<sup>90</sup>

La disciplina fiscale dei fondi comuni ha presentato, al momento della loro introduzione, caratteristiche particolari rispetto alla tassazione delle altre attività finanziarie.

A differenza di quanto accaduto in altri paesi dell'UE<sup>91</sup>, il sistema di imposizione dei fondi è stato sempre contraddistinto da una tassazione definitiva in capo all'intermediario, permettendo ai risparmiatori di evitare qualsiasi incombenza amministrativa di carattere tributario e di ottenere l'anonimato fiscale. In altri paesi (ad es., Francia e Germania) vige invece il principio del "*no veil*": i proventi derivanti dalla partecipazione al fondo vengono tassati per trasparenza in capo al sottoscrittore delle quote, con le stesse regole previste in caso di investimento diretto.

Nel 1984, al momento dell'introduzione dei fondi comuni di diritto italiano<sup>92</sup>, si optò per una tassazione di tipo patrimoniale: il fondo era soggetto a un prelievo commisurato al valore netto del patrimonio, con aliquote variabili in funzione dei titoli detenuti<sup>93</sup>. Gli interessi e i dividendi percepiti erano però soggetti a ritenuta alla fonte a titolo definitivo, così come previsto anche per le persone fisiche. *Ceteris paribus*, quindi, l'onere fiscale su un investimento effettuato attraverso un fondo comune era sempre superiore a quello gravante sullo stesso investimento effettuato acquistando direttamente i titoli sul mercato (Mignarri, 1992).

<sup>90</sup> Nel paragrafo si restringe l'analisi ai fondi comuni mobiliari di tipo aperto, in considerazione del limitato sviluppo delle altre tipologie di fondi mobiliari (chiusi, riservati, speculativi, ecc.): alla fine del 2004, su 1385 fondi operativi in Italia, 1167 erano di tipo aperto, 81 chiusi e 137 speculativi; i fondi aperti non speculativi gestivano il 95 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi comuni italiani (fonte: Banca d'Italia, Relazione sul 2004). Per un'analisi storica e comparata della tassazione dei fondi chiusi si rinvia a Magliocco e Sanelli (2004).

<sup>91</sup> Per la tassazione dei fondi in altri paesi, cfr. Magliocco *et al.* (1999); Ricotti e Sanelli (2004).

<sup>92</sup> Fondi comuni di diritto estero – in prevalenza lussemburghesi – erano commercializzati in Italia già negli anni sessanta. L'autorizzazione alla vendita delle quote in Italia era rilasciata dal Ministro per il Commercio con l'Estero, a condizione che almeno la metà dell'attivo del fondo fosse rappresentato da titoli italiani. Prima del 1983 erano stati autorizzati solo 10 fondi comuni mobiliari aperti (Pisanti e Mastrangelo, 2003).

<sup>93</sup> Inizialmente l'aliquota di prelievo era pari allo 0,25 per cento del valore netto del fondo, ridotta allo 0,10 per cento se il patrimonio gestito era composto per almeno il 55 per cento da azioni di società italiane che esercitavano attività industriali. A partire dal 1992 l'imposta fu applicata in proporzione alla composizione del fondo, con aliquote dello 0,05 per cento sulla quota dell'attivo costituita da titoli di Stato, conti correnti e depositi, obbligazioni e quote di altri fondi, dello 0,10 per cento sulla quota costituita da azioni di società italiane che esercitavano attività industriali, e dello 0,25 per cento sulla quota residua.

**Riquadro 5.3****La tassazione degli OICR nella riforma “Visco”**

*La riforma “Visco” ha introdotto, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano e i fondi ex-lussemburghesi, un sistema di imposizione sul risultato di gestione maturato nell'anno, analogo a quello previsto per le gestioni individuali di patrimoni.*

*Il risultato di gestione è determinato sulla base della variazione annuale del valore del patrimonio. Nel caso in cui il risultato di gestione di un fondo sia negativo, è ammesso il riporto in avanti senza limiti di tempo; in alternativa, il risultato di gestione negativo di un fondo può essere compensato con il risultato positivo di altri fondi della medesima società di gestione.*

*Con l'eliminazione dei prelievi alla fonte, anche i fondi sono diventati soggetti “lordisti”, come le imprese e i non residenti.*

*I proventi conseguiti dagli investitori persone fisiche in relazione alla partecipazione ai fondi non sono tassati, avendo già scontato l'imposizione in capo al fondo. Nel caso delle imprese, i proventi concorrono invece alla formazione del reddito imponibile, ma è riconosciuto un credito d'imposta del 15 per cento. Infine, per gli investitori non residenti è prevista la possibilità di chiedere il rimborso di un ammontare pari al 15 per cento dei proventi distribuiti dal fondo o percepiti in sede di riscatto o cessione delle quote<sup>94</sup>.*

*Il regime fiscale dei fondi di diritto estero, disciplinato per la prima volta nel 1992 in sede di recepimento della direttiva europea sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (direttiva UCITS), è invece rimasto sostanzialmente invariato a seguito della riforma. I proventi percepiti da tali fondi su attività finanziarie italiane sono tassati con le stesse modalità previste per gli altri soggetti non residenti. Per le persone fisiche residenti in Italia, i proventi derivanti dalla partecipazione a OICVM di diritto estero conformi alla direttiva richiamata (cosiddetti fondi armonizzati) percepiti in sede di distribuzione, riscatto o cessione sono tassati con una ritenuta alla fonte del 12,5 per cento a titolo d'imposta applicata dall'intermediario incaricato del collocamento delle quote in Italia<sup>95</sup>.*

*La medesima ritenuta si applica anche sui proventi derivanti da fondi non armonizzati, ma opera a titolo d'acconto, essendo i proventi medesimi soggetti a tassazione personale progressiva. Per le imprese, i proventi sono in ogni caso ricompresi nel reddito imponibile e le eventuali ritenute operano sempre a titolo d'acconto.*

<sup>94</sup> In base alla nuova disciplina è altresì possibile la costituzione di fondi riservati a soggetti non residenti, esenti dall'imposta sostitutiva sul risultato di gestione. Non risulta tuttavia che gli intermediari si siano sinora avvalsi di tale possibilità.

<sup>95</sup> Qualora i proventi siano conseguiti direttamente all'estero, l'investitore è tenuto a indicarli nella propria dichiarazione annuale, provvedendo in tale sede alla liquidazione dell'imposta con la stessa aliquota del 12,5 per cento prevista per la ritenuta.

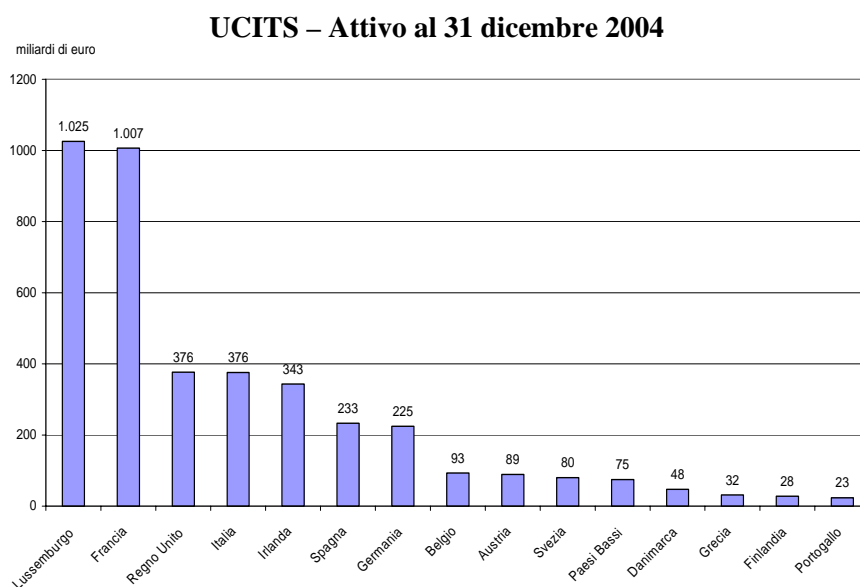
La riforma “Visco” ha contribuito a ridurre la penalizzazione fiscale dei fondi comuni italiani rispetto all’investimento diretto. Pur confermando la scelta di un’imposizione sostitutiva in capo al fondo, si è passati da una tassazione sul patrimonio a una sul reddito *maturato* (cfr. riquadro 5.3).

La tassazione sul maturato, a causa dell’abrogazione dell’equalizzatore (cfr. supra par. 5.3.1), si è tradotta in un possibile svantaggio fiscale per i fondi rispetto ad altre forme di investimento del risparmio: ciò vale – in caso di rialzo delle quotazioni – sia per l’investimento diretto, sia per l’investimento in fondi esteri armonizzati, qualora l’investitore opti per la tassazione al momento del realizzo (nei regimi del “risparmio amministrato” e della “dichiarazione”). Infatti, per periodi superiori all’anno, la possibilità di *tax deferral* insita nei due regimi di tassazione richiamati permette, *ceteris paribus*, di ottenere maggiori rendimenti dall’investimento<sup>96</sup>.

Sulla concorrenza tra fondi italiani e fondi esteri armonizzati hanno inciso anche fattori riconducibili alla concorrenza fiscale e regolamentare tra ordinamenti. All’interno dell’UE, il maggior attivo netto è gestito dai fondi lussemburghesi, seguiti da quelli di diritto francese e inglese (cfr. fig. 8). Se si considera però un indice dimensionale quale il rapporto tra attivo gestito e PIL del paese di residenza, si può notare una concentrazione non ordinaria di tale industria in Lussemburgo e in Irlanda (cfr. fig. 9).

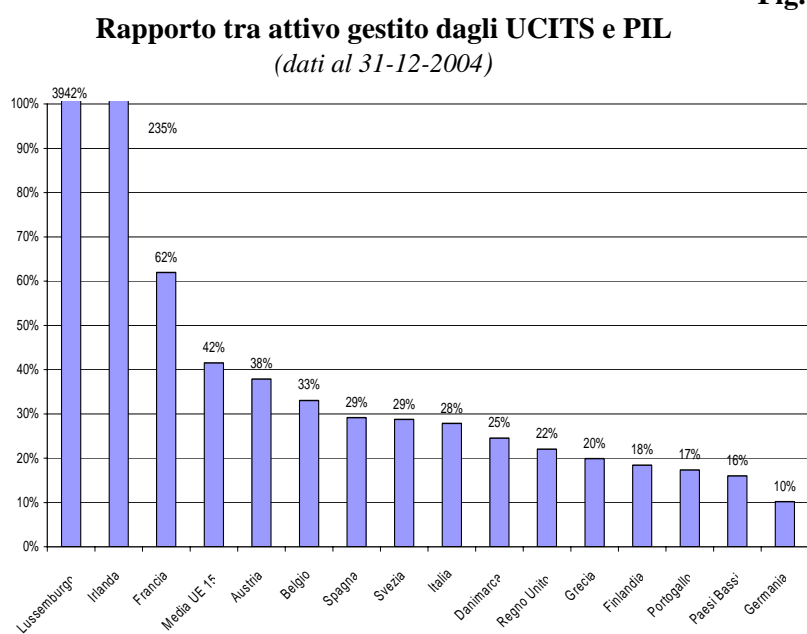
<sup>96</sup> La tassazione sul risultato maturato ha avuto un’altra conseguenza per i fondi comuni di diritto italiano rispetto a quelli esteri armonizzati: la formazione di “risparmi d’imposta”. Si tratta delle minori imposte future dovute dai fondi, in ragione delle minusvalenze maturate, e che sono iscritte tra le attività del fondo stesso. Ciò da un lato permette al fondo italiano, a parità di altre condizioni, di esporre un valore della quota maggiore di quello del fondo estero, in quanto comprende anche il “risparmio d’imposta” atteso. D’altro lato, però, ciò significa che nell’attivo del fondo figurano poste illiquide e infruttifere, recuperabili solo attraverso la compensazione con plusvalenze maturate successivamente o con le imposte dovute da altri fondi gestiti dalla stessa società di gestione. Negli anni successivi al 2000, in seguito all’andamento negativo registrato dalle borse mondiali, i risparmi d’imposta hanno raggiunto valori ingenti (circa 10 miliardi di euro, secondo le stime dell’Assogestioni).

Fig. 8



Fonte: Efama (2005).

Fig. 9



Fonte: elaborazione su dati Efama (2005).

A ciò ha contribuito, tra l'altro, l'incidenza della tassazione sulle componenti della filiera produttiva dell'industria dei fondi. Uno degli snodi principali è rappresentato dalle società di gestione. La minore tassazione delle *management companies* in Lussemburgo e Irlanda ha concorso a determinare i fenomeni di localizzazione di questa "fase" del processo produttivo dei fondi, considerato anche che il vantaggio fiscale riconosciuto nei due paesi alle società di gestione può essere poi trasferito alle società controllanti che risiedono in un altro Stato della UE, proprio grazie alla direttiva "madre-figlia" (Ricotti e Sanelli, 2004).

L'assenza di un meccanismo di correzione del *tax deferral* e le agevolazioni fiscali per le società di gestione insediate in altri paesi dell'UE, insieme a forme di concorrenza regolamentare, possono contribuire a spiegare la crescita dei fondi comuni esteri in Italia: questi ultimi rappresentavano nel 2004 il 20 per cento delle quote di fondi comuni presenti tra le attività finanziarie dei residenti, mentre si raggiungevano al 9 per cento nel 1998 (cfr. tav. 10).

**Tav. 10**

**Quote di fondi comuni emesse da residenti e non residenti  
tra il 1998 e il 2004**  
(dati in milioni di euro)

Anno	Quote di fondi comuni emesse da residenti	Quote di fondi comuni emesse dal resto del mondo	Totale	Quote di fondi comuni emesse da residenti	Quote di fondi comuni emesse dal resto del mondo
1998	372.274	36.761	409.035	91%	9%
1999	475.301	58.041	533.342	89%	11%
2000	449.931	75.450	525.381	86%	14%
2001	403.689	80.519	484.208	83%	17%
2002	360.557	68.991	429.548	84%	16%
2003	378.781	78.288	457.069	83%	17%
2004	358.292	90.977	449.269	80%	20%

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari.

Nota: nella tavola sono riportate le consistenze delle quote di fondi comuni esistenti alla fine di ogni anno.

L'analisi svolta mostra come lo sviluppo dei fondi comuni non possa essere ricondotto all'esistenza di particolari vantaggi fiscali diretti<sup>97</sup>; in ogni caso, non possono essere sottovalutati due aspetti, che, seppure indirettamente, hanno aiutato (o, quantomeno, non hanno ostacolato) l'affermazione di questo comparto del risparmio gestito. Da un lato, il sistema di tassazione basato sugli intermediari ha liberato gli investitori da qualsiasi preoccupazione di carattere amministrativo; dall'altro, la scelta di applicare, a partire dal 1998, un'aliquota di imposta pari a quella dei titoli di Stato ha evitato fenomeni di "concorrenza sleale" tra i due strumenti e ha permesso il passaggio dei risparmi delle famiglie dall'emittente pubblico a forme più sofisticate di allocazione degli investimenti (Ciocca, 2000).

*Il risparmio previdenziale: i fondi pensione e i contratti di assicurazione sulla vita*

Il risparmio previdenziale è stato generalmente agevolato dal fisco, sia nella sua componente privata (i contratti di assicurazione sulla vita), sia in quella contrattuale (i fondi pensione). Gli effetti di queste agevolazioni, tuttavia, sono stati contrastanti: se, da un lato, si è assistito a uno sviluppo dei contratti di assicurazione della vita, dall'altro, i fondi pensione non hanno conosciuto una crescita rilevante.

Il limitato sviluppo dei fondi pensione è annoverato tra gli elementi peculiari del sistema finanziario italiano: a fine 2004 la previdenza complementare gestiva solo lo 0,9 per cento delle attività finanziarie delle famiglie, mentre negli Stati Uniti questo valore era pari al 18 per cento; sul fronte interno, le attività gestite dai fondi pensione rappresentavano nel 2004 solo il 2,5 per cento del totale di quelle gestite da investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni, fondi pensione e gestioni patrimoniali).

Se si esamina l'evoluzione della fiscalità dei fondi pensione, si può notare che il trattamento tributario della previdenza complementare ha cercato, soprattutto negli anni più recenti, di favorirne lo sviluppo<sup>98</sup>.

<sup>97</sup> Sui fattori di sviluppo del risparmio gestito in Italia, si vedano, tra gli altri: Banfi e Di Battista (1998); Ciocca (2000); Pisanti e Mastrangelo (2003); Onado (2004).

<sup>98</sup> Per un'analisi dell'influenza degli incentivi fiscali sul risparmio previdenziale, cfr.: Whitehouse (1999); Guerra (2001).

Una disciplina organica dei fondi pensione è stata dettata in Italia con il d.lgs. 124 del 1993, che contiene la normativa tributaria per le tre fasi in cui si può suddividere il ciclo di vita di un fondo pensione: versamento dei contributi, gestione delle risorse, erogazione delle prestazioni.

Al pari di altri paesi, anche in Italia sono stati concessi incentivi fiscali alla previdenza complementare<sup>99</sup>. In particolare, fin dal 1993 è stata riconosciuta la deducibilità, con limiti variabili nel tempo, dei contributi versati sia dal lavoratore, sia dal datore di lavoro: per il primo, i contributi non costituiscono reddito di lavoro dipendente, da assoggettare a imposta progressiva; per il secondo, rientrano tra i costi deducibili dal reddito d'impresa; inoltre, a partire dal 1995, per le imprese è stato possibile accantonare, in sospensione d'imposta, una riserva pari al 3 per cento del TFR devoluto al fondo. Le erogazioni sono soggette a imposte – quelle sotto forma di capitale con tassazione separata e quelle sotto forma di rendita con tassazione progressiva – ma sono previste riduzioni della base imponibile.

Il trattamento fiscale del versamento dei contributi e dell'erogazione delle prestazioni determina un effetto di *tax deferral* che ha reso – e rende – particolarmente vantaggioso l'investimento in un fondo pensione rispetto ad altri strumenti finanziari.

La disciplina fiscale dei fondi pensione relativa alla gestione dei contributi – i cui rendimenti sono stati sempre soggetti a prelievo – è stata in sostanza allineata a quella delle altre forme di risparmio.

In un primo momento – dal 1993 a metà 1995 – la tassazione del fondo fu mutuata da quella dei fondi comuni, essendo incentrata su un prelievo di tipo patrimoniale<sup>100</sup>. Era però prevista una penalizzazione, legata a un'imposta del 15 per cento dei contributi versati dovuta dal fondo: questo prelievo rappresentava un credito del fondo pensione a valere sulle prestazioni erogate dal fondo stesso, ma comportava minori rendimenti nella fase di investimento delle somme (Minotti, 1993).

<sup>99</sup> Per un confronto con la fiscalità dei fondi pensione in altri paesi, cfr. Panzeri e Ancidoni (2003); Guerra (2004).

<sup>100</sup> La tassazione patrimoniale era applicata con le stesse aliquote previste per i fondi comuni nel 1993 e con un'aliquota ridotta allo 0,125 per cento per il 1994 e metà 1995. I redditi di capitale percepiti dal fondo erano in ogni caso soggetti a ritenuta definitiva, così come avveniva per i fondi comuni.

Gli svantaggi insiti in questa disciplina furono eliminati a metà 1995, abrogando il prelievo del 15 per cento sui contributi versati e sostituendo l'imposta patrimoniale con un'imposta in cifra fissa, pari a 10 milioni di lire<sup>101</sup>. Il regime di tassazione era quindi più favorevole di quello dei fondi comuni, ma permaneva lo svantaggio rispetto alla tassazione prevista per il TFR, la cui rivalutazione non era soggetta a imposte annuali e veniva assoggettata a tassazione separata, insieme alle quote accantonate ogni anno, al momento della liquidazione dell'intero TFR.

L'ultima riforma, in vigore dal 2001, ha riportato la tassazione dei rendimenti ottenuti dal fondo pensione in linea con quella prevista per i fondi comuni dalla riforma "Visco". È stata introdotta un'imposta sostitutiva sui risultati di gestione maturati ogni anno, ma si è mantenuto l'approccio agevolativo del risparmio previdenziale, fissando l'aliquota di prelievo all'11 per cento a fronte del 12,5 per cento previsto per i fondi comuni. Inoltre, è stato stabilito che la parte delle prestazioni riconducibili ai rendimenti finanziari ottenuti dal fondo pensione non sia tassata al momento dell'erogazione. Allo stesso tempo si è provveduto ad assoggettare a tassazione anche la rivalutazione annuale del TFR, con la stessa aliquota prevista per i fondi pensione<sup>102</sup>.

Riassumendo, la fiscalità dei fondi pensione italiani è stata improntata ad un sistema di tipo ETT, *i.e.* "Esenzione (dei contributi versati) – Tassazione (dei rendimenti) – Tassazione (delle prestazioni)".

La tassazione dei fondi pensione è stata dunque contraddistinta dalla concessione di un vantaggio fiscale rispetto ad altre forme di investimento del risparmio e dalla tendenza ad accrescere tali vantaggi nel tempo. Anche le recenti proposte di modifica, contenute nella legge delega sulla riforma del sistema pensionistico, si muovono nella stessa direzione: ampliamento dei limiti di deducibilità; conferma delle agevolazioni per la tassazione dei rendimenti; riduzione dell'onere fiscale sulle prestazioni. Gli sforzi compiuti in campo fiscale però, come evidenziato in precedenza, non sono riusciti a svolgere una funzione di volano per lo sviluppo delle forme di previdenza complementare, frenato da altri problemi, tra i quali si ricordano le scelte sulla destinazione del TFR e i contrasti sulla portabilità dei contributi.

<sup>101</sup> L'imposta era ridotta a 5 milioni di lire per i primi 5 anni dalla data di costituzione del fondo.

<sup>102</sup> Sull'attuale regime di tassazione dei fondi pensione in Italia e sugli effetti delle diverse forme di agevolazioni per la previdenza complementare, cfr. Guerra (2004).

Il risparmio previdenziale individuale privato, in Italia, ha assunto prevalentemente la forma delle polizze vita, che rivestono maggior importanza dei fondi pensione tra gli investimenti delle famiglie: a fine 2004 le riserve su assicurazioni “ramo vita” si attestavano al 9,4 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane, contro lo 0,9 per cento dei fondi pensione (Banca d'Italia, Relazione sul 2004). Si tratta, in particolare, dei contratti di assicurazione sulla vita di tipo “misto”: dietro pagamento di un premio periodico, il risparmiatore, oltre ad assicurarsi un capitale nel caso si verificassero gli eventi di morte o di invalidità, può ricevere alla scadenza del contratto una rendita o un capitale. Sotto il profilo finanziario, le polizze con maggior diffusione sono state quelle “a prestazione rivalutabile”, introdotte negli anni settanta, che consentono al risparmiatore di ottenere un rendimento finanziario pari o superiore a quello fissato nel contratto, dipendente dalla performance dell'investimento effettuato dalla compagnia di assicurazione (Corinti e Cucinotta, 1998; Corvino e Gandolfi, 2001). Negli anni novanta, a questi prodotti si sono affiancati polizze il cui rendimento è connesso con l'andamento di un paniere di titoli o di fondi comuni (polizze *unit-linked*) o con quello di indici finanziari (polizze *index-linked*). Nella sostanza, si tratta di strumenti finanziari che sono stretti sostituti di altri strumenti di risparmio gestito, nei quali la componente finanziaria, nelle scelte degli investitori, assume un'importanza pari, se non superiore, a quella assicurativa (Fornero, 1993).

Il legislatore fiscale ha sempre agevolato questi prodotti. Già a partire dall'imposta complementare sul reddito era prevista l'integrale deducibilità dal reddito dei premi assicurativi sulla vita, deducibilità che fu confermata anche dal Testo unico sulle imposte dirette del 1958 e dalla riforma del 1973 (Persano Adorno e Mattei, 1998). L'esenzione nella fase di versamento dei premi non costituiva l'unica agevolazione: erano esenti, infatti, anche i rendimenti degli investimenti effettuati dalla società di assicurazione<sup>103</sup> e i capitali corrisposti al termine del contratto. Si trattava, quindi, di uno schema di tipo EEE, con il quale il risparmio investito nei contratti assicurativi sfuggiva a qualsiasi tassazione.

<sup>103</sup> L'assenza di tassazione nella fase di investimento è dovuta alla peculiarità della tassazione del reddito delle assicurazioni. Per queste ultime, infatti, sono interamente deducibili gli accantonamenti alle riserve tecniche, che, nel caso dei contratti esaminati, corrispondono, nella sostanza, ai rendimenti ottenuti dall'investimento dei premi che dovranno poi essere retrocessi ai sottoscrittori. Grazie alla deducibilità di questi accantonamenti, i proventi di tali investimenti non sono tassati.

L'agevolazione sul versamento dei premi fu ridotta a partire dal 1977, quando fu introdotto un limite di deducibilità di due milioni di lire, limite poi aumentato a 2,5 milioni di lire nel 1980; al contempo, si fissava in cinque anni la durata minima del contratto per aver diritto alla deducibilità dei premi. Dal regime di deduzione si passò a quello di detrazione nel 1992: dapprima si poteva detrarre il 27 per cento del premio versato (sempre entro i limiti di 2,5 milioni di lire); dal 1995 la misura della detrazione fu ridotta al 22 per cento, per passare al 19 per cento dal 1998.

Le prestazioni corrisposte sotto forma di capitale non sono state tassate sino al 1985; per i capitali corrisposti a partire dal 1° ottobre 1985 fu introdotta una ritenuta a titolo d'imposta del 12,5 per cento, da applicare sulla differenza tra capitale incassato dal risparmiatore e premi versati<sup>104</sup>. Sono rimasti esenti i capitali incassati in caso di morte del contraente.

Le prestazioni corrisposte sotto forma di rendita, invece, sono state sempre incluse nel reddito da assoggettare a imposta progressiva: prima della riforma del 1973 rientravano tra i redditi soggetti a imposta di RM categoria C/2 e l'obbligo del pagamento dell'imposta era posto a carico delle società di assicurazione, con facoltà di rivalsa sul contribuente; dal 1973 furono assimilate ai redditi da lavoro dipendente e soggette a tassazione progressiva IRPEF. La differenza di trattamento rispetto alle prestazioni sotto forma di capitale fu parzialmente mitigata nel 1988, prevedendo che solo il 60 per cento delle rendite percepite fossero soggette a tassazione progressiva.

Il regime di tassazione delle assicurazioni sulla vita è stato radicalmente modificato a partire dal 2001, nell'ambito della riforma dei fondi pensione. Per i contratti stipulati dopo il 1° gennaio 2001 non è più ammessa la detrazione del 19 per cento dei premi. Per quanto riguarda la tassazione delle prestazioni, è stato previsto, anche per questi strumenti, un meccanismo di equalizzazione delle imposte per eliminare il fenomeno del *tax deferral* sui rendimenti e per equiparare la tassazione di questi strumenti con quella di altri strumenti finanziari e previdenziali, così come previsto dalla riforma "Visco".

<sup>104</sup> Era prevista anche una riduzione della base imponibile, qualora il capitale fosse corrisposto dopo almeno dieci anni dalla sottoscrizione del contratto: per ogni anno superiore al decimo, la base imponibile era diminuita del 2 per cento.

**Riquadro 5.4****La tassazione dei dividendi e delle plusvalenze su partecipazioni**

*Per le società, è stato introdotto un regime di participation exemption che prevede l'esenzione del 100 per cento delle plusvalenze – e la corrispondente indeducibilità delle minusvalenze – realizzate su partecipazioni in società residenti ed estere. Si tratta di un istituto adottato da tempo, seppure con molteplici varianti, in altri ordinamenti europei, diretto ad attrarre investimenti dall'estero, favorendo l'insediamento di holding multinazionali.*

*L'adozione della participation exemption si è tradotta anche in nuove regole di tassazione delle plusvalenze realizzate da investitori individuali non imprenditori:*

- *le plusvalenze realizzate su partecipazioni qualificate<sup>105</sup> non sono più soggette al prelievo proporzionale del 27 per cento, ma ricadono nel reddito soggetto a tassazione personale progressiva, limitatamente al 40 per cento del loro ammontare;*
- *le plusvalenze derivanti da partecipazioni non qualificate continuano invece a essere soggette all'imposta sostitutiva del 12,5 per cento, applicabile secondo i tre regimi sopra richiamati.*

*Con l'adozione dell'Ires è stato abolito il credito d'imposta sui dividendi. Per le imprese, tale meccanismo è stato sostituito da un regime di non imponibilità degli utili derivanti da qualsiasi partecipazione, limitatamente al 95 per cento del loro ammontare<sup>106</sup>. Per le persone fisiche, sono stati previsti due distinti regimi:*

- *i dividendi derivanti da partecipazioni qualificate e da partecipazioni possedute nell'esercizio di un'impresa ricadono nel reddito soggetto a tassazione personale progressiva, limitatamente al 40 per cento del loro ammontare. È previsto, cioè, un meccanismo di tassazione identico a quello delle plusvalenze realizzate sulle stesse partecipazioni qualificate;*
- *gli utili da partecipazioni non qualificate sono soggetti all'imposta sostitutiva del 12,5 per cento. È stata abolita la facoltà di richiedere la non applicazione del prelievo alla fonte in vista dell'inclusione degli utili nella base imponibile dell'imposta progressiva.*

<sup>105</sup> Si considerano qualificate le partecipazioni che superano il 5 per cento (partecipazione in società quotate) o il 25 per cento (partecipazione in altre società) del capitale sociale; la partecipazione è comunque qualificata se rappresenta una percentuale di diritti di voto esercitabili in assemblea superiore al 2 per cento (partecipazioni in società quotate) o al 20 per cento (partecipazioni in altre società).

<sup>106</sup> La percentuale, mutuata dalla direttiva comunitaria "madri-figlie", è stata scelta per tenere conto dei costi di gestione della partecipazione, che vengono dedotti dalla partecipante e che a tal fine sono quantificati a forfait nel 5 per cento dei dividendi.

#### 5.4 *Gli sviluppi intervenuti nei primi anni duemila*

Una nuova delega per la revisione della fiscalità dei redditi finanziari era stata prevista nella legge 7 aprile 2003, n. 80 di riforma del sistema fiscale statale, delega decaduta nel maggio 2005 senza essere esercitata<sup>107</sup>. Nell'ambito della nuova imposta societaria (Ires), introdotta dal 1° gennaio 2004, sulla base della stessa legge delega è stato peraltro modificato il regime di tassazione dei dividendi e delle plusvalenze su partecipazioni (cfr. riquadro 5.4)<sup>108</sup>.

### 6. Conclusioni

Una rilettura diacronica del rapporto tra conti finanziari e fiscalità delle attività finanziarie negli ultimi quaranta anni permette di individuare alcune tendenze di fondo.

Osservando l'intero periodo di riferimento, si rileva come a una funzione del fisco di indirizzamento del risparmio verso gli impieghi ritenuti di volta in volta più utili allo sviluppo dell'economia o volto a sopperire alle esigenze della finanza pubblica, si sia progressivamente sostituito un approccio più neutrale, che ha lasciato al mercato la funzione allocativa. Tra le determinanti principali di questo cambiamento di rotta sono da annoverare l'apertura dei mercati internazionali dei capitali, il peso crescente della concorrenza fiscale tra ordinamenti e l'innovazione finanziaria.

L'utilizzo della leva fiscale in funzione allocativa appare spiccato negli anni sessanta e settanta: sia prima che a seguito della riforma tributaria del 1973 era frequente la previsione di regimi di esenzione o di agevolazione per particolari categorie di attività o emittenti. La stessa differenziazione delle aliquote ha operato, specie dopo la riforma, come strumento di indirizzamento del risparmio verso determinate forme di impiego. In molti casi, la legislazione tributaria è stata utilizzata in funzione complementare rispetto alla regolamentazione creditizia, contribuendo al perseguimento degli obiettivi di politica economica di volta in volta ritenuti prioritari. L'esempio più significativo in questo senso

<sup>107</sup> Per una disamina dei contenuti della legge delega n. 80/2003 in materia di redditi finanziari cfr. Panzeri (2002) .

<sup>108</sup> L'Ires è stata introdotta con il decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344.

è stata la creazione di un circuito di “doppia intermediazione” (risparmiatori – banche – ICS – imprese).

Dalla fine degli anni settanta le pressioni esercitate dall'espansione del disavanzo del settore pubblico operano in una duplice direzione: da un lato, con l'aumento delle esigenze di gettito, si assiste a un iniziale abbandono delle finalità allocative da parte del legislatore fiscale, a favore del contrasto ai comportamenti di elusione e di arbitraggio fiscale resi possibili dalla comparsa di strumenti finanziari innovativi, e a un incremento della tassazione sui depositi. Dall'altro, il collocamento di quote crescenti di titoli del debito pubblico presso famiglie, imprese e banche trae un notevole beneficio, almeno fino alla metà degli anni ottanta, dal regime fiscale di favore riservato a tali emissioni. L'operare congiunto di questi elementi contribuì ad assecondare il graduale processo di disintermediazione del sistema bancario.

A partire dagli anni ottanta divennero sempre più evidenti le distorsioni derivanti dall'esenzione dei proventi dei titoli pubblici, con influssi sulle scelte di allocazione delle risorse da parte degli intermediari, delle imprese e dei privati; una serie di modifiche apportate in questo periodo ricondusse a tassazione i titoli pubblici.

Negli anni novanta l'apertura dei mercati, seguita alla liberalizzazione valutaria e alla crescente internazionalizzazione delle economie, ha posto l'intero sistema fiscale di fronte alla sfida concorrenziale con altri ordinamenti, sfida particolarmente avvertita nel comparto della fiscalità finanziaria in considerazione della elevata mobilità dei capitali.

La reazione del legislatore fiscale è stata informata alla razionalizzazione del sistema di prelievo e al perseguimento della neutralità della tassazione rispetto alle scelte di allocazione del risparmio. Dapprima, si è proceduto a ridurre il più possibile le ritenute per le imprese, in modo da evitare gli oneri finanziari connessi con la formazione di rilevanti crediti di imposta, e a introdurre regimi di esenzione per gli investitori non residenti, anche per sostenere la concorrenza di altri ordinamenti nell'attrazione di capitali esteri. Questi obiettivi sono stati conseguiti grazie al passaggio da un regime in cui l'emittente applicava la ritenuta indistintamente a tutti i percettori a un sistema nel quale l'intermediario, nella veste di *paying agent*, preleva l'imposta solo su alcuni percettori. Successivamente, l'obiettivo della neutralità è stato

perseguito sia riducendo il numero delle aliquote di prelievo, sia estendendo l'ambito impositivo a tutte le tipologie di proventi finanziari.

In tutto il periodo considerato, gli elementi del sistema di tassazione che possono avere maggiormente contribuito allo sviluppo del comparto della finanza sono individuabili nell'assenza di adempimenti amministrativi a carico dei risparmiatori persone fisiche e nell'anonimato garantito ai medesimi risparmiatori per la maggior parte dei proventi, a fronte dell'applicazione di un (contenuto) prelievo definitivo alla fonte.

Anche la struttura finanziaria delle imprese, nonché il loro ricorso diretto al mercato dei capitali, sono stati influenzati dalle scelte del legislatore fiscale. Il diverso trattamento tributario di dividendi e interessi in capo agli emittenti, in un contesto contrassegnato in alcuni periodi da elevata inflazione e alte aliquote di imposizione societaria, hanno contribuito alla sottocapitalizzazione delle imprese italiane. Nella raccolta di capitale di debito, il ricorso diretto al mercato è stato ostacolato, fino agli anni ottanta, dall'esistenza di esenzioni e agevolazioni per titoli emessi da altri soggetti (Stato, ICS, enti a partecipazione statale). Questi svantaggi regolamentari sono stati rimossi negli anni novanta; con l'introduzione della DIT e dell'IRAP, inoltre, si è manifestata un'inversione di tendenza nel tradizionale quadro di vantaggio fiscale del capitale di debito rispetto a quello di rischio.

La variabile fiscale ha avuto effetti sia sulla struttura del bilancio delle banche, sia sul ruolo svolto dagli intermediari nel sistema finanziario. La composizione dell'attivo e del passivo delle banche è stata direttamente influenzata dalla fiscalità degli strumenti finanziari, determinando, da un lato le scelte allocative delle risorse, e, dall'altro, il successo o la scomparsa di specifiche forme di raccolta. Sotto il primo profilo è significativo la rilevanza degli impieghi in titoli esenti negli anni settanta; per il secondo aspetto, va ricordata la parabola dei CD (in crescita a discapito dei depositi a partire dai primi anni ottanta, e quasi del tutto sostituiti dalle obbligazioni nella seconda metà degli anni novanta). La scelta di tassare i redditi finanziari con prelievi sostitutivi alla fonte, in luogo della dichiarazione degli stessi a cura del contribuente, ha agevolato l'afflusso del risparmio verso gli intermediari.

## **APPENDICE**

### **Tavole storiche**

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1974	Depositi e c/c bancari e postali	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 2, DPR n. 600/73
1/1/1974	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 2, DPR n. 600/73
1/1/1974	Titoli di stato ed equiparati	E	Art. 31, c. 1, DPR n. 601/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Introduzione R 10%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Introduzione R 20%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da società quotate, non quotate e soggetti non residenti	Introduzione R 30%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Titoli atipici	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 5, DPR n. 600/73
1/1/1974	Utili	Introduzione RA 10%	Art. 27, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Plusvalenze	Non imponibilità*	Art. 76, c. 1, DPR n. 597/73
9/4/1974	Utili derivanti da azioni ordinarie	Opzione tra RA al 10% e R al 30%	Art. 7 DL. 8/4/74, n. 95, conv. dalla L. 216/74
23/6/1974	Utili derivanti da azioni di risparmio	Introduzione R 15%	Art. 20, c. 2, L. 7/6/74, n. 216
23/6/1974	Obbligazioni convertibili emesse da società quotate	Diminuzione R al 15%	Art. 9 L. 7/6/74, n. 216

\* Più precisamente, imponibilità solo in presenza di “intento speculativo”, la cui dimostrazione era rimessa all’Amministrazione.

*segue Tav. 1*

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
6/12/1975	Obbligazioni ordinarie emesse da società quotate	Diminuzione R al 20%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
6/12/1975	Obbligazioni convertibili emesse da società quotate	Diminuzione R al 10%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
6/12/1975	Obbligazioni emesse da società non quotate	Diminuzione R al 20%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
18/3/1976	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 16%	DL 18/3/76, n. 46
18/3/1976	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 16%	DL. 18/3/76, n. 46
1/1/1978	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 20%	DL. 23/12/77, n. 936; reiterato: DL. 26/5/78, n. 216
1/1/1978	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 20%	DL. 23/12/77, n. 936; reiterato: DL. 26/5/78, n. 216
1/1/1979	Utili derivanti da azioni ordinarie	RA al 10%	Art. 5, c. 2, L. 16/12/77, n. 904
3/7/1980	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	E	Art. 20 DL. 3/7/80, n. 288
3/7/1980	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	E	Art. 20 DL. 3/7/80, n. 288

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
31/12/1980	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	E	L. 22/12/80, n. 891
31/12/1980	Obbligazioni emesse da società quotate	E	L. 22/12/80, n. 891
3/10/1981	Accettazioni bancarie	Introduzione R 15%	DL. 2/10/81, n. 546, conv. In L. 1/12/81, n. 692
1/1/1982	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Obbligazioni emesse da società non quotate	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Accettazioni bancarie	Aumento R al 16,2%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/10/1982	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	Aumento R al 10,8%	Fine esenzione: art. 1 DL. 28/9/81, n. 540, conv. in L. 27/11/81, n. 676; addizionale 8% alla ritenuta di cui all'art. 26 DPR 600/73: DL. 22/12/81, n. 787, conv. in L. 26/2/82, n. 52

*segue Tav. 1*

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
1/10/1982	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1982	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1982	Obbligazioni emesse da società quotate e non quotate	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1983	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 25%	Art. 1 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/10/1983	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 25%	Art. 1 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/10/1983	Titoli atipici	Introduzione R 18%	Art. 5 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/1/1984	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	Aumento R al 12,5%	Art. 10, c. 2, DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/1/1984	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Aumento R al 12,5%	Art. 11, c. 2bis, DL. 30/9/83, n. 512, come modificato dalla legge di conversione (L. 25/11/83, n. 649)
1/1/1984	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Aumento R al 12,5%	Cfr. <i>Supra</i>

segue Tav. 1

**Tavola storica: le modifiche legislative**

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1984	Obbligazioni emesse da società quotate e non quotate	Aumento R al 12,5%	Cfr. <i>Supra</i>
1/1/1984	Accettazioni bancarie	Diminuzione R al 15%	Fine periodo applicabilità addizionale 8% introdotta dal DL. 22/12/81, n. 787, conv. in L. 26/2/82, n. 52
20/12/1984	Plusvalenze su partecipazioni qualificate	P (Introduzione presunzione assoluta di intento speculativo)	Art. 3, c. 11, DL. 19/12/84, n. 853, conv. in L. 17/02/85, n. 17
1/10/1985	Capitali riscossi su assicurazioni vita	Introduzione R al 12,5%	Art. 6, L. 26/9/1985, n. 482
20/9/1986	Titoli di Stato emessi in Italia	Introduzione R al 6,25%	Art. 1, D.L. 19/9/1986, n.556, conv. in L. 17/11/1986, n. 759
1/9/1987	Titoli di Stato emessi in Italia	Aumento R al 12,5%	Art. 3, D.L. 27/8/1987, n. 348, non convertito, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 1, della L. 21/11/1987, n. 477
1/1/1988	Depositi e c/c bancari e postali a vista e vincolati a meno di 3 mesi	Aumento R al 30%	Art. 4, D.L. 29/12/1987, n. 533; art. 2, D.L. 13/1/1988, n. 3; decreti non convertiti, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 7, L. 11/3/1988, n. 67

*segue Tav. 1*

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
1/1/1988	Obbligazioni emesse da non residenti	Aumento R al 30%	Art. 4, D.L. 29/12/1987, n. 533; art. 2, D.L. 13/1/1988, n. 3; decreti non convertiti, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 7, L. 11/3/1988, n. 67
1/1/1989	Obbligazioni emesse da società non quotate	Aumento R al 30%	Art. 32, c.2, D.L. 30/12/1988, n. 550, non convertito in legge; art. 32, c. 2, D.L. 2/3/1989, n. 69, conv. In L. 27/4/1989, n. 154
1/1/1989	Titoli atipici	Aumento R al 30%	Art. 32, c.1, D.L. 30/12/1988, n. 550, non convertito in legge; art. 32, c. 1 D.L. 2/3/1989, n. 69, conv. In L. 27/4/1989, n. 154
28/9/1990	Plusvalenze su partecipazioni	Introduzione R al 12,5%-20%	D.L. 28/9/1990, n. 267, non convertito; D.L. 27/11/1990, n. 350, non convertito; D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102
28/1/1991	Plusvalenze su partecipazioni qualificate	Aumento R al 25%	Art. 2, D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
1/4/1991	Plusvalenze su partecipazioni non qualificate	Aumento R al 15%-25%	Art. 3, D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102
3/10/1991	Depositi e c/c bancari e postali vincolati da 3 a 12 mesi	Aumento R al 30%	Art. 1, D.L. 1/10/1991, n. 307, conv. in L. 29/11/1991, n. 377
3/10/1991	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati da 3 a 12 mesi	Aumento R al 30%	Art. 1, D.L. 1/10/1991, n. 307, conv. in L. 29/11/1991, n. 377
10/9/1992	Titoli di Stato emesis all'estero	Introduzione R al 12,5%	Art.1, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
10/9/1992	Obbligazioni emesse da non residenti	Diminuzione R al 12,5%	Art.3, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
9/11/1992	Plusvalenze su partecipazioni non qualificate in società quotate	E	Art. 7, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
13/1/1994	Cambiali finanziarie	Introduzione R al 15%	Art.3, L. 13/1/1994, n. 43
12/6/1994	Utili da azioni ordinarie di società quotate	RA 10% - R 12,5%	Art. 4, D.L. 10/6/1994, n. 357, conv. in L. 8/8/1994, n. 489
1/1/1995	Obbligazioni emesse da società non quotate	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 1, L. 23/12/1994, n. 725

*segue Tav. 1*

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
1/1/1995	Utili da azioni di risparmio	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, L. 23/12/1994, n. 725
20/6/1996	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento / Diminuzione R al 27%	Art. 7, D.L. 20/6/1996, n. 323
20/6/1996	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento / Diminuzione R al 27%	Art. 7, D.L. 20/6/1996, n. 323
30/8/1996	Obbligazioni con durata inferiore a 18 mesi	Aumento ritenuta al 27%	Art. 14, D.L. 30/8/1996, n. 449, reiterato con D.L. 23/10/1996, n. 547, non convertito, i cui effetti sono stati fatti salvi dalla L. 23/12/1996, n. 662
1/7/1998	Cambiali finanziarie	Diminuzione R al 12,5%	Art. 12, c.1, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Accettazioni bancarie	Aumento R al 27%	Art. 12., c. 9, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Titoli atipici	Diminuzione R al 27%	Art. 12, c. 8, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Utili da azioni ordinarie e di risparmio	R al 12,5%	Art. 12, c.4, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461

**Tavola storica: le modifiche legislative**

<b>Data decorrenza</b>	<b>Strumento interessato</b>	<b>Intervento</b>	<b>Atto legislativo</b>
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni qualificate	Aumento R al 27%	Art. 5, c. 1, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni non qualificate in società quotate	Aumento R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni non qualificate in società non quotate	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze su obbligazioni e altri strumenti finanziari	Introduzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/1/2004	Utili e plusvalenze da partecipazioni qualificate	P sul 40% del provento	D. Lgs. 12/12/2003, n. 344

**Legenda:** R = ritenuta/imposta sostitutiva a titolo definitivo; RA = ritenuta a titolo di acconto; E = esenzione; P = tassazione progressiva attraverso l'inclusione nel reddito personale soggetto ad Irpef.

Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti**

	1974			1975			1976			1977			1978			1979			1980			1981		
	1/1		2/3/6			6/1/2			1/8/3					1/1						3/7	3/1/2			3/1/0
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																								
Depositi e c/c bancari e postali:																								
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi	15						16						20 (1)											
b) vinc. da 3 a 12 mesi																								
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																								
d) vinc. a non meno di 18 mesi																								
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																								
a) vinc. da 3 a 12 mesi	15						16						20 (1)											
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																								
c) vinc. a non meno di 18 mesi																			E (2)					
Titoli di Stato ed equiparati:																								
a) emessi in Italia	E																							
b) emessi all'estero																								
Obbligazioni e titoli simili emessi da:																								
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche	10																		E (2)					
b) enti gest. PP.SS.	20																							
c) soc. quotate:																								
- ordinarie							20												E (2)					
- convertibili	15						10																	
d) soc. non quotate							20																	

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti**

	1982		1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989	
	1/1		1/1/0		1/1/0	1/1		1/1/0		20/9		1/9	1/1		1/1	
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																
Depositi e c/c bancari e postali:																
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi															30	
b) vinc. da 3 a 12 mesi																
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi										25						
d) vinc. a non meno di 18 mesi																
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																
a) vinc. da 3 a 12 mesi										25						
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																
c) vinc. a non meno di 18 mesi		E (2)		10,80 (3)						12,50						
Titoli di Stato ed equiparati:																
a) emessi in Italia										E		6,25		12,50		
b) emessi all'estero																
Obbligazioni e titoli similari emessi da:																
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche		E (2)		10,80 (3)						12,50						
b) enti gest. PP.SS.																
c) soc. quotate:																
- ordinarie		E (2)								12,5						
- convertibili				10,80 (3)												
d) soc. non quotate		21,60 (3)														
e) sogg. non residenti										30						
Cambiali finanziarie																

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti**

	1990			1991			1992			1993			1994			1995			1996		
						3/10		10/9					13/1			1/1				20/6	30/8
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																					
Depositi e c/c bancari e postali:																					
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi																					
b) vinc. da 3 a 12 mesi																					
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																					
d) vinc. a non meno di 18 mesi																					
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																					
a) vinc. da 3 a 12 mesi																					
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																					
c) vinc. a non meno di 18 mesi																					
Titoli di Stato ed equiparati:																					
a) emessi in Italia																					
b) emessi all'estero																					
Obbligazioni e titoli simili emessi da:																					
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche																					
b) enti gest. PP.SS.																					
c) soc. quotate:																					
- ordinarie																					
- convertibili																					
d) soc. non quotate																					



segue Tav. 2

Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti

	1974			1975			1976			1977			1978			1979			1980			1981		
	1 / 1	9 / 4	2 3 / 6												1 / 1									
UTILI DERIVANTI DA:																								
a) azioni ordinarie																								
- partecipazioni qualificate	10 (10)	10/30 (11)													10 (10)									
- partecipazioni non qualificate																								
b) azioni di risparmio			15 (12)																					
PLUSVALENZE																								
a) su azioni di società quotate																								
- partecipazioni qualificate																								
- partecipazioni non qualificate																								
- su azioni di altre società																								
- partecipazioni qualificate																								
- partecipazioni non qualificate																								
b) su obbligazioni																								

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti**

	1982			1983			1984			1985			1986			1987			1988			1989		
	1/1								20/12															
UTILI DERIVANTI DA:																								
a) azioni ordinarie																								
- partecipazioni qualificate	10 (10)																							
- partecipazioni non qualificate																								
b) azioni di risparmio	15 (12)																							
PLUSVALENZE																								
a) su azioni di società quotate																								
- partecipazioni qualificate									P (13)															
- partecipazioni non qualificate																								
- su azioni di altre società																								
- partecipazioni qualificate									P (13)															
- partecipazioni non qualificate																								
b) su obbligazioni																								

segue Tav. 2

### Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari per le persone fisiche residenti

	1990			1991			1992			1993			1994			1995			1996		
			28/9	28/01	1/4				9/11					12/6		1/1					
UTILI DERIVANTI DA:																					
a) azioni ordinarie																					
- partecipazioni qualificate	10 (10)													10/12,50 (17)							
- partecipazioni non qualificate																					
b) azioni di risparmio	15 (12)															12,5					
PLUSVALENZE																					
a) su azioni di società quotate																					
- partecipazioni qualificate	P (13)		25 (15)																		
- partecipazioni non qualificate		(14)	25/15 (15)							E (16)											
- su azioni di altre società																					
- partecipazioni qualificate	P (13)		25 (15)																		
- partecipazioni non qualificate		(14)	25/15 (15)																		
b) su obbligazioni																					

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari  
per le persone fisiche residenti**

	1997			1998			1999			2000			2001			2002			2003			2004		
					1/7																1/1			
UTILI DERIVANTI DA:																								
a) azioni ordinarie																								
- partecipazioni qualificate	10/12,50 (17)			12,50 (18)																			P	
- partecipazioni non qualificate																								
b) azioni di risparmio	12,5																							
PLUSVALENZE																								
a) su azioni di società quotate																								
- partecipazioni qualificate	25 (15)			27 (19)																			P	
- partecipazioni non qualificate	E (16)			12,50																				
- su azioni di altre società																								
- partecipazioni qualificate	25 (15)			27 (19)																			P	
- partecipazioni non qualificate	25/15 (15)			12,50																				
b) su obbligazioni																								

## NOTE

- (1) Il DL. 23.12.1977, n. 936, conv. in L. 23.2.1978, n. 38, aumentò dal 16 per cento al 18 per cento la ritenuta sugli interessi, premi ed altri frutti dei depositi e c/c bancari e postali maturati dall'1.1.1978. Il successivo DL. 26.5.1978, n. 216, conv. in L. 24.7.1978, n. 388, aumentò la medesima ritenuta dal 18 per cento al 20 per cento, sempre per gli interessi maturati dall'1.1.1978.
- (2) Per i titoli emessi nel periodo 1.10.1980 - 30.9.1981 l'esenzione si applicava solo se la durata era superiore a 3 anni. Per i titoli emessi da ICS e Sez. di credito speciale l'esenzione decorreva dal 3.7.1980.
- (3) Con DL. 22.12.1981, n. 787, conv. in L. 26.2.1982, n. 52 venne istituita un'addizionale dell'8 per cento su IRPEG e ILOR e sulle ritenute di cui ai commi 1 e 2 dell'articolo 26 del DPR n. 600/1973 e al penultimo comma dell'articolo 27 del DPR n. 600/1973. L'addizionale fu abolita con effetto dall'1.10.1983 per gli interessi da depositi e c/c bancari e postali.
- (4) Il DL 550/1988 aveva portato la ritenuta al 25 per cento, poi ridotta al 18 per cento in sede di conversione.
- (5) Le cambiali finanziarie sono state introdotte con legge n. 43 del 13.1.94.
- (6) Per le obbligazioni emesse da società non quotate, a partire dal 1.1.1995 la ritenuta è pari al 12,5 per cento solo se il rendimento all'emissione è allineato ai limiti di legge. In caso contrario si applica il 30 per cento sui titoli emessi fino al 30.6.1998 e il 27 per cento su quelli emessi successivamente a tale data.
- (7) Per i depositi a risparmio postale l'aliquota del 27 per cento si applica a partire dal 9.8.1996.
- (8) Per le obbligazioni e titoli simili emessi dal 31.8.1996, in Italia o all'estero, si applica l'aliquota del 27 per cento, invece di quella del 12,5 per cento, se la scadenza dei titoli è inferiore ai 18 mesi.
- (9) I contratti di assicurazione sulla vita "misti" sottoscritti dopo il 1°1.2001 non hanno più diritto alla detrazione del 19 per cento dei premi versati. La tassazione, introdotta a partire dal 1.10.1985, è effettuata sempre con aliquota del 12,5 per cento sulla differenza tra capitale riscosso e premi versati. La base imponibile è ridotta del 2 per cento per ogni anno di durata del contratto superiore al decimo.

- (10) La ritenuta del 10 per cento si applicava a titolo di acconto.
- (11) La ritenuta del 30 per cento a titolo d'imposta poteva essere applicata su opzione del percettore. Per i dividendi la cui distribuzione era stata deliberata nel periodo 11.10.1976 - 31.12.1978 l'aliquota della cedolare secca era pari al 50 per cento. Dall'1.1.1977 era riconosciuto ai percettori un credito per l'imposta pagata dalla società.
- (12) Per le azioni di risparmio nominative era prevista la possibilità di opzione per la ritenuta d'acconto prevista per le azioni ordinarie.
- (13) Dal 20.12.1984 l'art. 3, comma 11, del DL 19.12.1984, n. 853, convertito nella L. 17.2.1985, n. 17, ha introdotto una presunzione assoluta di "intento speculativo" ai sensi dell'art. 76 del DPR n. 597/1973 per le cessioni di partecipazioni societarie qualificate. Fino al 31.12.1987 si consideravano qualificate le partecipazioni superiori al 2 per cento, 10 per cento o 25 per cento del capitale, rispettivamente per le società quotate, le società per azioni non quotate e le partecipazioni non azionarie. Dall'1.1.1988 le percentuali di partecipazione rilevanti sono state portate, rispettivamente, al 2 per cento, 5 per cento e 15 per cento (ridotta al 10 per cento dal 30.12.1993). La tassazione veniva realizzata attraverso l'inclusione delle plusvalenze nel reddito personale soggetto a tassazione progressiva.
- (14) Nel periodo 28.9.1990 – 27.1.1991 l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze si applicava a cura degli intermediari e con l'aliquota del 12,5 per cento o del 20 per cento a seconda che il periodo di possesso fosse stato di durata superiore o inferiore a 18 mesi (DL. 28.9.1990, n. 267, decaduto e sostituito dal DL. 27.11.1990, n. 350).
- (15) Dal 28.1.1991, il DL. 28.1.1991, n. 27, conv. con modificazioni dalla L. 25.3.1991, n. 102, ha introdotto due regimi di tassazione delle plusvalenze. Nel regime analitico l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze si applicava in sede di dichiarazione annuale e con l'aliquota del 25 per cento sulla differenza tra il prezzo di cessione e il costo di acquisto rivalutato, al netto di eventuali minusvalenze. Nel regime forfetario, non applicabile alle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate, il prelievo era operato dagli intermediari e con l'aliquota del 15 per cento (pari al 20 per cento fino al 31.3.1991, poi ridotta al 15 per cento per effetto della legge di conversione) su una plusvalenza teorica calcolata come percentuale (7 per cento fino

- al 23.5.1994; 14 per cento fino al 29.9.1997) del corrispettivo di cessione.
- (16) L'applicazione dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze derivanti da azioni quotate era stata sospesa dal 9.11.1992 (DL. 9.9.1992, n. 372, conv. in L. 5.11.1992, n. 429).
- (17) La ritenuta del 12,5 per cento si applicava, in via opzionale, sugli utili distribuiti da società quotate.
- (18) La ritenuta si applica a titolo d'imposta sugli utili relativi a partecipazioni non qualificate, con opzione per la tassazione progressiva. Per i dividendi la cui distribuzione è stata deliberata dall'1.1.2004 non è più ammessa l'opzione per la tassazione progressiva.
- (19) Dall'1.7.98 si considerano qualificate le partecipazioni superiori al 2 o al 20 per cento dei diritti di voto ovvero al 5 o al 25 per cento del patrimonio, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Adonnino, P. (1967), *Il regime tributario italiano delle operazioni di credito a medio e lungo termine*, in "La Rivista Tributaria," vol. XXXVII.
- Alworth, J. Arachi, G. e R. Hamaui, (2003), "What's Come to Perfection Perishes": *Adjusting Capital Gains Taxation in Italy*, in "National Tax Journal", vol. LVI, n. 1, Part 2, marzo.
- Ancidoni, G. (1999), *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*, in "Bancaria", n. 4.
- Ancidoni, G., Bianchi, B., Ceriani, V., Coraggio, P., Di Majo, A., Marcelli, R. e N. Pietrafesa (1987), *La tassazione e i mercati finanziari*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 94, agosto.
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, diverse annate.
- Banfi, A. e M.L. Di Battista (a cura di) (1998), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, il Mulino.
- Berliri, A. (1969), *Il Testo unico delle imposte dirette*, Milano, Giuffrè.
- Bernardino, A. (1961), *Famiglia (Imposta di)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- Bernareggi, G.M. (1986), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia*, in "Economia Pubblica", n. 4-5.
- \_\_\_\_\_ (1987), *Nota aggiuntiva sul tema della tassazione dei titoli pubblici*, in "Economia Pubblica", n. 9-10.
- \_\_\_\_\_ (1995), *Lo stato della controversia sulla tassazione dei titoli pubblici*, in G: Muraro e N. Sartor (a cura di), *La tassazione delle attività finanziarie*, Milano, Franco Angeli.
- Bianchi, B. (1975a), *La struttura dei tassi d'interesse*, in F. Cotula. e P. De Stefani (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Roma, Bulzoni Editore.
- \_\_\_\_\_ (1975b), *La regolazione delle emissioni di valori mobiliari*, in F. Cotula e P. De Stefani (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Roma, Bulzoni Editore.

- \_\_\_\_\_ (1980), *Recenti sviluppi del mercato obbligazionario: struttura di mercato, variabilità dei tassi, indicizzazione e trattamento fiscale*, in "Bancaria", n. 10.
- Bianchi, B., Marcelli, R. e V. Mezzacapo (1982), *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 14.
- Bonci, R. e M. Coletta, (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 ad oggi*, in questo volume.
- Bordignon, M., Giannini, S. e P. Panteghini (1999), *Corporate Taxation in Italy: an Analysis of the 1998 Reform*, in "FinanzArchiv", vol. 56, n. 3-4.
- Bosisio, O. (1970), *Imposte e tasse. Guida pratica aggiornata con le ultime leggi*, Milano, Pirola Editore.
- Bufacchi, I. (1996), *Ma l'estero vuole certezze sulla riforma*, Milano, Il Sole 24 Ore, 12 marzo.
- Caleffi, F. e L. Pecchi, (1995), *Aiuta i mercati la riforma delle ritenute sui titoli*, Milano, Il Sole 24 Ore, 6 ottobre.
- Capomassi, L., Ceriani, V., Coraggio, P., Gasbarrini, M.G., Marcelli, R. e N. Pietrafesa (1989), *La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE alla luce della liberalizzazione valutaria*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 114, febbraio.
- Caranza, C. e C. Cottarelli (1986), *Financial Innovation in Italy: a Lopsided Process*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 64.
- Carbonetti, F. (1988), *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 19.
- Ceriani, V. e G. Ferri (1991), *Effetti della ritenuta d'acconto sugli interessi interbancari*, in "Politica Economica", n. 2.
- Ceriani, V., Ferri, G. e A. Generale (1992a), *Fiscalità sui titoli ed espansione dei crediti bancari*, in "Bancaria", nn. 7-8 (Parte I) e 9 (Parte II).
- Ceriani, V., Frasca, F.M. e D. Monacelli (1992b), *Il sistema tributario e il disavanzo pubblico: problemi e prospettive*, in Ente "Luigi Einaudi"

- (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (1998a), *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie*, Audizione alla Commissione Parlamentare Riforma Fiscale del 27 maggio 1998.
- \_\_\_\_\_ (1998b), *Tassazione delle attività finanziarie e sviluppo del risparmio gestito*, in “Bancaria”, n. 6.
- \_\_\_\_\_ (2000), *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri.
- \_\_\_\_\_ (2003), *L'economia italiana: un problema di crescita*, Relazione alla 44<sup>a</sup> riunione scientifica annuale della Società italiana degli economisti, Salerno, 25 ottobre.
- Codogno, L. e A. Zorzi (1996), *I rendimenti lordi dei titoli di Stato: la componente fiscale e l'impatto della nuova riforma*, in “Bancaria”, n. 10.
- Consiglio di Borsa (1996), *Guida al prestito titoli in Italia*, Roma, Bancaria Editrice.
- Corinti, A. e G. Cucinotta (1998), *Le polizze Index e Unit Linked in Italia*, in “Quaderni ISVAP”, n. 5.
- Corvino, G. e G. Gandolfi (2001), *I prodotti assicurativi vita*, in P.L. Fabrizi, G. Forestieri e P. Mottura (a cura di), *Gli strumenti e i servizi finanziari*, Milano, EGEA.
- Cosciani, C. (1972) *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, in “Bancaria”, n. 5.
- D'Amati, N. (1967), *Reddito (Imposta complementare sul)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- \_\_\_\_\_ (1968), *Ricchezza mobile (Imposta di)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- De Bonis, R. (2006), *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in questo volume.
- Denicolò, V. (1987), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici sul bilancio dello Stato*, in “Politica Economica”, n. 2.
- De Nova, G., Gerelli, E., Tremonti, G. e G. Visentini (a cura di) (1984), *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civilistica e fiscale*, Milano, Franco Angeli.

- Di Giovanni, M. e A. Varisco (1992), *L'abolizione della ritenuta sugli interessi interbancari*, in "Bancaria", n. 3.
- Di Majo, A. (1974), *Il teorema di Modigliani-Miller, il costo del capitale e la tassazione del reddito d'impresa in Italia*, in "Rivista Internazionale di Scienze Sociali", n. 4.
- Di Majo, A. (1980), *Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi in Italia*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 3, giugno.
- Di Majo, A. e F.M. Frasca (1975), *Imposizione personale e distribuzione dei redditi in Italia*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 4, giugno.
- Di Majo, A., Panzeri, C.M., Pisanti, C. e P. Rossi (1981), *Modifiche del trattamento tributario degli interessi dei titoli pubblici e redditività delle aziende di credito*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 10.
- Di Majo, A. e D. Franco (1987a), *Gli effetti delle imposte sulla convenienza a detenere titoli pubblici in Italia*, in "Moneta e Credito", vol. XL, n. 157.
- \_\_\_\_\_ (1987b), *Tassazione, aziende di credito e titoli del debito pubblico (1974-1986)*, in "Studi e Informazioni", n. 1-2.
- Drudi, F. e G. Majnoni (1993), *La domanda estera di titoli pubblici e le determinanti dei differenziali di rendimento*, in V. Conti e R. Hamaui (a cura di), *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Efama – European Fund and Asset Management Association (2005), *Quarterly Statistical Release*, n. 21.
- Einaudi, L. (1913), *Immunità o tassazione dei titoli di debito pubblico?*, in *Cronache Economiche e Politiche di un trentennio (1893-1925)*, Torino, Einaudi, 1960.
- Falsitta, G. (1966), *Le plusvalenze nel sistema dell'imposta mobiliare*, Milano, Giuffrè.
- Favero, C., Giavazzi, F. e L. Spaventa (1996), *High Yields: the Spread on German Interest Rates*, NBER, Working Paper n. 5408.
- Flaminio, F.D. (1995), *Tesoro e Finanze studiano rimborsi lampo per i BTP*, Milano, "Il Sole 24 Ore", 3 maggio.

- Focarelli, D. e R. Tedeschi (1993), *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 189, gennaio.
- Fornero, E. (1993), *Risparmio, assicurazioni e fondi pensione. Un riesame della microeconomia delle scelte previdenziali*, in "Giornale degli economisti e annali di economia", vol. LII, n. 1-3.
- Franco, D. e N. Sartor (1988), *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 102.
- Frasca, F.M. e R. Paladini (1988), *The Distributive Effects of Taxation of the Public Debt in Italy*, in "Economic Notes", n. 3.
- Gangemi, L. (1967), *Sistemi finanziari comparati*, Torino, UTET.
- Giannini, S. (1997), *Effetti sulle scelte finanziarie delle riforme della tassazione del reddito di impresa*, in P.V. Renzi (a cura di), *La riforma della tassazione del reddito di impresa*, Atti del Convegno tenuto ad Ancona il 9 maggio 1997, Ancona, Clua Edizioni.
- Giannini, S. e M.C. Guerra (1999), *Il sistema tributario verso un modello di tassazione duale*, in L. Bernardi (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 1999*, Bologna, il Mulino.
- \_\_\_\_\_ (2000), *Dove eravamo e dove siamo: il sistema tributario dal 1990 al 2000*, in L. Bernardi (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 2000*, Bologna, il Mulino.
- Giorgi, G. (1968), *Imposta di ricchezza mobile e imposta società*, Roma, Nuova rivista tributaria - Editrice.
- Giovannini, A. (1996), *La politica del debito pubblico in Italia*, in A. Monorchio (a cura di), *La finanza pubblica in Italia dopo la svolta del 1992*, Bologna, il Mulino.
- \_\_\_\_\_ (1997), *La gestione del debito pubblico*, in "Politica e mezzogiorno", anno VI, nn. 3-4.
- Giovannini, A. e G. Piga (1993), *Perché sono alti i tassi di interessi in Italia?*, in V. Conti e R. Hamaui (a cura di), *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Guerra, M.C. (1989), *Imposte e mercati finanziari*, Bologna, il Mulino.

- \_\_\_\_\_ (1998), *Il riordino della tassazione sui redditi di capitale e sui redditi diversi*, in *Rapporto Irs sul Mercato Azionario* – Milano, Il Sole 24 Ore libri.
- \_\_\_\_\_ (2001), *La previdenza complementare deve essere incentivata fiscalmente?*, in “Rivista della previdenza pubblica e privata”, n. 2.
- \_\_\_\_\_ (2004), *La disciplina fiscale dei fondi pensione*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Hamaui, R. e G. Quarantini (1998), *La riforma della tassazione delle attività finanziarie*, in F. Giavazzi, A. Penati e G. Tabellini (a cura di), *La Costituzione fiscale*, Bologna, il Mulino.
- La Malfa, G. e R. Valiani (1974), *Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in “Moneta e Credito”, n. 105.
- Magliocco, A., Pitaro, D., Ricotti, G. e A. Sanelli (1999), *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica, n. 50.
- Magliocco, A. e A. Sanelli (2004), *Tassazione e sviluppo del venture capital in Europa e negli Stati Uniti. Modelli fiscali a confronto*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Marseglia, G. e C.R. Rizzo (1997), *L'aliquota fiscale effettiva: una nuova chiave di lettura per la curva dei rendimenti dei Btp*, in “Bancaria”, n. 3.
- Matteuzzi, M. (1985), *Vecchi e nuovi problemi nella tassazione delle società di capitali con redditi esenti*, in “Bancaria”, n. 3.
- \_\_\_\_\_ (1988), *Nota sulla tassazione dei titoli pubblici e incentivi alla speculazione per le imprese*, in “Politica Economica”, n. 3.
- Merlino, R. (1960), *L'imposta complementare progressiva sul reddito nel diritto e nella pratica*, Roma, Centenari.
- Mignarri, E. (1992), *La tassazione dei proventi degli O.I.C.V.M. e delle SICAV*, in “Bancaria”, n. 11.
- Minotti, M. (1993), *Sui fondi pensione pesa una fiscalità punitiva*, in “Bancaria”, n. 9.

- Montuori, L. (1960), *Note sulle tassazioni in base al bilancio*, Torino, Giappichelli.
- Morcaldo, G. (1992), *Il ruolo e le dimensioni del settore pubblico: alcune analisi retrospettive e linee di riforma*, in Ente “Luigi Einaudi” (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Bologna, il Mulino.
- Olivieri, A. (1995), *Niente ritenuta per l'estero e i Btp decollano di 2 punti*, Milano, Il Sole 24 Ore, 7 dicembre.
- Onado, M. (a cura di) (2004), *Il risparmio gestito*, Roma, Bancaria Editrice.
- Panteghini, P. (1998), *Alcune considerazioni sulla Dual Income Tax italiana*, in “Rivista di Diritto finanziario e Scienza delle finanze”, vol. 57, n. 1.
- Panzeri, M.C. (2002), *La tassazione delle rendite finanziarie*, in AA.VV., *La riforma della riforma: da Visco a Tremonti*, Atti del Convegno del 6 giugno 2002 presso l'Università di Roma, allegato de Il Fisco, n. 26 del 2002.
- Panzeri, M.C. e G. Ancidoni (2003), *La fiscalità della previdenza complementare*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, Giuffrè.
- Penati, A. (1993), *Quale struttura a termine? Un'analisi dell'impatto fiscale sulla struttura temporale dei rendimenti*, in V. Conti e R. Hamaui (a cura di) *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Penati, A. e J. Alworth (1995), *Titoli di Stato: una ritenuta da abolire*, Milano, Il Sole 24 Ore, 6 agosto.
- Persano Adorno, P. e P. Mattei (1998), *Il trattamento fiscale del risparmio assicurativo sulla vita e delle forme pensionistiche complementari*, in “Quaderni ISVAP”, n. 2.
- Piazza, G. (1968), *Ritenuta d'acconto o Imposta sugli utili delle società*, Milano, Edizione Consulente delle Aziende.
- Pietrafesa, N. (1966), *Sul trattamento fiscale relativo alla provvista di capitali attuata mediante emissioni di titoli a reddito fisso*, in “Bancaria”, nn. 8 (Parte I) e 9 (Parte II).

- Pisanti, C. e G. Mastrangelo (2003), *Evoluzione dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, Giuffrè.
- Piscitelli, I. (1986), *Si complica tra fisco e imprese la partita sui titoli esenti*, in "Bancaria", n. 4.
- Ricotti, G. (2000), *Potenzialità effettive della DIT quale strumento di riduzione della pressione tributaria*, in "Rassegna Tributaria", n. 2.
- Ricotti, G. e A. Sanelli (2004), *Fiscalità e sviluppo del mercato dei fondi comuni nell'Unione europea*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Rossi, C. (1979), *Note sull'imposta sostitutiva e sul trattamento fiscale degli interessi*, in "Rivista di Politica Economica", n. 11.
- Sarcinelli, M. (1987), *Pensieri in tema di debito pubblico*, in "Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze", n. 1.
- Sartor, N. (1993), *La tassazione delle plusvalenze patrimoniali in Italia dalla riforma tributaria al decreto n. 372/1992*, in G. Muraro e N. Sartor (a cura di), *La tassazione delle plusvalenze finanziarie*, Padova, Cedam.
- Scarpelli, G. (2001), *La gestione del debito pubblico in Italia*, Roma, Edibank.
- Spaventa, L. (1987), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia: una nota*, in "Economia Pubblica", n. 1-2.
- Sylos Labini, P. (1989), *La riduzione dei tassi dell'interesse*, in "Moneta e Credito", n. 168.
- Tremelloni, R. (1964), *L'attività tributaria dal 1954 al 1964 - Relazione al Presidente del Consiglio del Ministro per le Finanze*, Istituto Poligrafico dello Stato.
- Uckmar, V. (1976), *Società (Imposta sulle)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- Valiani, R. (1976), *Aspetti economici ed equitativi della tassazione nel mercato monetario e finanziario*, in "Economia del Lavoro", n. 3.
- Vicarelli, F. (1970), *L'esportazione di banconote nell'esperienza italiana dell'ultimo decennio: una analisi quantitativa*, in "Studi Economici", n. 4.

- Visentini, B. (1969), *Riforma tributaria: un problema di volontà politica*, in E. Gerelli e M. Vitale (a cura di), *È fallita la riforma tributaria?*, Milano, Franco Angeli.
- Whitehouse, E. (1999), *The Tax Treatment of Funded Pensions*, in “Social Protection” Discussion Paper, n. 99-10, World Bank.
- Zatterin, M. (1989), *Nuove regole e vecchi titoli*, in S. Bencini (a cura di), *I nuovi BOT*, Venezia, Marsilio Editori.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. RICOTTI E A. SANELLI

*Silvia Giannini\**

Il lavoro di Alessandra Sanelli e Giacomo Ricotti rappresenta un interessante *excursus* sulle modalità con cui la politica tributaria ha contribuito, nel corso degli ultimi quattro decenni, a modellare la morfologia dei mercati finanziari e a influenzare le scelte di portafoglio degli investitori in Italia.

L'evoluzione del trattamento fiscale delle attività finanziarie è ricostruita con particolare cura e chiarezza. Gli autori compiono un notevole sforzo per individuare alcune possibili chiavi di lettura dei cambiamenti intervenuti negli ultimi quarant'anni. Ne emerge un quadro interessante e variegato, che offre anche utili spunti di riflessione in vista di futuri interventi di riforma.

Come è stato evidenziato dalla letteratura (cfr., per tutti, Bernheim, 2002), la tassazione influenza non tanto il volume complessivo, quanto l'allocazione del risparmio, ossia le scelte di impiego fra prodotti e circuiti diversi. Gli studi empirici, perlopiù limitati al caso statunitense, sembrano confermare queste conclusioni. Pur se affetti da una serie di limitazioni metodologiche, tali studi mostrano come la tassazione eserciti effetti di maggior rilievo sulla scelta delle attività in cui investire il risparmio (*asset selection*), rispetto alla decisione di quanto investire in ciascuna attività (*asset allocation*).

In questo senso è vero che "il fisco conta", come concludono gli autori. Occorre tuttavia fare delle distinzioni, come sottolineato da Ricotti e Sanelli. Con riferimento all'Italia, in alcuni casi la tassazione ha rappresentato il principale fattore, se non l'unico, di sviluppo di uno strumento o mercato finanziario. In altre occasioni il fisco ha contribuito, in concorso con altri elementi, a delineare l'evoluzione dei mercati finanziari, orientando le scelte dei risparmiatori verso date forme di impiego. A questo proposito, è significativo il legame, evidenziato nel lavoro, tra fisco e regolamentazione. Infine, ci sono casi in cui il fisco non solo non è stato determinante per favorire lo sviluppo di un comparto, ma non è riuscito ad avere alcuna influenza, essendo prevalsi altri fattori.

---

\* Docente di Economia Pubblica presso l'Università di Bologna.

Significativo a questo riguardo è l'esempio della previdenza integrativa, rispetto al quale gli incentivi fiscali non sono stati in grado di agevolare lo sviluppo del comparto.

Un altro aspetto evidenziato dagli autori è la maggiore attenzione prestata negli ultimi anni alla neutralità della tassazione. In passato il sistema fiscale è stato contraddistinto da numerosi elementi di irrazionalità. Le scelte compiute rispondevano spesso a logiche contraddittorie: talvolta si "rincorreva il mercato", nel tentativo di chiudere i possibili spazi di elusione fiscale; in altri casi, viceversa, con la leva fiscale si introducevano incentivi per favorire lo sviluppo di dati strumenti o comparti finanziari.

Dagli anni novanta si è assistito a un progressivo mutamento di rotta a favore della neutralità. Gli autori riconducono questo mutamento soprattutto all'internazionalizzazione dei mercati. Anche a mio avviso, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'integrazione dei mercati hanno contribuito ad attenuare gli intenti allocativi delle scelte di politica tributaria.

Tra i fattori che, invece, non hanno favorito la neutralità sono da annoverare le esigenze di gettito. Ad esempio, negli anni ottanta il crescente fabbisogno erariale ha portato ad aumentare l'aliquota sui depositi, contribuendo ad acuire le distorsioni sul mercato finanziario. Un altro esempio è stato rappresentato dall'aumento dell'aliquota societaria, che ha innalzato il divario con gli altri paesi europei nella tassazione delle imprese.

Il processo verso la neutralità non è completo, come conferma, tra l'altro, la permanenza di due distinte aliquote di tassazione dei redditi delle attività finanziarie. Negli ultimi anni sono stati, anzi, introdotti nuovi elementi di non-neutralità, ad esempio con l'abolizione dell'equalizzatore per l'equiparazione della tassazione delle plusvalenze realizzate a quelle maturate, e nuovi incentivi, che andrebbero ripensati, come quelli a favore della previdenza complementare di recente introdotti (anche se a valere dal 2008). Vi sono poi alcuni arretramenti, come l'abolizione della *Dual income tax*, che ha contribuito a riaprire il divario tra finanziamento con capitale di debito e finanziamento con capitale di rischio.

A quest'ultimo proposito, sottolineo che non si può riformare la tassazione dei redditi finanziari disgiuntamente da quella societaria. L'intreccio tra i due elementi non può essere trascurato, e non potrà essere ignorato anche in eventuali proposte future di riforma.

Sotto questo profilo, ritengo che il lavoro dovrebbe essere integrato estendendo l'analisi alla tassazione societaria. Il paper, infatti, contiene solo qualche richiamo ai profili inerenti alla tassazione delle imprese. Una trattazione più sistematica di questo aspetto potrebbe rappresentare un utile completamento dell'analisi storica condotta dagli autori, soprattutto se si considerano le strette interazioni fra tassazione societaria e regime fiscale dei proventi finanziari in capo agli investitori.

La lettura di un paper così analitico stimola interrogativi su cosa accada negli altri paesi della UE, ovvero su quale rapporto vi sia all'estero tra fisco, prodotti e mercati. Anche questo aspetto potrebbe costituire un elemento da prendere in considerazione per futuri approfondimenti: se risulta più difficoltosa, per ovvie ragioni, una ricostruzione storica della tassazione delle attività finanziarie, sarebbe in ogni caso interessante esaminare lo *status quo* a livello comparato, con un lavoro simile a quello che gli stessi autori hanno effettuato sui fondi comuni nella UE.

Infine, tenuto conto del pregevole sforzo di ricostruzione delle variabili fiscali, nonché dei conti finanziari, effettuato in occasione di questa ricerca, in una prospettiva storica sufficientemente lunga e densa di eventi, sarebbe molto interessante se gli autori utilizzassero in futuro queste informazioni per approfondire, attraverso indagini econometriche, il contributo del fisco alla morfologia dei conti finanziari italiani, individuando i settori che hanno risentito di questo influsso in misura più significativa.

#### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Bernheim, B.D. (2002), *Taxation and Savings*, in A. Auerbach e M. Feldstein (a cura di.), *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, North Holland.

## EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA SUI FLUSSI FINANZIARI: IL CASO ITALIANO

*Riccardo Bonci\* e Francesco Columba\**

### 1. Introduzione

Una ricca letteratura, iniziata con il lavoro di Sims (1980), ha analizzato con modelli regressivi autovettoriali (VAR) gli effetti degli shock esogeni di politica monetaria sul ciclo economico, considerando l'economia nel suo insieme. L'effetto di variazioni inattese della politica monetaria sulle decisioni di investimento/indebitamento finanziario delle singole categorie di agenti del sistema economico – imprese, famiglie, Amministrazioni pubbliche – non è stato, invece, approfondito in egual misura. Ciò nondimeno, l'analisi dei cambiamenti della domanda e dell'offerta di attività e passività finanziarie attuati dai diversi settori dell'economia, in risposta a movimenti inattesi del tasso di interesse di *policy*, è di sicuro interesse per approfondire ulteriormente l'analisi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Per cogliere la dimensione settoriale della propagazione degli impulsi di politica monetaria, Christiano, Eichenbaum ed Evans (di seguito CEE, 1996) studiano l'effetto della politica monetaria statunitense sull'attività economica con un modello VAR che utilizza i dati trimestrali dei *flow of funds* dal 1961 al 1991. Ciò consente un'analisi per settore delle variazioni delle attività e delle passività finanziarie (flussi finanziari attivi e passivi) e, nell'ambito di entrambi gli aggregati, delle differenti categorie di strumenti finanziari. Le ragioni per le quali la letteratura non ha successivamente approfondito questa linea di ricerca, per esempio estendendo l'analisi ad altri paesi, sono probabilmente da ricercarsi nella mancanza di serie storiche di profondità, frequenza e livello di dettaglio adeguati.

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Desideriamo ringraziare Massimo Caruso, Riccardo De Bonis, Leonardo Gambacorta, Stefano Neri, Andrea Nobili, Luigi Federico Signorini e i partecipanti a due seminari presso la Banca d'Italia per utili commenti e discussioni, Massimo Coletta per il prezioso aiuto nella costruzione della base dati, Luisa Dell'Armi ed Edvige Lucci per l'assistenza editoriale. Le opinioni espresse sono esclusivamente degli autori e non coinvolgono la responsabilità dell'Istituto.

La recente disponibilità di serie storiche trimestrali dei conti finanziari italiani ricostruite dal 1980 consente, ora, di analizzare gli effetti della politica monetaria sulla domanda/offerta di fondi finanziari da parte degli agenti economici. A tal fine, questo lavoro utilizza un modello VAR che permette di sfruttare il valore informativo dell'eterogeneità delle risposte dei settori dell'economia agli shock della politica monetaria.

A nostra conoscenza questo lavoro dovrebbe rappresentare il primo tentativo di utilizzare uno schema contabile integrato e dettagliato come i conti finanziari per esaminare gli effetti della politica monetaria in Italia. Secondo l'analisi sviluppata nelle pagine seguenti, l'utilizzo di questa base dati arricchisce la valutazione empirica degli effetti della politica monetaria, fornendo elementi utili per una sua migliore comprensione e offrendo nuovi interessanti spunti di riflessione.

## 2. Letteratura

Negli ultimi anni l'utilizzo della metodologia VAR per valutare gli effetti degli shock inattesi di politica monetaria sul sistema economico si è molto diffuso<sup>1</sup>. In questo paragrafo richiamiamo alcuni risultati della letteratura utili per la successiva analisi che si avvale dei dati dei conti finanziari.

La valutazione empirica della reazione dell'acquisizione di attività finanziarie e dell'emissione di passività finanziarie, da parte delle diverse categorie di agenti economici, agli shock di politica monetaria è stata effettuata per la prima volta da CEE (1996) con i dati sui *flow of funds* statunitensi. Secondo uno dei risultati, dopo una restrizione monetaria i fondi netti raccolti dalle imprese sui mercati finanziari, ovvero le passività emesse al netto delle attività acquisite, aumentano per circa un anno e iniziano a diminuire solo successivamente, quando l'effetto recessivo della restrizione inizia a produrre i suoi effetti. Tale risultato indicherebbe l'esistenza di attriti finanziari che impediscono alle imprese di adeguare immediatamente il livello delle loro scorte al nuovo e inferiore livello della domanda, come, invece, previsto dai modelli monetari standard del ciclo economico. Ciò sarebbe dovuto alla capacità limitata delle imprese di ridurre rapidamente il livello delle spese nominali, probabilmente per

---

<sup>1</sup> Per una rassegna della letteratura si vedano, tra gli altri, Bagliano e Favero (1998), Bernanke e Mihov (1998), Christiano, Eichenbaum ed Evans (1999) e Kim (1999; 2001).

l'esistenza di vincoli contrattuali. Un secondo risultato è che le famiglie non adeguano le proprie scelte di portafoglio agli shock di politica monetaria per alcuni trimestri, in linea con quanto previsto dai modelli di *limited participation*<sup>2</sup>, nei quali si ipotizza un certo grado di rigidità nell'adeguamento delle attività e delle passività finanziarie delle famiglie alle mutate condizioni economiche. I tre economisti, infine, osservano, seppur in maniera non concordante con l'intuizione, una temporanea riduzione dei fondi netti raccolti dal settore pubblico, ovvero un miglioramento del suo saldo finanziario<sup>3</sup>.

Poiché siamo interessati a estendere lo schema di analisi di CEE (1996) al caso italiano, riteniamo importante confrontare i nostri risultati con quelli degli economisti che hanno utilizzato modelli VAR per lo studio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in Italia, richiamandone brevemente alcuni risultati.

Gaiotti (1999) individua nel tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale tra la Banca d'Italia e il sistema creditizio l'indicatore più idoneo della politica monetaria in Italia<sup>4</sup>. Utilizzando un modello VAR strutturale, egli osserva che, in seguito a un aumento del tasso di interesse di *policy*, si ha una diminuzione della produzione e del livello dei prezzi, coerentemente con i risultati della letteratura internazionale.

De Arcangelis e Di Giorgio (2001) forniscono un ulteriore termine di paragone, proponendo un metodo di identificazione basato su una dettagliata analisi istituzionale della prassi operativa della politica monetaria italiana negli anni novanta. I risultati dell'analisi li persuadono a scegliere il tasso di interesse overnight come il miglior indicatore della politica monetaria. Il tasso di cambio, inoltre, ha un ruolo fondamentale nella loro specificazione, avendo essi classificato l'Italia come una piccola economia aperta.

<sup>2</sup> Si veda al riguardo Christiano, Eichenbaum ed Evans (1997).

<sup>3</sup> Gli autori definiscono questo risultato *puzzling* e avanzano l'ipotesi che ciò sia da addebitarsi a un aumento delle entrate fiscali derivanti dall'imposizione sulle persone fisiche, atteso che la posizione finanziaria delle famiglie non varia nei primi trimestri seguenti lo shock.

<sup>4</sup> Si rimanda a Gaiotti (1999) per un'accurata analisi della trasmissione della politica monetaria italiana dal 1967 al 1997; cfr. pure Buttiglione, Del Giovane e Gaiotti (1997), Passacantando (1996) e Gaiotti e Rossi (2004).

Dedola e Lippi (2005) analizzano il meccanismo di trasmissione delle politica monetaria con dati disaggregati relativi a cinque paesi industrializzati, tra cui l'Italia. Essi individuano differenze significative degli effetti della politica monetaria a seconda del settore produttivo considerato. Le risposte della produzione nei diversi settori risultano sistematicamente correlate con la durata temporale del prodotto, il bisogno di finanziamento, la capacità di indebitamento e la dimensione delle imprese. Seguendo Christiano, Eichenbaum ed Evans (1999; nel seguito CEE, 1999), per identificare la componente inattesa della politica monetaria gli autori utilizzano l'assunzione di ricorsività nella causalità delle variabili, che sembra funzionare adeguatamente per il caso italiano.

Neri (2004) si concentra sulla relazione tra politica monetaria e corsi azionari, proponendo un VAR strutturale per studiare il caso italiano. Analogamente ad altri lavori, si sceglie uno schema identificativo *à la* Choleski per il blocco della matrice di varianza-covarianza dei residui di forma ridotta, corrispondente all'indice del prezzo delle materie prime, al tasso di cambio nominale, al prezzo dei beni al consumo e alla produzione industriale. Restrizioni non ricorsive vengono, invece, imposte sulle equazioni per il tasso di interesse a breve termine, per l'aggregato monetario e per l'indice del mercato azionario. I risultati del lavoro sono coerenti anche con lavori che utilizzano schemi identificativi differenti.

Per quanto concerne lo studio della reazione delle imprese italiane agli shock di politica monetaria, Gaiotti e Generale (2002) analizzano gli effetti della politica monetaria sul comportamento di investimento di alcune categorie di imprese italiane, utilizzando una base dati panel estratta dagli archivi della Centrale dei bilanci. I principali risultati ottenuti indicano che le variabili finanziarie sono rilevanti e che la differenza nella risposta dell'investimento dei diversi tipi di imprese non è trascurabile<sup>5</sup>.

### 3. I conti finanziari

I dati dei conti finanziari consentono di esaminare le relazioni che legano le posizioni finanziarie dei diversi settori dell'economia, rendendo possibile la riconciliazione a livello macroeconomico tra gli investimenti e il risparmio, pur prevedendo la possibilità per i singoli settori di investire

---

<sup>5</sup> Si veda anche Guiso *et al.* (1999).

nel capitale tangibile somme diverse dall'ammontare del proprio risparmio. Per ogni settore, infatti, la differenza tra gli investimenti fissi e il risparmio lordo è, per definizione, pari all'indebitamento (o, se di segno positivo, all'accreditamento) finanziario netto. Per il generico settore  $i$  si ha:

$$I^i - S^i = FL^i - FA^i = \text{ricorso netto a nuovi finanziamenti} \quad (1)$$

dove  $S$  è il risparmio, ovvero l'eccesso del reddito disponibile sul consumo,  $I$  rappresenta gli investimenti fissi lordi (creazione di capitale tangibile e variazioni delle scorte),  $FL$  e  $FA$  sono, rispettivamente, i flussi di passività e attività finanziarie nette<sup>6</sup>.

Poiché a ogni attività finanziaria di un settore corrisponde necessariamente una passività finanziaria di un altro settore<sup>7</sup> (compreso il settore estero), per l'economia nel suo complesso l'eguaglianza  $FL = FA$  e l'equazione (1) si riducono alla ben nota identità di contabilità nazionale  $I = S$ . La variabile "ricorso netto a nuovi finanziamenti" indica, se di segno positivo, un indebitamento del settore considerato verso gli altri settori, per finanziare un flusso di investimenti (reali) maggiore del proprio risparmio; se di segno negativo, la variabile indica il prestito netto di fondi che il settore  $i$  concede agli altri settori, disponendo di risparmio in eccesso rispetto alle proprie decisioni di investimento reale.

Adottando la classificazione propria dei conti finanziari, dividiamo l'economia nei seguenti settori<sup>8</sup>: (i) famiglie, (ii) imprese (società non finanziarie), (iii) società finanziarie, (iv) Amministrazioni pubbliche, (v) estero. Per ogni settore, oltre ai fondi finanziari netti raccolti, esaminiamo separatamente il totale delle attività (FA) e delle passività (FL) finanziarie. Inoltre nel caso delle famiglie e delle imprese effettuiamo alcuni

<sup>6</sup> I flussi (o variazioni) dei conti finanziari sono "netti", nell'accezione per cui i flussi di attività finanziarie sono calcolati come acquisizioni di attività finanziarie al netto delle dismissioni delle stesse e analogamente per le passività.

<sup>7</sup> O dello stesso settore, essendo i conti finanziari utilizzati in questo lavoro prodotti su base non consolidata.

<sup>8</sup> In questo lavoro consideriamo nel settore famiglie le sole "famiglie consumatrici", avendo incluso le "famiglie produttrici" (società semplici o di fatto e imprese individuali) tra le imprese (società non finanziarie). Nei conti finanziari pubblicati dalla Banca d'Italia nel Supplemento trimestrale al Bollettino Statistico, invece, le "famiglie consumatrici" sono classificate insieme a quelle produttrici nel settore famiglie. Le società finanziarie includono le banche, i fondi comuni monetari, gli ausiliari finanziari, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione (la Banca d'Italia non è inclusa). Fanno parte delle Amministrazioni pubbliche, l'Amministrazione centrale, gli enti locali e gli enti di previdenza e assistenza sociale. Il settore estero include le unità istituzionali non residenti in Italia.

approfondimenti su specifiche categorie di strumenti finanziari. Per le famiglie, per esempio, analizziamo distintamente, tra le attività, i depositi e il circolante, i titoli a breve termine, i titoli a lungo termine e le azioni (quotate e non quotate); tra le passività distinguiamo i prestiti a breve da quelli a medio-lungo termine. Con riferimento alle imprese, invece, ci concentriamo in maggior misura sulle passività, distinguendo tra breve e medio-lungo termine, e suddividendo queste ultime tra azioni e altri titoli (obbligazioni societarie e prestiti a lungo termine).

Utilizziamo una recente ricostruzione delle serie storiche dei conti finanziari italiani (flussi trimestrali attivi e passivi) dal 1980, realizzata dalla Direzione Statistica del Servizio Studi della Banca d'Italia.

La figura 4 mostra i dati trimestrali del ricorso netto a nuovi finanziamenti (valori positivi) o del prestito netto di fondi (valori negativi) per i settori dal 1980 al 2002. Le famiglie italiane sono prestatrici nette in tutto il periodo: questo settore, nel caso italiano, ha storicamente sperimentato un eccesso di risparmio rispetto alle proprie necessità di investimento; al contrario le Amministrazioni pubbliche e, con poche eccezioni, le imprese, mostrano regolarmente un fabbisogno di nuovi finanziamenti<sup>9</sup>.

## 4. Misure degli shock di politica monetaria

### 4.1 Identificazione

Seguendo CEE (1999) utilizziamo un VAR ricorsivo<sup>10</sup> che include la produzione industriale, l'indice dei prezzi al consumo, il prezzo all'importazione delle materie prime, il tasso di cambio nominale tra la lira e il marco<sup>11</sup>, il tasso di interesse di *policy* (il tasso sulle operazioni pronti contro termine<sup>12</sup>) e un aggregato monetario (M2). Nei modelli VAR

<sup>9</sup> Si vedano al riguardo Fazio (2004) e Paiella (2002).

<sup>10</sup> Il modello è descritto in dettaglio nell'Appendice.

<sup>11</sup> Il tasso di cambio dal gennaio 1999 è una costante a seguito dell'adozione delle parità irreversibili tra le valute dell'area dell'euro.

<sup>12</sup> Dal 1980 al 1991: tasso di interesse medio sulle anticipazioni a scadenza fissa; dal 1992 al 1998: tasso d'asta sulle operazioni pronti contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie; dal 1999 al 2004: tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale effettuate dal Sistema europeo di banche centrali. Quest'ultimo tasso di interesse è in sostanziale continuità con il tasso sulle operazioni pronti contro termine effettuate dalla Banca d'Italia alla fine del 1998. La

(continua)

ricorsivi è solo l'ordinamento delle variabili che rileva nella derivazione delle funzioni di risposta (IRF) agli shock di politica monetaria.

Nel nostro modello consideriamo il seguente vettore  $y_t$  di variabili endogene, ordinate secondo un grado di crescente endogeneità, dalla più esogena alla più endogena:

$$y_t' = (IP, PIMP, P, EXR, R, M2) \quad (2)$$

dove  $IP$  è l'indice della produzione industriale,  $PIMP$  è il prezzo all'importazione (in lire) delle materie prime,  $P$  è l'indice dei prezzi al consumo,  $EXR$  è il tasso di cambio nominale tra la lira e il marco,  $R$  è il tasso di interesse di *policy*,  $M2$  l'aggregato monetario. Tutte le variabili, a eccezione di  $EXR$  e  $R$ , sono corrette per la stagionalità.

L'ordinamento delle variabili nel vettore  $y_t$  corrisponde alla nostra ipotesi identificativa secondo la quale gli shock di politica monetaria hanno solo effetti ritardati (non contemporanei) sulle prime quattro variabili del vettore. Ciò nondimeno, ipotizziamo che le autorità monetarie conoscano queste variabili quando il livello del tasso di interesse viene determinato: esse fanno quindi parte del *set* informativo dell'autorità di politica monetaria. L'aggregato monetario,  $M2$ , è l'unica variabile che nel nostro modello si ipotizza risponda alle variazioni del tasso di interesse nello stesso trimestre in cui esse avvengono.

Dall'identificazione ottenuta con l'assunzione di ricorsività di CEE (1999) consegue che nel nostro modello la politica monetaria reagisce contemporaneamente alle seguenti variabili non di *policy*: produzione industriale, indice dei prezzi al consumo, prezzo all'importazione delle materie prime e tasso di cambio. Queste variabili reagiscono con ritardo alla politica monetaria, la cui misura è rappresentata dal tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine. Includiamo il tasso di cambio nella specificazione del modello, in linea con la considerazione secondo cui, nel periodo esaminato, l'Italia può essere considerata una piccola economia aperta<sup>13</sup>. Consideriamo l'aggregato monetario  $M2$  come una variabile di

---

convergenza dei tassi di interesse nazionali verso un unico livello, iniziata nel 1993, ha accelerato fino a raggiungere il massimo nel 1998 (cerchiamo di considerare tale fenomeno inserendo una variabile dummy nel VAR).

<sup>13</sup> Il tasso di cambio, la cui analisi esula dai principali obiettivi di questo lavoro, è considerato come una variabile non di *policy*, in linea con Neri (2004), per le difficoltà della politica monetaria nell'influenzare tale variabile, soprattutto nella prima metà degli anni ottanta. Anche considerando (continua)

*policy*, ovvero una variabile che reagisce contemporaneamente a uno shock di politica monetaria, ma alla quale quest'ultima risponde con ritardo<sup>14</sup>.

La nostra scelta delle variabili non di *policy* è parzialmente ispirata a Kim e Roubini (2000), che hanno studiato gli effetti delle innovazioni di politica monetaria nei paesi del G7 con un modello SVAR (VAR strutturale) che sembra affrontare con un certo successo i *puzzles* empirici che hanno afflitto gran parte della letteratura. Abbiamo scelto un tasso di interesse R come indicatore di politica monetaria, in linea con l'approccio di Bernanke e Blinder (1992) e di De Arcangelis e Di Giorgio (1998, 2001), i quali argomentano che gli indicatori basati su tassi di interesse funzionano meglio di quelli basati su aggregati monetari nell'identificazione degli shock di politica monetaria. La scelta del tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie è confortata dalle considerazioni di Gaiotti (1999) e Gambacorta e Iannotti (2005), secondo i quali è questo il tasso che descrive meglio le operazioni di politica monetaria effettuate dalla Banca d'Italia<sup>15</sup>.

Il processo di scelta del numero di ritardi temporali da includere nel VAR è stato guidato dai criteri di selezione riportati nella tavola 5 (rapporto tra le verosimiglianze ed errore finale di predizione) e della considerazione della frequenza trimestrale dei dati. Questi criteri ci hanno condotto a scegliere quattro trimestri come numero adeguato di ritardi (*lags*), in linea con la maggioranza dei VAR stimati con dati trimestrali.

I test sui residui delle varie equazioni del VAR escludono la presenza di autocorrelazione (i risultati del test LM sono riportati nella tavola 1) e di eteroschedasticità (i risultati del test di White sono riportati nella tavola 2). Anche l'ipotesi di normalità non è rigettata con un alto

---

il tasso di cambio come variabile di *policy*, cioè inserendola dopo il tasso di interesse nell'ordinamento del VAR, non abbiamo comunque osservato cambiamenti di rilievo nei risultati.

<sup>14</sup> Abbiamo scelto di non effettuare un'analisi di cointegrazione, in linea con l'approccio empirico nel modellare gli effetti degli shock inattesi di politica monetaria abitualmente utilizzato nella letteratura. Inoltre, secondo Sims, Stock e Watson (1990) i test asintotici standard rimangono validi se il VAR è stimato in livelli, anche se le variabili sono cointegrate.

<sup>15</sup> Abbiamo provato come indicatori alternativi della politica monetaria gli aggregati delle riserve, in linea con CEE (1996). Le difficoltà incontrate nell'interpretazione di questi dati, soprattutto all'inizio degli anni ottanta, ci hanno indotto, al pari di altri autori che hanno considerato la politica monetaria in quegli anni come non basata su un approccio orientato al mercato, a utilizzare indicatori basati su tassi di interesse.

livello di significatività per i residui di tutte le singole equazioni del VAR<sup>16</sup> (si vedano i risultati del test di Jarque-Bera nella tavola 3). Tre variabili dummy puntuali sono state incluse nel modello, in modo da ottenere residui sufficientemente “bianchi” nelle sei equazioni stimate<sup>17</sup>.

#### 4.2 Valutazione delle misure degli shock di politica monetaria

La nostra misura degli shock esogeni alla politica monetaria è uno shock ortogonale al tasso di interesse di *policy*, ovvero il tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine. La figura 1, dove le aree grigie corrispondono alle recessioni dell’economia italiana identificate da Altissimo, Marchetti e Oneto (2000), mostra che i residui dell’equazione del tasso di interesse sono piuttosto coerenti con la cronologia delle recessioni; con la possibile eccezione del primo periodo 1980-83, quando il tasso di *policy* è molto variabile, la *stance* di politica monetaria osservata è relativamente restrittiva prima di ogni recessione e diviene più accomodante durante la recessione.

Per un ulteriore controllo della corretta identificazione degli shock di politica monetaria, consideriamo la risposta a un aumento di una deviazione standard del tasso di interesse di *policy* delle variabili macroeconomiche direttamente influenzate dalla politica monetaria; la figura 2 mostra tutte le funzioni di risposta a impulso del VAR<sup>18</sup>.

La produzione industriale inizia a diminuire, anche se non subito in maniera significativa, nel trimestre successivo allo shock e continua a scendere per quasi due anni, per poi recuperare il livello di partenza tre

<sup>16</sup> Per il caso multivariato, come succede spesso in questo tipo di applicazioni, non possiamo rigettare l’ipotesi che vi sia non normalità, a causa della presenza di curtosi (si veda la tavola 4).

<sup>17</sup> Le tre dummy, inoltre, coincidono con le tre principali perturbazioni della politica monetaria nel periodo di osservazione. La dummy del terzo trimestre del 1992 tiene conto della restrizione di politica monetaria durante la crisi del tasso di cambio dell’autunno 1992; la seconda dummy, nel primo trimestre del 1995, corrisponde alla restrizione monetaria che ha contrastato le pressioni inflazionistiche e la svalutazione del tasso di cambio; la dummy del terzo trimestre del 1998 considera la serie di riduzioni dei tassi di interesse operati per ottenere la convergenza al livello dei tassi di interesse della nuova area valutaria nata nel 1999.

<sup>18</sup> Le risposte delle variabili a uno shock di politica monetaria sono state calcolate con 1000 simulazioni Monte Carlo su 16 trimestri; seguendo Sims e Zha (1999), le bande di confidenza sono di larghezza pari a un errore standard, che corrisponde a un intervallo di confidenza del 68 per cento, poiché “[...] per caratterizzare la forma della verosimiglianza, bande che corrispondono al 50 per cento o 68 per cento di probabilità a posteriori sono spesso più utili di bande al 95 per cento o al 99 per cento, e gli intervalli di confidenza con una così bassa probabilità di copertura delle probabilità non hanno generalmente probabilità a posteriori vicine alle loro probabilità di copertura.”

anni dopo lo shock. Questo risultato è coerente con i risultati empirici per l'Italia e con quelli dei VAR stimati per altri paesi. I prezzi, misurati dall'indice dei prezzi al consumo, si riducono in maniera persistente a partire da due trimestri dopo lo shock; diversamente da quanto si osserva spesso in letteratura, non si manifesta un "*price puzzle*". Il tasso di cambio si apprezza (per come è definita la variabile *EXR*, un valore più basso corrisponde a una rivalutazione della lira), anche se con una significatività statistica molto bassa, raggiungendo il massimo apprezzamento tre trimestri dopo lo shock<sup>19</sup>. L'aggregato monetario M2 risponde subito alla restrizione inattesa (lo scostamento dalla *base-line* è significativo nel corso del primo anno dopo lo shock), coerentemente con la presenza di un effetto liquidità e risale successivamente. È interessante notare come la risposta dell'aggregato monetario sia significativa negli stessi trimestri nei quali lo è anche l'aumento del tasso d'interesse, ovvero durante il primo anno successivo allo shock.

Per controllare ulteriormente la correttezza della nostra identificazione degli shock di politica monetaria, seguendo CEE (1996) esaminiamo anche le risposte di altri aggregati macroeconomici, non inclusi nella specificazione del VAR finora analizzato. Come riportato nella figura 3, i consumi privati scendono persistentemente dopo un aumento inatteso del tasso di interesse, raggiungendo la contrazione massima dopo 5 trimestri; i consumi pubblici reagiscono positivamente, anche se in maniera poco significativa. Come atteso, sia dal punto di vista teorico sia da quello empirico, la reazione negativa degli investimenti fissi lordi allo shock di politica monetaria, massima a due anni dallo shock, è più intensa di quella dei consumi privati: -1 per cento a fronte di una diminuzione dello 0,3 per cento dei consumi privati. Anche il tasso di disoccupazione, come atteso dalla teoria e analogamente ai risultati di CEE (1996), aumenta dopo la restrizione monetaria. I salari scendono, probabilmente come risultato di un calo della produzione e di un aumento della disoccupazione. Le reazioni di queste variabili macroeconomiche sembrano confermare la bontà della nostra identificazione del tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine come indicatore della politica monetaria e rafforzano la nostra fiducia in una corretta identificazione degli shock di politica monetaria.

<sup>19</sup> Questo risultato mitigherebbe l'*exchange rate puzzle* evidenziato in Chiades e Gambacorta (2004) e in De Arcangelis e Di Giorgio (2001), probabilmente perché il periodo analizzato in questo lavoro include anche gli anni precedenti il 1984 e quelli successivi al 1998.

Complessivamente i risultati sono coerenti con le previsioni della teoria sugli effetti degli shock inattesi di politica monetaria e con la letteratura empirica sui VAR. È da rilevare che i risultati non sono significativamente influenzati dai *puzzle* che si trovano spesso nella letteratura VAR per l'economia italiana e così riassumibili: dopo uno shock restrittivo di politica monetaria si ha un "*price puzzle*" quando si osserva un aumento dei prezzi, un "*liquidity puzzle*"<sup>20</sup> se aumentano gli aggregati monetari e un "*exchange rate puzzle*" se si riscontra un deprezzamento del cambio.

#### 4.3 Robustezza

Traendo ispirazione dalla letteratura disponibile, abbiamo confrontato diverse specificazioni del modello. I nostri risultati principali restano sostanzialmente invariati dal punto di vista delle risposte qualitative e quantitative delle variabili considerate. In particolare, abbiamo considerato diversi tassi di interesse, come un tasso a breve termine (tre mesi), un tasso di interesse overnight (parzialmente ricostruito) e diverse loro medie e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale. In alternativa alla produzione industriale abbiamo incluso nel VAR misure del prodotto interno lordo (PIL). Abbiamo provato a utilizzare anche altri aggregati monetari, quali M1 e M3 (ricostruiti), calcolati sia come media semplice sia come media mobile, e diverse definizioni di ciascun aggregato<sup>21</sup>. Abbiamo anche considerato una diversa misura dell'inflazione (il deflatore del PIL) e dei prezzi delle materie prime (al netto o al lordo del prezzo del petrolio) e, infine, varie definizioni del tasso di cambio: effettivo, reale, nominale e rispetto al dollaro statunitense. Abbiamo anche considerato l'ipotesi di esogeneità dei prezzi delle materie prime<sup>22</sup>, ma ne è conseguito un peggioramento della qualità della risposta di M2, senza osservare miglioramenti nella risposta delle altre variabili: abbiamo dunque abbandonato tale ipotesi. Infine, abbiamo effettuato delle stime escludendo gli ultimi quattro anni del campione, così da tenere conto del probabile cambiamento nel regime di politica monetaria causato dall'avvio dell'area

<sup>20</sup> Si veda al riguardo Strongin (1995).

<sup>21</sup> Durante il periodo esaminato, a parte la principale discontinuità metodologica del 1999, quando nuove definizioni degli aggregati monetari sono state adottate, la definizione di M2 stessa è variata; anche di M1 sono disponibili diverse definizioni. Inoltre, entrambi gli aggregati possono essere considerati come valori alla fine del periodo, come valori medi (media aritmetica o mobile) e possono essere corretti per la stagionalità o meno.

<sup>22</sup> Si veda Pesaran e Smith (1998).

dell'euro. In conclusione, pur non avendo osservato variazioni sostanziali nei risultati con i cambiamenti appena descritti, un'analisi completa della stabilità dei parametri potrà certamente costituire materia di ulteriore approfondimento.

## **5. Effetti degli shock di politica monetaria sui flussi finanziari dei settori economici**

Seguendo CEE (1996), il nostro scopo è valutare gli effetti degli shock di politica monetaria, vale a dire di un aumento inatteso del tasso di interesse di *policy* pari a una deviazione standard (corrispondente a 92 punti base), sulle attività di prendere/dare a prestito fondi finanziari da parte dei vari settori dell'economia<sup>23</sup>. A questo scopo, fiduciosi di aver identificato una misura sufficientemente attendibile degli shock di politica monetaria, passiamo all'analisi dei dati dei conti finanziari per individuare la risposta dinamica delle imprese (società non finanziarie), delle famiglie, delle Amministrazioni pubbliche, delle società finanziarie e del settore estero, relativamente alle decisioni di domanda e offerta di risparmio finanziario sul mercato.

A tale scopo utilizziamo il cosiddetto metodo "marginale", aggiungendo volta per volta come ultima variabile nel VAR il ricorso a nuovi finanziamenti (sia come totale che per classe di strumenti finanziari dell'attivo e del passivo) da parte di un settore. Dato il nostro schema ricorsivo di identificazione, la politica monetaria non reagisce nel breve termine alle variazioni dell'andamento di questa variabile, mentre il settore considerato risponde agli shock di politica monetaria nello stesso trimestre in cui si manifestano.

Nel resto del paragrafo descriviamo i principali risultati ottenuti per i diversi settori dell'economia italiana.

*Imprese (società non finanziarie).* – La risposta del settore delle imprese non finanziarie allo shock di politica monetaria può essere analizzata osservando la figura 5. CEE (1996) hanno sottolineato l'esistenza di un certo grado di inerzia nel livello della spesa nominale delle imprese. I nostri risultati sono simili: non c'è una reazione forte dei

---

<sup>23</sup> Si veda anche Anzuini e Levy (2004) che analizzano la relazione tra struttura finanziaria e trasmissione della politica monetaria per alcuni paesi dell'Europa orientale.

fondi netti raccolti dalle imprese. Ciò è conseguenza di due reazioni opposte: si riducono, infatti, sia l'acquisizione di nuove attività finanziarie sia l'emissione di nuove passività. Il calo dei flussi delle attività è significativo nei primi due trimestri dopo lo shock, mentre l'emissione netta di nuove passività diminuisce per circa due anni.

L'emissione di azioni da parte delle imprese (quotate e non quotate) diminuisce significativamente solo nel trimestre successivo allo shock. La diminuzione osservata nelle altre passività a medio-lungo termine (obbligazioni societarie e prestiti), si prolunga invece per un anno e mezzo. La mancata diminuzione dell'indebitamento a breve termine, che anzi aumenta a seguito di un aumento del tasso di interesse, anche se con scarsa significatività, potrebbe essere spiegata da rigidità delle spese nominali delle imprese, probabilmente causate da contratti già in vigore, che provocano un'accumulazione delle scorte in presenza di un calo delle vendite conseguente alla recessione indotta dallo shock. L'impossibilità (o i costi troppo alti) di un rapido ridimensionamento del livello della spesa nominale impedirebbe alle imprese di adeguare velocemente l'emissione di passività al nuovo, più basso, livello di attività economica. L'effetto osservato in questo lavoro, tuttavia, è inferiore a quello identificato da CEE (1996) per gli Stati Uniti<sup>24</sup>.

*Famiglie.* – Il ricorso netto a nuovi finanziamenti da parte delle famiglie diminuisce significativamente nel primo anno successivo allo shock; in altre parole, la loro posizione finanziaria (o saldo finanziario) netta migliora, come risultato di un minor ricorso all'indebitamento (minori flussi finanziari passivi) e di una maggiore quantità di fondi prestati agli altri settori (maggiori flussi attivi). Come si può vedere nella figura 6, le famiglie diminuiscono l'ammontare di fondi presi a prestito nel primo anno successivo allo shock, con un effetto massimo ottenuto nel secondo trimestre; l'acquisizione netta di attività finanziarie, invece, aumenta nei primi due-tre trimestri, dopo i quali l'effetto svanisce.

Tra le attività finanziarie, che nondimeno aumentano a livello aggregato, si osserva una diminuzione dei depositi e dell'acquisto di azioni nel primo trimestre dopo lo shock. La risposta sembra ragionevole per l'investimento in azioni, dato il peggioramento delle prospettive

<sup>24</sup> CEE (1996) osservano che negli Stati Uniti esistono attriti che impediscono alle imprese di adeguare immediatamente il livello di scorte alla minore domanda come, al contrario, i modelli monetari standard del ciclo economico prevedrebbero. Sull'argomento si vedano anche Bernanke e Blinder (1992) e Gertler e Gilchrist (1993).

economiche che potrebbe essere percepito dalle famiglie dopo l'aumento dei tassi di interesse. La riduzione potrebbe anch'essa essere considerata ragionevole per i depositi, la cui diminuzione potrebbe essere la conseguenza del maggiore costo opportunità di questo strumento finanziario, se assumiamo che gli istituti di credito non adeguano i tassi di interesse passivi con la stessa rapidità degli strumenti liquidi alternativi disponibili sul mercato, quali i titoli di Stato a breve termine (BOT)<sup>25</sup>. L'acquisto di tali titoli, in gran parte BOT, da parte delle famiglie risulta in effetti accresciuto nei primi due trimestri dopo l'aumento del tasso di *policy*; durante il secondo anno si ha una diminuzione significativa, gradualmente riassorbita quando, probabilmente, anche il tasso di interesse sui depositi, più rigido rispetto ai tassi di mercato, è cresciuto sufficientemente da far ridiventare questo strumento relativamente appetibile. Ciò sarebbe confermato dalla risposta dei flussi di contante e depositi acquisiti dalle famiglie, che, dopo la riduzione iniziale, tornano ai livelli pre-shock a partire dal secondo anno. L'acquisto di titoli a medio-lungo termine (obbligazioni societarie, BTP e CCT), dopo un modesto incremento iniziale non sembra reagire in maniera significativa allo shock.

Dal lato delle passività, i prestiti a breve termine (bancari e di società di finanziamento) aumentano leggermente nel primo anno, mentre le famiglie riducono significativamente l'indebitamento a medio-lungo termine tre trimestri dopo la restrizione monetaria. Ipotizzando che soltanto la parte a breve termine della curva del tasso di interesse si sposti verso l'alto (nel caso l'aumento del tasso di interesse fosse percepito come temporaneo), il maggiore ricorso all'indebitamento a breve da parte delle famiglie nel primo trimestre dopo lo shock potrebbe indicare qualche difficoltà nel riposizionamento dai prestiti a breve termine verso quelli a scadenza più lunga. Se, invece, l'aumento fosse percepito come permanente e fosse quindi l'intera curva dei tassi a spostarsi verso l'alto (la convenienza relativa dei prestiti a lungo termine rispetto al breve termine resterebbe dunque invariata), probabilmente non osserveremmo attriti finanziari, ma una rapida ottimizzazione razionale della struttura delle passività delle famiglie. È evidente, tuttavia, che questo costituisce solo un primo e approssimativo schema interpretativo e che l'argomento merita un'analisi più approfondita.

---

<sup>25</sup> Evidenza di una certa lentezza nella risposta dei tassi di interesse sui depositi bancari è stata fornita da Gambacorta e Iannotti (2005), specialmente prima dell'introduzione del Testo unico bancario del 1993.

*Altri settori.* – L'insieme degli effetti di una restrizione monetaria inattesa sul ricorso a nuovi finanziamenti da parte degli altri settori dell'economia può essere esaminato con le funzioni di risposta a impulso della figura 7. Le Amministrazioni pubbliche evidenziano un deterioramento del saldo finanziario (si potrebbe dire che aumenta il deficit pubblico), aumentando le risorse finanziarie prese a prestito sul mercato; l'effetto è statisticamente significativo durante il secondo anno seguente lo shock e potrebbe essere dovuto a una riduzione delle entrate fiscali e all'aumento dell'onere del servizio del debito. Tale risultato, coerente con la letteratura, rappresenterebbe un miglioramento rispetto a CEE (1996), che hanno ottenuto un risultato opposto (cioè un minor deficit), ritenuto dagli stessi autori di difficile interpretazione.

La modesta entità del livello assoluto dei fondi finanziari netti raccolti dalle società finanziarie, il cui ruolo principale è l'intermediazione e che quindi manifestano flussi attivi di entità simile a quelli passivi, unita all'elevata volatilità (si veda la fig. 4), non consentono di trarre conclusioni chiare per questo settore.

Il saldo finanziario dell'estero (fig. 7), infine, non rivela una significativa risposta all'aumento inatteso del tasso di interesse di *policy*, con l'eccezione di un modesto aumento dell'indebitamento sull'Italia un anno dopo lo shock.

## 6. Conclusioni

Dall'analisi della risposta del sistema economico a un incremento inatteso del tasso d'interesse di *policy* di 92 punti base (pari a una deviazione standard) si possono trarre le seguenti conclusioni.

I risultati dell'analisi del VAR per le principali variabili macroeconomiche sono coerenti con le previsioni della teoria e con la letteratura empirica. Nei primi quattro trimestri successivi alla variazione del tasso di interesse di *policy* la produzione industriale scende di 0,42 punti percentuali, i prezzi e la moneta (M2) di 0,11 e di 0,34 punti, rispettivamente. I nostri risultati non mostrano il "*price puzzle*", il "*liquidity puzzle*" né, seppur con un basso livello di significatività, l' "*exchange rate puzzle*", riscontrati in altri contributi.

Le imprese nei primi quattro trimestri seguenti lo shock riducono sensibilmente sia l'acquisizione di nuove attività finanziarie sia l'emissione

di nuove passività. Le passività a breve termine, in particolare, aumentano, mentre diminuisce l'indebitamento a medio e lungo termine. Tali andamenti sono sostanzialmente in linea con l'evidenza empirica per le imprese degli Stati Uniti e sembrano indicare l'esistenza, nel breve periodo, di alcuni attriti di natura finanziaria, che impedirebbero alle imprese di adeguare velocemente il proprio livello di spesa nominale a seguito della restrizione monetaria.

Le famiglie, nel trimestre immediatamente successivo allo shock, aumentano l'indebitamento a breve termine e riducono l'acquisizione delle attività finanziarie più liquide, preferendo investire in titoli. L'aggiustamento relativamente rapido del proprio portafoglio da parte delle famiglie farebbe valutare con cautela l'ipotesi di lento aggiustamento tipico dei modelli di *"limited participation"*, nei quali, al contrario, non si osserva un cambiamento significativo nelle scelte delle famiglie nei mesi immediatamente successivi alla variazione del tasso d'interesse.

Il settore pubblico aumenta il ricorso alle nuove fonti di finanziamento (una proxy del deficit) per quasi 2 anni dopo lo shock, come conseguenza di un aumento del costo del servizio del debito e di una contrazione delle entrate fiscali. Questo risultato, coerente con la letteratura, costituisce un miglioramento rispetto al lavoro originario di CEE (1996), i quali ottengono, contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, un miglioramento del saldo finanziario del settore pubblico.

In conclusione, pur riconoscendo che sono necessari ulteriori approfondimenti dei nostri risultati, per esempio riguardo all'opportunità di procedere ad altri test di robustezza, o alla possibilità di tenere conto di differenti regimi di politica monetaria nel periodo di osservazione (in particolare a causa dell'adozione della moneta unica), il presente lavoro può contribuire a una maggiore comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, fornendo risultati empirici aggiuntivi sui suoi effetti sui flussi finanziari dell'economia.

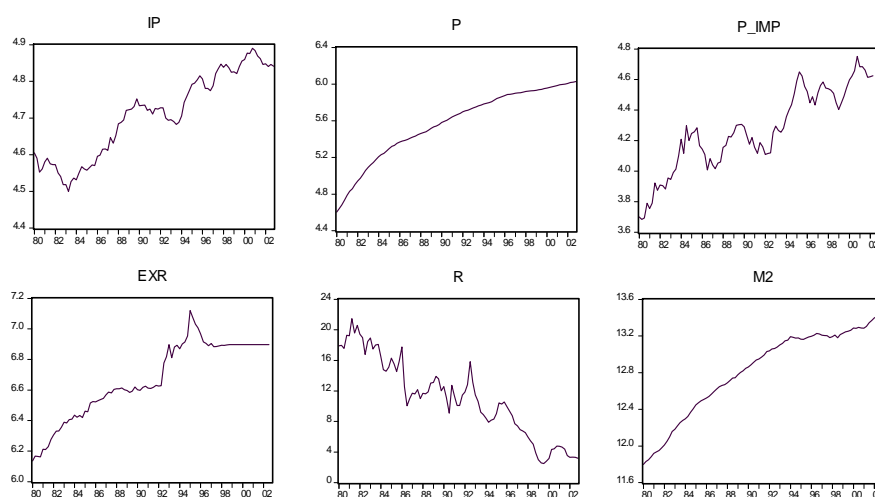
## APPENDICE I

### I dati

Variabili endogene utilizzate nel VAR:

- IP: indice della produzione industriale destagionalizzato (logaritmo).  
P: indice dei prezzi al consumo destagionalizzato (logaritmo).  
PIMP: indice dei prezzi (in lire) delle importazioni di materie prime destagionalizzato (logaritmo).  
EXR: tasso di cambio nominale lira/marco (lire italiane per marchi tedeschi; costante dal 1999).  
R: tasso di interesse a breve (dal 1980 al 1981: tasso medio sulle anticipazioni a scadenza fissa; dal 1982 al 1998: tasso di interesse sulle operazioni contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie; dal 1999: tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale della BCE).  
M2: aggregato monetario M2 destagionalizzato (logaritmo).

### Variabili endogene del VAR



Serie dei conti finanziari (trasformate in miliardi di lire del 1995 con il deflatore del PIL, e destagionalizzate quando necessario) per i vari settori dell'economia:

- Imprese (società non finanziarie): ricorso a nuovi finanziamenti ( $\text{NFNET} = \text{NFTLI} - \text{NFTAS}$ ), totale attività finanziarie ( $\text{NFTAS}$ ), totale passività finanziarie ( $\text{NFTLI} = \text{NFSLI} + \text{NFLLI}$ ), passività a breve termine ( $\text{NFSLI}$ ), passività a medio/lungo termine ( $\text{NFLLI} = \text{NFELI} + \text{NFDLI}$ ), azioni e partecipazioni ( $\text{NFELI}$ ), altri debiti a medio/lungo termine ( $\text{NFDLI}$ );
- Società finanziarie: ricorso a nuovi finanziamenti ( $\text{FCNET} = \text{FCTLI} - \text{FCTAS}$ ), totale attività finanziarie ( $\text{FCTAS}$ ), totale passività finanziarie ( $\text{FCTLI}$ );
- Famiglie: ricorso a nuovi finanziamenti ( $\text{HTNET} = \text{HTTTLI} - \text{HTTAS}$ ), totale attività finanziarie ( $\text{HTTAS}$ ), contante e depositi ( $\text{HTDAS}$ ), titoli a breve termine ( $\text{HTSAS}$ ), titoli a medio/lungo termine ( $\text{HTBAS}$ ), azioni e partecipazioni ( $\text{HTEAS}$ ), totale passività finanziarie ( $\text{HTTTLI}$ ), prestiti a breve termine ( $\text{HTSLI}$ ), prestiti a medio/lungo termine ( $\text{HTLLI}$ );
- Settore pubblico: ricorso a nuovi finanziamenti ( $\text{GGNET} = \text{GGTLI} - \text{GGTAS}$ ), totale attività finanziarie ( $\text{GGTAS}$ ), totale passività finanziarie ( $\text{GGTLI}$ );
- Settore estero: ricorso a nuovi finanziamenti ( $\text{RWNET} = \text{RWTLI} - \text{RWTAS}$ ), totale attività finanziarie ( $\text{RWTAS}$ ), totale passività finanziarie ( $\text{RWTLI}$ ).

## APPENDICE II

### Note metodologiche

Si assume che l'economia sia rappresentabile da una relazione strutturale del tipo:

$$A(L)y_t = u_t \quad (1)$$

dove  $A(L)$  è un polinomio nell'operatore ritardo  $L$ , cioè  $A(L) = A_0 + A_1L + A_2L^2 + \dots$ ,  $y_t$  è il vettore  $n \times 1$  delle variabili considerate e  $u_t$  è il vettore  $n \times 1$  dei disturbi strutturali. Sia  $\Omega = \text{var}(u_t) = E[u_t u_t']$  la matrice  $n \times n$  delle covarianze dei disturbi strutturali; poiché i termini  $u_t$  si assumono reciprocamente indipendenti, la matrice  $\Omega$  è diagonale e gli  $n$  elementi sulla diagonale principale sono le varianze degli  $n$  shock strutturali.

Riscrivendo la (1) in forma ridotta si ha:

$$y_t = B(L)y_t + e_t \quad (2)$$

che può essere stimata applicando semplicemente i minimi quadrati ordinari alle singole equazioni.  $B(L)$  è un polinomio di matrici nell'operatore ritardo  $L$  e i termini  $e_t$  nella (2) sono i residui del VAR (o residui di forma ridotta) che risultano dalla stima delle  $n$  regressioni. Sia  $\Sigma = \text{var}(e_t) = E[e_t e_t']$  la matrice delle covarianze dei residui di forma ridotta.

Con 2 ritardi, la (1) è  $A_0 y_t = -A_1 y_{t-1} - A_2 y_{t-2} + u_t$ , con forma ridotta  $y_t = -(A_0^{-1} A_1) y_{t-1} - (A_0^{-1} A_2) y_{t-2} + A_0^{-1} u_t$ , cioè la (2) con  $B(L) = -(A_0^{-1} A_1 L + A_0^{-1} A_2 L^2)$ ; inoltre si verifica immediatamente che i disturbi strutturali  $u_t$  e i residui di forma ridotta  $e_t$  sono legati alla relazione:

$$e_t = A_0^{-1} u_t \quad (3)$$

dove i coefficienti della matrice  $A_0$  descrivono le relazioni contemporanee tra le variabili del VAR, cioè tra gli elementi del vettore  $y_t$ . Dalla (3) e

ricordando che  $\text{var}(e_t) = \Sigma$  e  $\text{var}(u_t) = \Omega$ , si ricava  $\text{var}(e_t) = E(e_t e_t') = E(A_0^{-1} u_t u_t' A_0^{-1}) = A_0^{-1} E(u_t u_t') A_0^{-1}$ , e quindi:

$$\Sigma = A_0^{-1} \Omega A_0^{-1} \quad (4)$$

Il problema ora è risalire dalle stime dei coefficienti della forma ridotta (2) ai parametri della forma strutturale (1). Le stime di  $\Sigma$  posso essere utilizzate per ottenere stime di massima verosimiglianza delle matrici  $\Omega$  e  $A_0$ . Poiché  $\Sigma$  è una matrice  $n \times n$  simmetrica, essa contiene  $n \times (n+1)/2$  parametri che possono essere stimati con il metodo OLS. Nei termini a destra dell'uguale nella (4), invece, compaiono  $n^2$  parametri da stimare in  $A_0$  e  $n$  in  $\Omega$ , ovvero un totale di  $n \times (n+1)$  parametri liberi. Ciò implica che sono necessarie almeno  $[n \times (n+1) - n \times (n+1)/2] = n \times (n+1)/2$  restrizioni sui termini di destra della (4) per ottenere l'identificazione: se  $n$  di queste restrizioni derivano semplicemente dalla normalizzazione ad 1 degli elementi diagonali di  $A_0$ , le restrizioni necessarie si riducono a  $n \times (n-1)/2$ .

In questo lavoro facciamo uso di una fattorizzazione *a-la* Choleski per rendere ortogonale la matrice delle varianze-covarianze  $\Sigma$ . Ciò equivale ad imporre appunto  $n \times (n-1)/2$  restrizioni sulla matrice  $A_0$ , che si ipotizza diagonale inferiore (tutti gli elementi sopra la diagonale principale sono 0); ne consegue che in questo modo il VAR è esattamente identificato.

## APPENDICE III

## Tavole e grafici

Fig. 1

## Shock di politica monetaria stimati

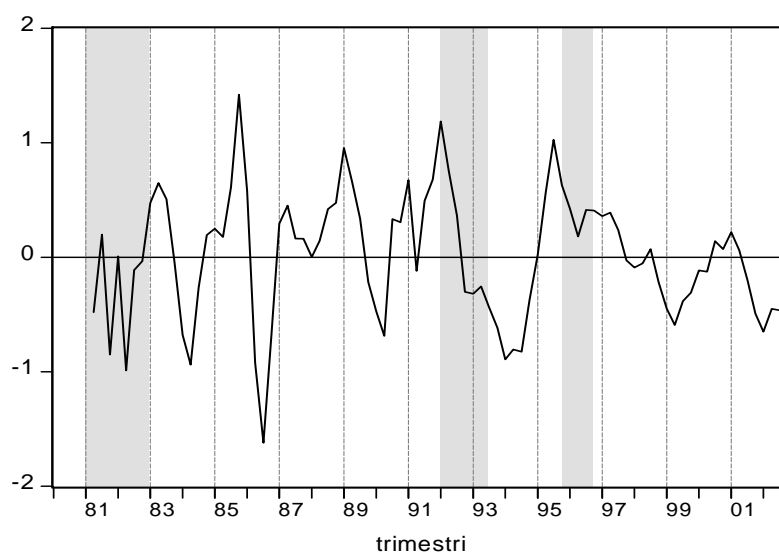
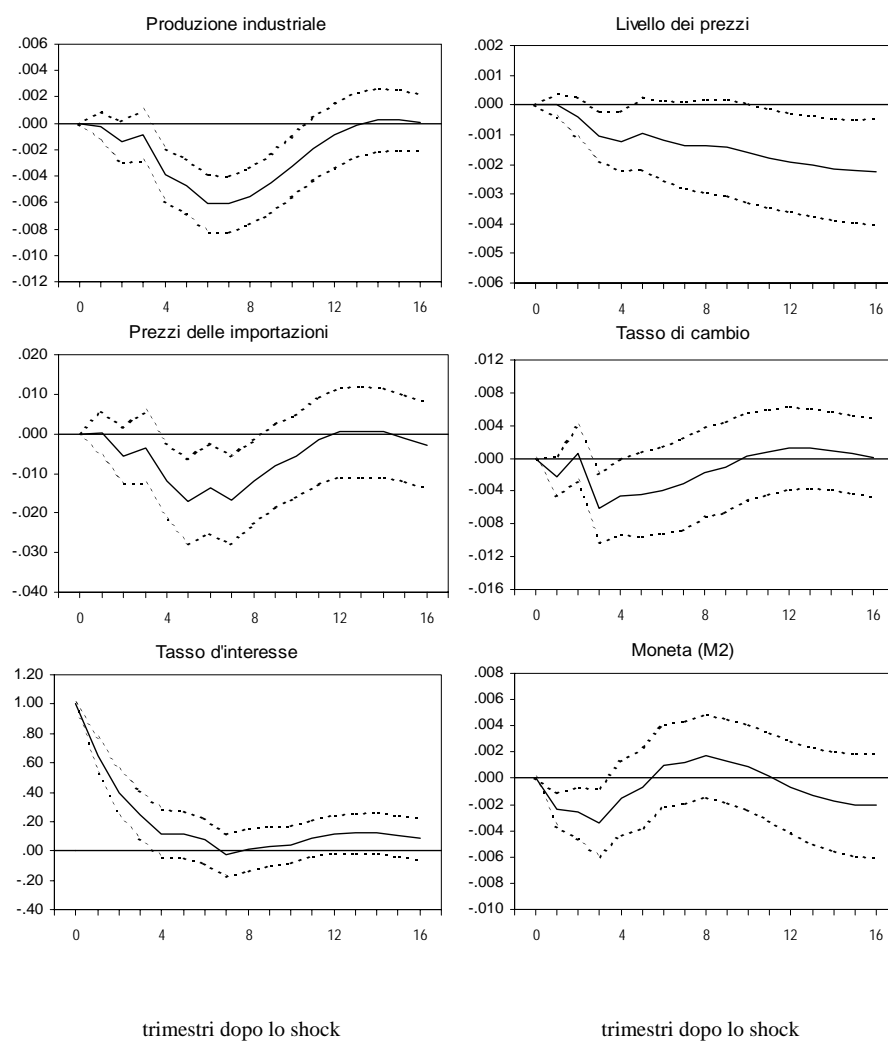
*(percentuale, media mobile centrata a 3 termini del tasso annualizzato)*

Fig. 2

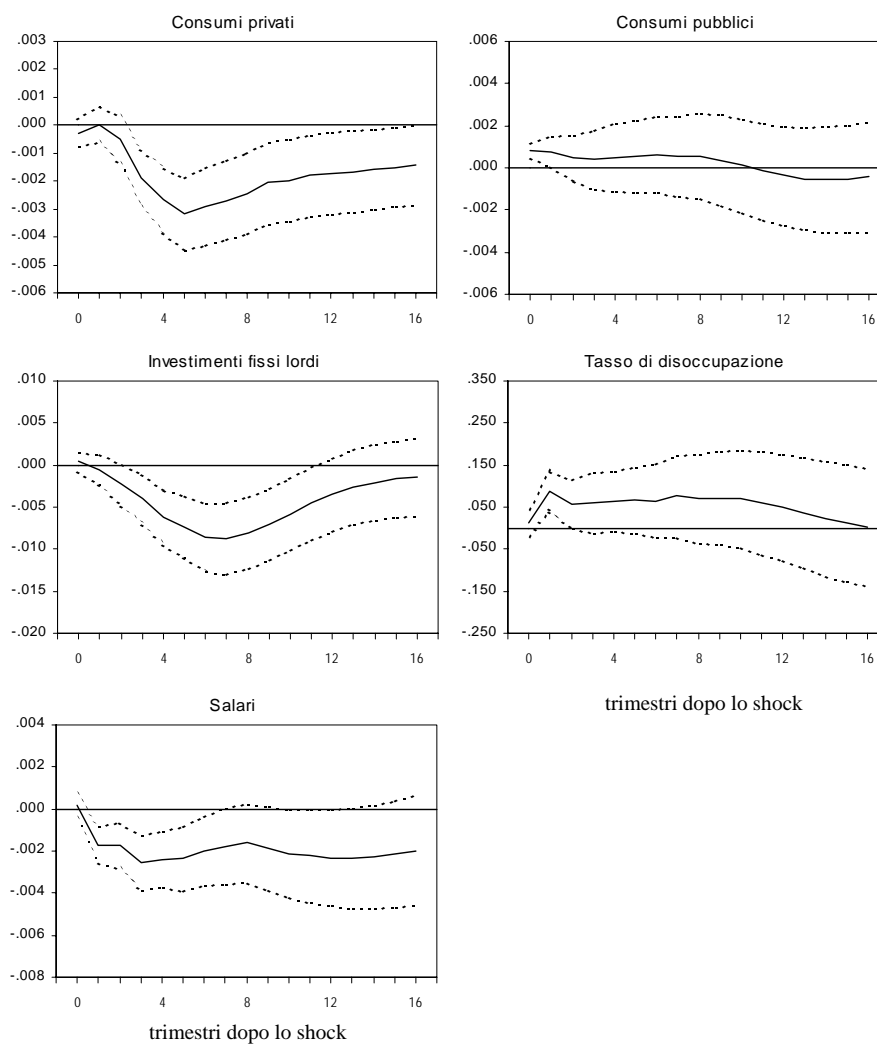
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria  
sulle variabili del VAR**  
(deviazioni percentuali dalla base-line)



Nota: stima delle *impulse response functions* successive a un incremento del tasso di interesse pari a una deviazione standard. Le linee tratteggiate delimitano le bande di confidenza di ampiezza pari all'errore standard della stima, calcolato con ripetizioni Monte Carlo come in Sims e Zha (1999).

Fig. 3

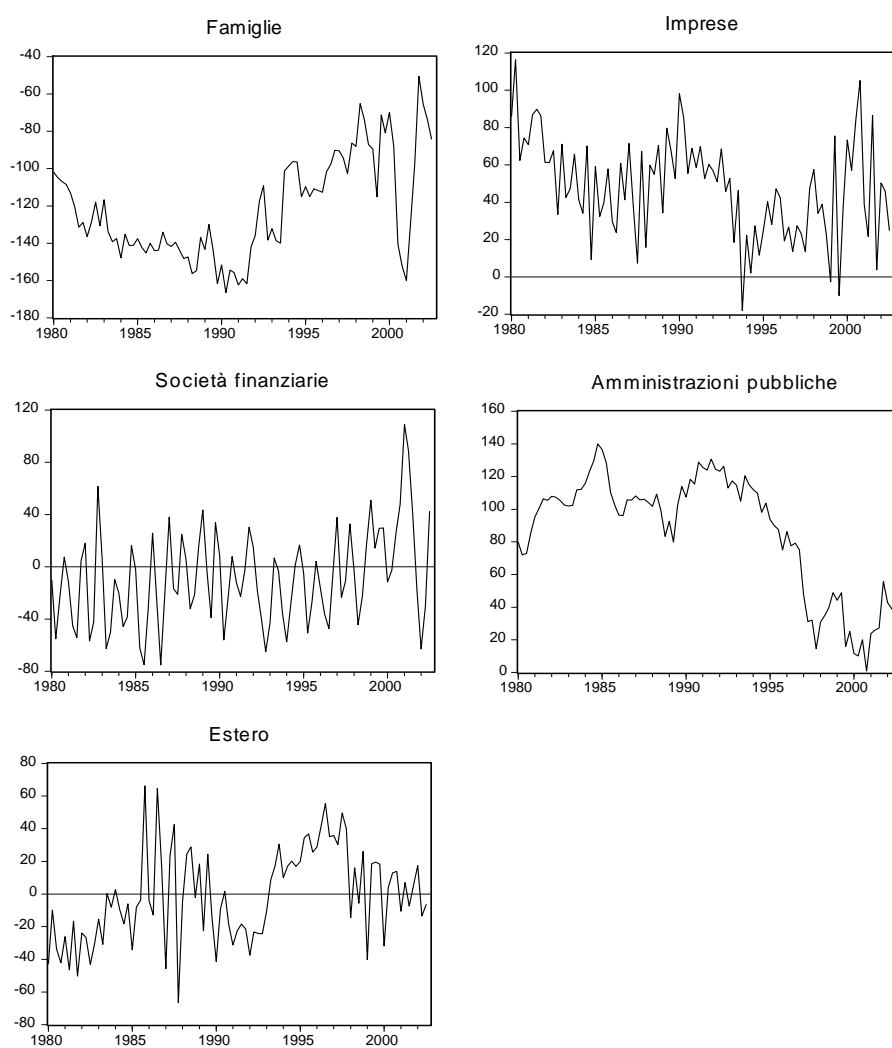
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria  
su altre variabili economiche a prezzi costanti del 1995**  
(deviazioni percentuali dalla base-line)



Nota: le *impulse response functions* sono stimate su un VAR con 7 variabili nel quale abbiamo aggiunto, rispetto al VAR iniziale con 6 variabili, nell'ultima posizione una variabile alla volta, tra quelle riportate sopra. Le linee tratteggiate delimitano le bande di confidenza di ampiezza pari all'errore standard della stima, calcolato con ripetizioni Monte Carlo come in Sims e Zha (1999).

**Fig. 4**

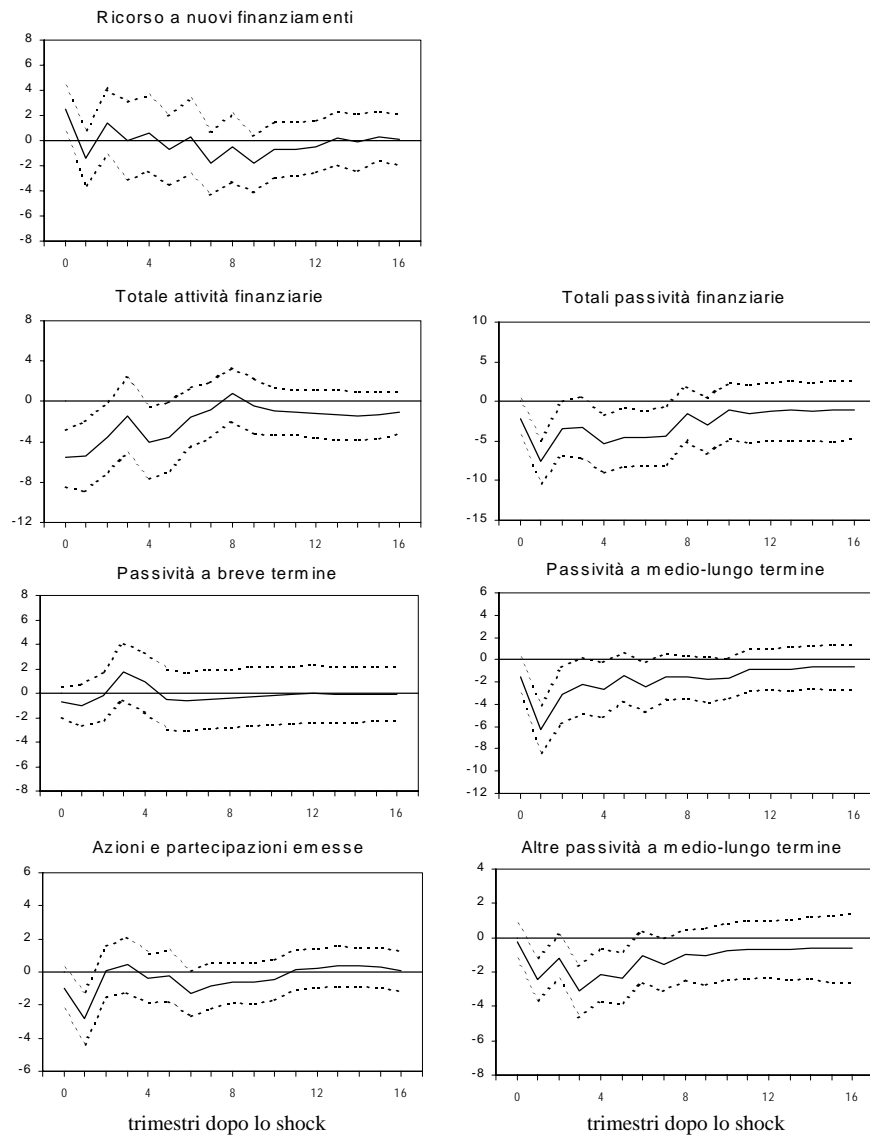
**Ricorso a nuovi finanziamenti\*** da parte dei settori  
(miliardi di lire del 1995)



\* Nuove passività emesse (flussi finanziari passivi) al netto delle nuove attività acquisite (flussi finanziari attivi) dai settori dell'economia.

Fig. 5

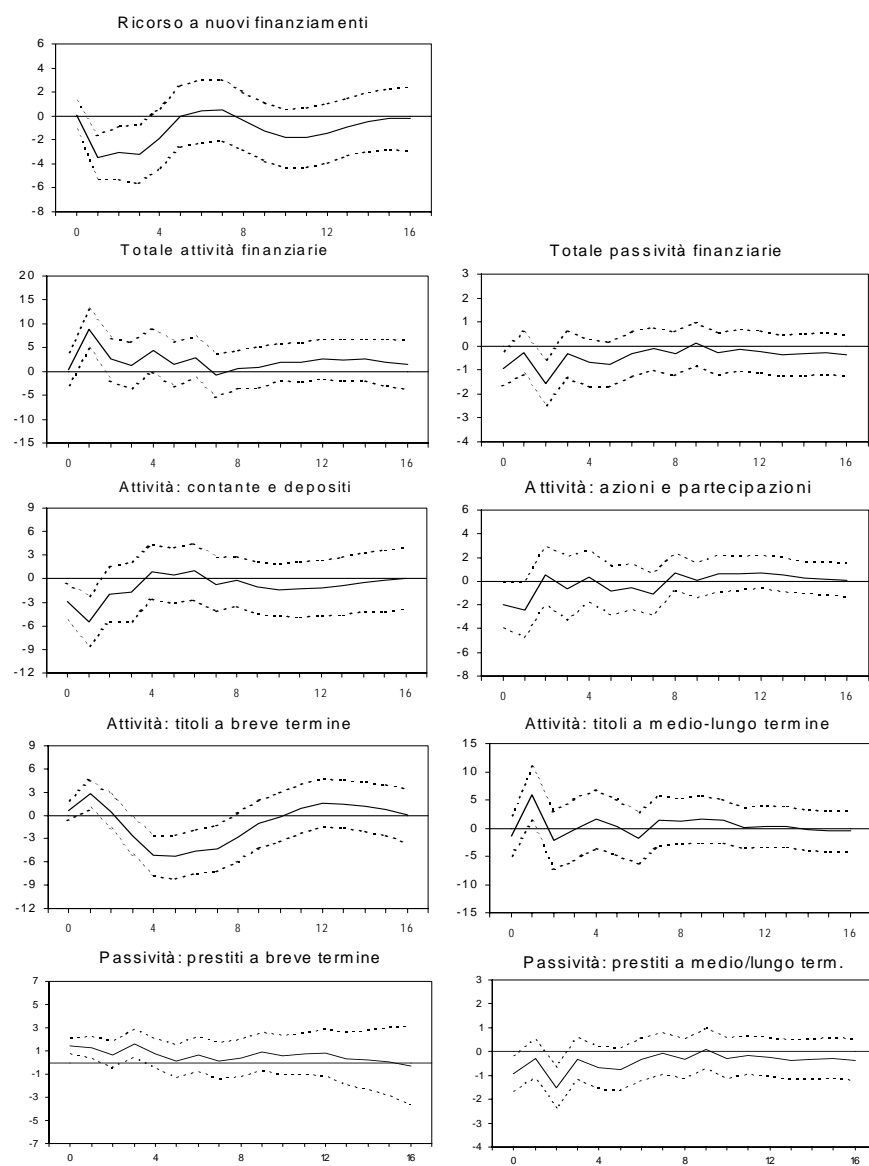
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria  
sulle attività e passività finanziarie delle imprese**  
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

Fig. 6

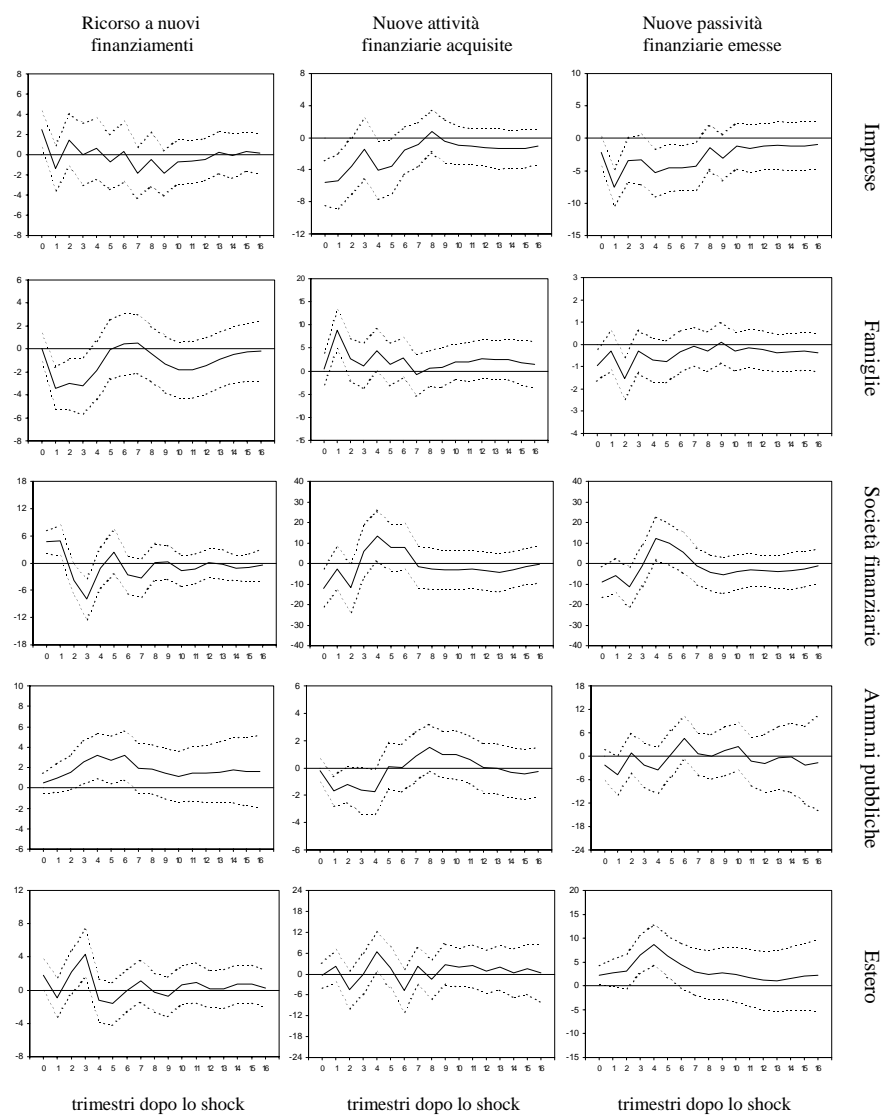
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria  
sulle attività e passività finanziarie delle famiglie**  
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

Fig. 7

**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria  
sui flussi finanziari dei settori**  
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

**Tav. 1**

**Test diagnostici sul VAR: test LM per l'autocorrelazione**  
**( $H_0$ : assenza di correlazione seriale al ritardo h-imo)**

Ritardi	Statistica LM	Probabilità
1	42.3	0.22
2	36.5	0.45
3	43.1	0.19
4	38.7	0.35
5	23.6	0.94
6	40.0	0.30
7	30.9	0.71
8	31.3	0.69

Probabilità da una distribuzione  $\chi^2$  con 36 gradi di libertà.

**Tav. 2**

**Test diagnostici sul VAR: test di White per l'eteroschedasticità**

Test congiunto:

$\chi^2$	gdl	Prob.
1097.60	1071	0.28

Singole componenti:

Residui nella equazione di:	$R^2$	F(51,34)	Probabilità	$\chi^2(51)$	Probabilità
IP	0.39	0.44	0.99	34.22	0.97
P	0.77	2.18	0.01	65.88	0.08
PIMP	0.64	1.17	0.31	54.85	0.33
EXR	0.77	2.27	0.01	66.50	0.07
R	0.65	1.22	0.27	55.69	0.30
M2	0.55	0.82	0.74	47.57	0.61

**Tav. 3**

**Test diagnostici sul VAR: statistiche descrittive sui residui  
e test di normalità univariata**

Residui nella equazione di:	IP	P	PIMP	EXR	R	M2
Media	2.32E-15	-1.25E-15	1.96E-13	3.91E-14	-3.64E-12	-8.03E-15
Mediana	-0.0007	6.39E-05	0.0013	0.0004	-0.0006	-0.0004
Max	0.0273	0.0083	0.1076	0.0446	2.7194	0.0230
Min	-0.0246	-0.0085	-0.0967	-0.0502	-2.2028	-0.0255
Dev. Std.	0.0090	0.0030	0.0418	0.0177	0.9212	0.0093
Somma	2.00E-13	-1.07E-13	1.69E-11	3.36E-12	-3.13E-10	-6.91E-13
N..oss..	86	86	86	86	86	86
Skewness	0.237	-0.208	0.041	0.063	0.125	0.133
Curtosi	3.496	3.186	2.821	3.835	3.587	3.469
Jarque-Bera	1.687	0.744	0.139	2.558	1.461	1.046
Probabilità	0.430	0.689	0.933	0.278	0.482	0.593

**Tav. 4**

**Test diagnostici sul VAR: normalità dei residui (Lutkepohl)**  
*(ipotesi nulla: residui normali)*

Compon.	Skew.	Chi <sup>2</sup>	gdl	Prob.	Kurt.	Chi <sup>2</sup>	gdl	Prob.	Jarque-Bera	gdl	Prob.
1	0.13	0.25	1	0.62	1.59	7.12	1	0.01	7.37	2	0.02
2	-0.12	0.19	1	0.66	1.55	7.52	1	0.01	7.71	2	0.02
3	-0.02	0.01	1	0.95	1.24	11.03	1	0.01	11.03	2	0.01
4	0.04	0.03	1	0.87	1.91	4.30	1	0.04	4.32	2	0.12
5	0.06	0.05	1	0.82	1.56	7.39	1	0.01	7.44	2	0.02
6	0.09	0.13	1	0.72	1.64	6.65	1	0.01	6.77	2	0.03
Cong.		0.649	6	0.99		44.01	6	0.00	44.66	12	0.00

**Tav. 5****Test diagnostici sul VAR: selezione del numero dei ritardi**

Ritardo	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	325.650	NA	3.33e-11	-7.0977	-6.4079	-6.8202
1	1090.81	1350.27	1.19e-18	-24.254	*-22.530	*-23.561
2	1128.94	61.9144	1.15e-18	-24.305	-21.545	-23.195
3	1168.47	58.5918	1.11e-18	-24.387	-20.594	-22.862
4	1208.92	*54.2555	*1.08e-18	-24.492	-19.664	-22.550
5	1246.37	44.9327	1.19e-18	*-24.526	-18.664	-22.168

\* indica il ritardo selezionato da quel criterio. LR: statistica del test LR sequenziale (ogni test al 5 per cento); FPE: Final prediction error; AIC: Akaike *information criterion*; SC: Schwarz *information criterion*; HQ: Hannan-Quinn *information criterion*.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Altissimo, F., Marchetti, D.J. e G.P. Oneto (2000), *The Italian Business Cycle: Coincident and Leading Indicators and Some Stylized Facts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 377.
- Anzuini, A. e A. Levy (2004), *Financial Structure and the Transmission of Monetary Shock: Preliminary Evidence for the Czech Republic, Hungary and Poland*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 514.
- Bagliano, F.C. e C.A. Favero (1998), *Measuring Monetary Policy with VAR Models: an Evaluation*, in "European Economic Review", vol. 42, pp. 1069-1112.
- Bernanke, B.S. e A.S. Blinder (1992), *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*, in "American Economic Review", vol. 82, n. 4, pp. 901-921.
- Bernanke, B.S. e I. Mihov (1998), *Measuring Monetary Policy*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 113, pp. 869-902.
- Buttiglione, L., Del Giovane, P. e E. Gaiotti (1997), *The Role of the Different Central Banks in the Transmission of Monetary Policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 305.
- Chiades, P. e L. Gambacorta (2004), *The Bernanke and Blinder Model in an Open Economy: the Italian Case*, in "German Economic Review", vol. 5, n. 1, pp. 1-34.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (1996), *The Effects of Monetary Policy Shock: Evidence from the Flow of Funds*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 78, pp. 16-34.
- \_\_\_\_\_ (1997), *Sticky Price and Limited Participation Models of Money: a Comparison*, in "European Economic Review", vol. 41, n. 6, pp. 1201-1249.
- \_\_\_\_\_ (1999), *What Have We Learned and to What End?*, in J.B. Taylor e M. Woodford (a cura di), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A, Amsterdam, North-Holland, pp. 65-148.
- De Arcangelis, G. e G. Di Giorgio (1998), *In Search of a Monetary Policy Measure: the Case of Italy in the '90s*, in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", vol. 57, n. 3-4, pp. 297-324.

- \_\_\_\_\_ (2001), *Measuring Monetary Policy Shock in a Small Open Economy*, in "Economic Notes", vol. 30, n. 1, pp. 81-107.
- Dedola, L. e F. Lippi (2005), *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the Industries of Five OECD Countries*, in "European Economic Review", vol. 49, pp. 1543-1569.
- Fazio, A. (2004), *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, Testimonianza di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, innanzi alle Commissioni riunite VI e X della Camera dei Deputati e 6° e 10° del Senato della Repubblica, Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 42, marzo.
- Gaiotti, E. (1999), *The Transmission of Monetary Policy Shock in Italy, 1967-1997*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 363.
- Gaiotti, E. e A. Generale (2002), *Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects? A Look at the Investment Decisions of Italian Firms*, in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", giugno.
- Gaiotti, E. e S. Rossi (2004), *La politica monetaria italiana nella svolta degli anni '80*, in S. Colarizi, P. Craveri, S. Pons, G. Quagliariello (a cura di) *Gli anni '80 come storia*, Rubettino, Soveria Mannelli (CZ).
- Gambacorta, L. (2005), *Inside the Bank Lending Channel*, in "European Economic Review", vol. 49, pp. 1737-1759.
- Gambacorta, L. e S. Iannotti (2005), *Are There Asymmetries in the Response of Bank Interest Rates to Monetary Shock?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 566.
- Gertler, M. e S. Gilchrist (1993), *The Cyclical Behaviour of Short-Term Business Lending: Implications for Financial Propagation Mechanisms*, in "European Economic Review", vol. 37, n. 2-3, pp. 623-631.
- Guiso, L., Kashyap, A.K., Panetta, F. e D. Terlizzese (1999), *Will a Common European Monetary Policy Have Asymmetric Effects*, in "Economic Perspectives", n. 9, pp. 56-75.
- Kim, S. (1999), *Do Monetary Policy Shock Matter in the G-7 Countries? Using Common Identifying Assumptions About Monetary Policy Across Countries*, in "Journal of International Economics", vol. 48, pp. 387-412.

- \_\_\_\_\_ (2001), *International Transmission of U.S. Monetary Policy Shock: Evidence from VAR's*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 48, pp. 339-372.
- Kim, S. e N. Roubini (2000), *Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: a Solution with a Structural VAR Approach*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 45, pp. 561-586.
- Neri, S. (2004), *Monetary Policy and Stock Prices: Theory and Evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 513.
- Paiella, M. (2002), *Recent Trends in Italian Household Net Worth*, Banca d'Italia, lavoro preparatorio per la Relazione sul 2001.
- Passacantando, F. (1996), *Building an Institutional Framework for Monetary Stability: the Case of Italy (1979-1994)*, in "BNL Quarterly Review", vol. 49, n. 196, pp. 83-132.
- Pesaran, M.H. e R.P. Smith (1998), *Structural Analysis of Cointegrating VARs*, in "Journal of Economic Surveys", vol. 12, n. 5, pp. 471-505.
- Sims, C.A. (1980), *Macroeconomics and Reality*, in "Econometrica", vol. 48, n. 1, pp. 1-48.
- Sims, C.A., Stock, J.H. e M.W. Watson (1990), *Inference in Linear Time Series Model with Some Unit Roots*, in "Econometrica", vol. 58, n. 1, pp. 113-144.
- Sims, C.A. e T. Zha (1999), *Error Bands for Impulse Responses*, in "Econometrica", vol. 67, n. 5, pp. 1113-1155.
- Strongin, S. (1995), *The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 35, pp. 463-497.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. BONCI E F. COLUMBA

*Francesco Nucci\**

### 1. Introduzione

Il progetto della Banca d'Italia di ricostruire le serie dei conti finanziari dei settori istituzionali costituisce un'iniziativa benemerita che concorre a migliorare in modo significativo il quadro informativo in campo economico e finanziario. Ne è testimonianza il convegno organizzato dalla Banca, in cui si ha avuta la riprova di come la varietà degli aggregati resa disponibile sia estremamente utile per analizzare le caratteristiche della struttura finanziaria italiana e la sua evoluzione nel tempo.

Anche il lavoro di Riccardo Bonci e Francesco Columba si inserisce nell'ampio filone di analisi che mira a investigare la struttura finanziaria italiana attraverso le variazioni degli stock finanziari dei settori dell'economia. Tuttavia, la domanda alla base del loro lavoro ha un carattere specifico, che colloca il contributo in un filone di ricerca diverso da quello degli altri saggi inseriti in questo volume.

L'obiettivo è, infatti, studiare gli effetti di uno shock esogeno alla politica monetaria sulle decisioni di prendere e dare a prestito dei vari settori dell'economia. L'area di interesse è dunque quella degli effetti della politica monetaria sul sistema economico. La motivazione di fondo che muove gli autori è decifrare meglio il meccanismo di trasmissione degli shock monetari, allargando il campo alla considerazione di come rispondano le attività e le passività finanziarie delle famiglie, delle imprese e delle Amministrazioni pubbliche. In questo modo, si può valutare il merito, in termini empirici, dei modelli teorici in circolazione ed, eventualmente, tener conto delle evidenze documentate per formulare un nuovo modello monetario delle fluttuazioni cicliche che fornisca predizioni sulla risposta degli aggregati in linea con le risposte empiriche ottenute dagli autori.

Nella parte rimanente di questa nota si discutono i principali risultati del lavoro, soffermando l'attenzione sull'approccio seguito per l'identificazione dello shock monetario, sul meccanismo di trasmissione

---

\* Università di Roma "La Sapienza".

dell'impulso in assenza degli aggregati finanziari e, infine, sul grado di coerenza tra la risposta delle attività e delle passività stimata dagli autori e la risposta documentata in altri studi empirici o rinvenuta nei principali modelli teorici.

## 2. L'approccio seguito e l'identificazione degli shock

Nel primo stadio del lavoro gli autori si pongono l'obiettivo di misurare in maniera adeguata gli shock alla politica monetaria. L'approccio adottato è quello di stimare un modello VAR di tipo strutturale (*structural vector autoregression*, SVAR), la cui caratteristica è consentire l'identificazione degli effetti sugli aggregati economici di shock alla politica monetaria. La ragione per cui tale approccio è largamente usato è che, per isolare gli effetti della politica monetaria, occorre far riferimento alle innovazioni alla politica monetaria e non all'azione di *policy*. Quest'ultima, infatti, risulta endogena rispetto allo stato dell'economia. Come hanno ben argomentato Christiano *et al.* (1996), la risposta degli aggregati dell'economia alle azioni di una Banca centrale che reagisce ai segnali esterni riflette l'effetto combinato sia dell'azione di *policy* sia della dinamica delle variabili a cui la Banca centrale risponde. Allo scopo di isolare gli effetti della sola politica monetaria, occorre dunque identificare la componente dell'azione di *policy* che non rappresenti la reazione ad altre variabili. Tale componente è la componente esogena, non sistematica, della politica monetaria e a essa si contrappone la componente sistematica, ossia la *policy reaction function*.

In teoria, anche la componente sistematica può essere studiata attraverso il VAR. Infatti, la parte sistematica dell'equazione del VAR riferita alla variabile di *policy* (quale, ad esempio, il tasso sui *fed funds* per l'economia USA) può essere interpretata come funzione di reazione dell'autorità monetaria (Walsh, 2003). In realtà, Rudebusch (1998) ha dimostrato come la funzione di reazione desumibile da un VAR strutturale abbia una configurazione ben diversa rispetto a quella che emerge laddove si formulino funzioni di reazione di tipo standard. Questo risultato induce qualche elemento di critica nei confronti dell'approccio VAR anche perché, come osserva Sims (1998), la stragrande parte della variazione nello strumento di politica monetaria è spiegata dalla reazione delle autorità alle condizioni dell'economia e non dai "disturbi casuali" all'azione di *policy*.

Nella specificazione del loro modello SVAR, Bonci e Columba scelgono il tasso sulle operazioni pronti contro termine di rifinanziamento quale strumento di *policy*, conformemente a precedenti studi effettuati sull'economia italiana (per esempio, Gaiotti, 1999). Anche le scelte sulla dimensione del modello e sulle variabili da includervi risultano standard per l'economia italiana nel periodo considerato (1980-2002). La produzione industriale ( $y$ ), i prezzi al consumo ( $p$ ), i prezzi all'importazione delle materie prime ( $pm$ ), il tasso di cambio lira-marco ( $e$ ), il tasso di interesse di *policy* (*repo rate*,  $r$ ) e l'aggregato monetario M2 sono le sei variabili che formano il modello di base. Quest'ultimo viene in seguito accresciuto con l'inclusione di una settima variabile, che può essere un'altra variabile macroeconomica (ad esempio, i salari) oppure il flusso di attività o passività finanziarie di uno dei settori istituzionali.

Allo scopo di identificare le innovazioni alla politica monetaria occorrono assunzioni opportune. Nel lavoro viene seguito l'approccio della scomposizione di Choleski, che si basa sull'imposizione di restrizioni alla matrice  $A_0$  che lega gli errori della forma strutturale del VAR,  $\varepsilon_t$ , a quelli della sua forma ridotta,  $u_t$ :

$$(1) \quad A_0 u_t = \varepsilon_t$$

Le restrizioni sulla matrice  $A_0$  sono inserite in modo da imporre un ordine causale ricorsivo per le variabili inserite nel modello (*recursiveness assumption*), in base al quale la variabile inserita per prima nel VAR è quella ritenuta più esogena, al contrario dell'ultima che, invece, si ritiene essere la più endogena. La scelta adottata è quella di inserire prima le variabili non di *policy* e dopo le rimanenti variabili, seguendo lo stesso ordine con cui, poco sopra, ho enumerato le variabili inserite dagli autori nel modello di base. Operativamente, l'implicazione dell'assunzione adottata è che tutte le variabili che precedono lo strumento di *policy* (il tasso repo) sono quelle che rispondono allo shock con un ritardo temporale di un periodo. Al contrario, le variabili che nell'ordine di inserimento nel VAR appaiono dopo lo strumento di *policy* sono quelle la cui risposta si manifesta già nello stesso periodo in cui l'impulso viene impartito. Pertanto, nel VAR analizzato da Bonci e Columba solo l'aggregato M2 risponde allo shock nello stesso periodo in cui questo si registra.

Riguardo alla specificazione del VAR, una questione che si ritiene critica riguarda il tasso di cambio, che Bonci e Columba inseriscono nel modello empirico antepoendolo rispetto al tasso d'interesse di *policy*.

L'inclusione del tasso di cambio all'interno del sistema è certamente opportuna, data l'importanza del vincolo esterno per l'economia italiana in larga parte del periodo temporale considerato. L'inserimento del tasso di cambio quale variabile *non-policy*, tuttavia, implica che il cambio reagisca con ritardo all'impulso monetario. Sebbene questo aspetto non sia centrale rispetto agli obiettivi del paper, orientati verso l'effetto della politica monetaria sulle attività di dare e prendere a prestito dei vari settori, tuttavia è importante che le innovazioni monetarie (e il loro meccanismo di trasmissione) siano identificati nel modo più appropriato.

A tal proposito, sarebbe forse opportuno consentire una causalità simultanea tra il tasso di interesse e il tasso di cambio. Per far ciò sarebbe necessario conferire "più struttura" al modello, invece di limitarsi all'ordinamento ricorsivo delle variabili. Una strategia possibile è quella proposta da Smets (1997) e Gaiotti (1999) che, allo scopo di identificare il modello altrimenti sotto-identificato, prescelgono opportune variabili strumentali per il tasso di cambio nell'equazione del VAR relativa al tasso d'interesse di *policy*. Se si esprimono le due equazioni del VAR del tasso di interesse ( $r$ ) e del tasso di cambio ( $e$ ) facendo riferimento ai residui della forma ridotta:

$$(2) \quad u_r = \beta_0 \cdot u_e + \beta_1 \cdot u_y + \beta_2 \cdot u_p + \dots \varepsilon_r$$

$$(3) \quad u_e = \delta_0 \cdot u_r + \delta_1 \cdot u_y + \delta_2 \cdot u_p + \dots \varepsilon_e,$$

risulta chiaro che la variabile  $u_e$  nella (2) deve essere strumentata per consentire l'identificazione.

Per la scelta di strumenti appropriati, l'esperienza dello SME può fornire utili indicazioni. Infatti, almeno negli anni in cui questo sistema era in vigore, risulta condivisa la visione che la politica monetaria della Germania abbia spiegato larga parte della politica monetaria in Italia. Lo strumento di *policy* in mano alle autorità monetarie veniva largamente utilizzato per assicurare il rispetto del vincolo esterno, ossia la stabilità del cambio all'interno dei suoi margini di oscillazione (Dornbusch, Favero e Giavazzi, 1998). Pertanto, alla luce delle caratteristiche dello SME si potrebbero adottare, quali variabili strumentali rilevanti per il tasso di cambio lira-marco, le misure di shock al tasso di *policy* tedesco nonché il tasso di cambio dollaro-marco (si vedano Smets, 1997 e Gaiotti, 1999).

### 3. I risultati

#### 3.1 *Il meccanismo di trasmissione senza i flow of funds*

Prima di introdurre all'interno del VAR le attività e le passività finanziarie dei vari settori dell'economia, gli autori stimano il modello originario ed esaminano le risposte dei principali aggregati a un impulso restrittivo di politica monetaria. In generale, tali risposte risultano in linea con gli a priori forniti dalla teoria economica e da altri studi empirici.

In particolare, dall'analisi delle risposte allo shock monetario non sembra emergere alcun paradosso, che invece si è manifestato in altri studi simili. Ad esempio, non vi è un *liquidity puzzle*, in quanto si documenta che la restrizione monetaria dà luogo a una riduzione della liquidità. Inoltre, il livello dei prezzi, sia pur debolmente, mostra una tendenza ad abbassarsi a seguito della restrizione monetaria, conformemente a quanto suggerito dalla teoria. Infine, il tasso di cambio mostra una debole tendenza iniziale all'apprezzamento, per poi ritornare ai livelli di partenza. Non vi è dunque un *exchange rate puzzle*, che vi sarebbe stato in presenza di un deprezzamento generato dalla restrizione monetaria. È opportuno osservare, tuttavia, che la risposta del tasso di cambio documentata nel lavoro, pur essendo a grandi linee coerente con la teoria dell'*overshooting*, risulta assai debole. La strategia alternativa di identificazione del modello indicata nella sezione precedente potrebbe forse condurre a una risposta del tasso di cambio più marcata e dunque ancora più in linea con il meccanismo dell'*overshooting* (Gaiotti, 1999).

Si ritiene, inoltre, che un utile esercizio aggiuntivo, in grado di accrescere il quadro informativo del lavoro, consista nella scomposizione della varianza dell'errore di previsione (FEDV) e nell'esame, dunque, di quale sia la frazione della variabilità ciclica riconducibile a shock di tipo monetario.

Nel lavoro, risulta anche d'interesse la parte in cui il modello VAR originario a sei variabili viene accresciuto per includervi una settima variabile. Vari esercizi vengono effettuati e documentati nel saggio con riferimento all'aggiunta di una variabile alla volta nel VAR e, in particolare, di indicatori di attività economica. Si tratta dei consumi privati e di quelli pubblici, degli investimenti fissi lordi, del tasso di disoccupazione e dei salari. Un risultato appare alquanto sorprendente, visto che è ottenuto per l'economia italiana: a seguito della restrizione

monetaria i salari nominali scendono e, dal momento che i prezzi risultano rigidi nel breve periodo, i salari reali esibiscono di fatto una lieve flessione. Tale evidenza è in linea con quanto documentato per l'economia americana (cfr., per esempio, Christiano *et al.*, 1996) ma non appare conforme rispetto ad altri studi empirici per l'Italia (cfr., per esempio, Gaiotti, 1999).

Una questione di carattere tecnico che si vuole segnalare è che ciascuna di queste variabili aggiuntive inserite nel VAR quale settima variabile è assimilabile a una variabile *non-policy* e in quanto tale, alla luce della discussione fatta prima, andrebbe inserita prima del tasso d'interesse, così come avviene per output e prezzi. Al contrario, nel lavoro di Bonci e Columba ciascuna di esse viene inserita nel VAR dopo lo strumento di *policy*, generando così una possibile incoerenza riguardo alla logica adottata per l'identificazione dell'intero modello.

### 3.2 *Il meccanismo di trasmissione con i flow of funds*

La parte centrale del lavoro è quella che riguarda gli effetti della politica monetaria sulle attività di dare e prendere a prestito dei vari settori dell'economia. Prendiamo in considerazione innanzitutto il settore delle imprese non finanziarie ed esaminiamo i risultati empirici associati alla stima di diversi modelli VAR. In ciascuno di essi si inserisce alternativamente, quale settima variabile, il flusso di attività finanziarie detenute da questo settore, il flusso di passività finanziarie ovvero il saldo di queste due grandezze.

Le principali evidenze che Bonci e Columba ricavano per questo settore sono le seguenti. Il livello delle attività e delle passività finanziarie delle imprese mostra una flessione nel trimestre in cui viene impartito lo shock monetario restrittivo e nei due trimestri successivi. Esaminando il saldo di queste due grandezze, ossia la raccolta netta di fondi (NFR), la risposta di questa variabile non risulta mai significativa, tranne che all'impatto, dove mostra un incremento. Anche se si vanno a inserire nel VAR specifiche tipologie di passività finanziarie, ad esempio quelle a breve o a lungo termine, il quadro rimane sostanzialmente immutato: la restrizione monetaria genera un ridimensionamento delle passività più o meno sensibile.

Per valutare il grado di plausibilità dei loro risultati, Bonci e Columba fanno continuo riferimento al lavoro di Christiano *et al.* (1996) citato in precedenza, che, per primo, affronta la questione degli effetti della politica monetaria sull'andamento delle attività e passività finanziarie dei

vari settori mediante la metodologia VAR. Studiando l'economia americana, Christiano *et al.* (1996) ottengono risultati empirici che appaiono alquanto diversi da quelli documentati da Bonci e Columba.

Iniziamo con il settore delle imprese non finanziarie. Gli autori americani mostrano che, a seguito della restrizione monetaria, si osserva un accrescimento sia delle passività sia delle attività finanziarie di questo settore nonché della raccolta netta di fondi (NFR). Per tentare di riconciliare questo risultato empirico con qualche modello teorico, Christiano *et al.* (1996) invocano un quadro di analisi in cui sia contemplata una certa inerzia nei costi delle imprese dovuta a frizioni finanziarie. In base a questo meccanismo, la restrizione monetaria, accompagnandosi a condizioni cicliche meno favorevoli e a una riduzione del *cash-flow*, implica un maggior indebitamento per far fronte alle spese relative a impegni contrattuali pregressi e, come tali, difficilmente comprimibili.

Questa visione risulterebbe dunque compatibile con un aumento delle passività delle imprese a seguito dello shock monetario, ma non trova supporto empirico nell'analisi di Bonci e Columba. Nonostante questo chiaro segnale che emerge dai dati italiani, Bonci e Columba cercano di riconciliare i loro risultati con quelli di Christiano *et al.* (1996). A tal fine utilizzano la disaggregazione delle passività per scadenza e, pur ottenendo di fatto gli stessi risultati ricavati per il totale delle passività, giungono a concludere che i loro risultati empirici sono coerenti con quelli dell'economia americana e con le predizioni teoriche dei modelli con frizioni finanziarie e inerzia nell'aggiustamento dei costi d'impresa.

Sarebbe, al contrario, opportuno che Bonci e Columba rimarcassero le differenze tra i loro risultati empirici sulle imprese non finanziarie e quelli ottenuti da Christiano *et al.* (1996). Peraltro, è da sottolineare come la riduzione, a seguito di restrizione monetaria, dei prestiti contratti dalle imprese risulti perfettamente coerente con i meccanismi di trasmissione dei principali modelli in circolazione. Tra questi si citano quelli ispirati alla c.d. "*money view*" (ad esempio, il modello IS-LM), quelli ispirati alla "*credit view*" (cfr., per esempio, Bernanke e Blinder, 1988) o ai modelli monetari del ciclo del tipo DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium model*; si veda, ad esempio, Fuerst, 1994).

Similmente, anche la riduzione delle attività finanziarie delle imprese in seguito a una contrazione monetaria risulta perfettamente in

linea con le predizioni standard della maggior parte dei modelli in circolazione.

Passando a esaminare la risposta delle attività e passività del settore delle famiglie a fronte di uno shock alla politica monetaria, viene spontaneo muovere a Bonci e Columba una critica che attiene all'interpretazione dei risultati e, come tale, equivalente a quella mossa per il settore delle imprese. Vediamo nel dettaglio. Gli autori documentano una riduzione significativa della raccolta netta di fondi delle famiglie a seguito della restrizione. Tuttavia, esaminando la risposta separata del totale delle passività e delle attività, la loro dinamica risulta debole e poco significativa dal punto di vista statistico. Al contrario, nel lavoro di Christiano *et al.* (1996) la risposta di entrambi questi aggregati risulta molto più forte. Eppure, in tale lavoro sui dati americani si afferma che i risultati sarebbero coerenti con i modelli di "*limited participation*" formulati, tra gli altri, da Christiano ed Eichenbaum (1992). In base a questa teoria, lo ricordiamo, le famiglie non aggiusterebbero le loro attività e passività finanziarie nella fase immediatamente successiva allo shock di politica monetaria.

Se tale teoria viene invocata per interpretare i risultati ottenuti per gli USA, a maggior ragione essa potrebbe essere invocata per spiegare le evidenze empiriche trovate da Bonci e Columba per l'economia italiana. Se si guarda, infatti, agli aggregati (totale attività e passività finanziarie) la risposta debole e poco significativa risulterebbe coerente con quanto affermato dai modelli di "*limited participation*". Al contrario, Bonci e Columba affermano l'opposto, semplicemente perché guardano alla risposta della raccolta netta di fondi, che è effettivamente diversa da zero, invece che alle due componenti che la costituiscono (le attività e le passività).

In realtà, esaminando con maggiore attenzione i risultati di Bonci e Columba e, in particolare, la distinzione effettuata dagli autori per tipologia di *asset* e *liability*, si riscontra un aggiustamento significativo nel portafoglio finanziario. A seguito della restrizione, infatti, il portafoglio viene modificato detenendo meno depositi e azioni, da un lato, e più titoli obbligazionari, sia a breve sia a lunga scadenza, dall'altro. Sono queste, e non altre, le evidenze che rendono incoerente il *limited participation model* con i risultati del loro paper. Tale aspetto andrebbe esplicitamente messo in rilievo, unitamente alla circostanza che i risultati documentati dagli autori non risultano affatto incoerenti con le predizioni teoriche dei principali modelli in circolazione.

Infine, viene esaminato nel lavoro il settore delle Amministrazioni pubbliche (AP) e anche per esso si esamina come le attività e le passività rispondano nel tempo a una politica monetaria restrittiva. Nel lavoro di Christiano *et al.* (1996) il risultato empirico ottenuto a tal riguardo è quantomeno sorprendente e certamente contro-intuitivo. Gli autori americani, infatti, documentano che uno shock restrittivo di politica monetaria riduce in modo significativo la raccolta netta di fondi (NFR) delle AP, che, sostanzialmente, riflette il fabbisogno pubblico. Nel lavoro di Bonci e Columba, al contrario, la raccolta netta delle AP sale leggermente a seguito dello shock e questo, a prima vista, implicherebbe l'assenza nei loro risultati di quel paradosso inspiegabile che invece si ricava dallo studio di Christiano *et al.* (1996).

Tuttavia, un'analisi più attenta dei risultati empirici di Bonci e Columba evidenzia che la risposta allo shock delle sole passività finanziarie delle AP (di fatto il debito pubblico) risulterebbe non significativa e talvolta di segno negativo. Dato il peso della spesa per interessi nella finanza pubblica italiana, è lecito domandarsi se, alla luce di questa evidenza aggiuntiva, il puzzle sia del tutto venuto meno, ovvero se continui a permanere, sia pur in forma attenuata.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Bernanke, B. e A. Blinder (1988), *Credit, Money, and Aggregate Demand*, in "American Economic Review", vol. 78, n. 2, pp. 435-439.
- Christiano, L. e M. Eichenbaum (1992), *Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism*, in "American Economic Review", vol. 82, n. 2, pp. 346-353.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (1996), *The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 78, pp.16-34.
- Dornbusch, R., Favero, C. e F. Giavazzi (1998), *Immediate Challenges for the European Central Bank*, in "Economic Policy", vol. 26, pp. 17-64.
- Fuerst, T. (1994), *The Availability Doctrine*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 34, pp. 429-444.
- Gaiotti, E. (1999), *The Transmission of Monetary Policy Shocks in Italy, 1967-1997*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 363.
- Rudebusch, G.D. (1998), *Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?*, in "International Economic Review", vol. 39, n. 4, pp. 907-931.
- Sims, C.A. (1998), *Comment on Rudebusch's 'Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?'*, in "International Economic Review", vol. 39, n. 4, pp. 933-941.
- Smets, F. (1997), *Measuring Monetary Policy Shocks in France, Germany and Italy: The Role of the Exchange Rate*, Bank for International Settlements, Working Paper n. 4.
- Walsh, C.E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, Mass., The MIT Press.

**Sessione 4**

**I CONFRONTI INTERNAZIONALI**

Presidente: *Luigi Federico Signorini*

## **LE STRUTTURE FINANZIARIE DEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI: UN'ANALISI DI MEDIO PERIODO**

*Laura Bartiloro, Riccardo De Bonis, Andrea Generale e Irene Longhi\**

### **1. Introduzione e motivazione**

L'esame delle strutture finanziarie può essere effettuato da molteplici punti di vista. Differenze nei sistemi finanziari sono espressione di tipi diversi di capitalismo; possono essere legate alla distinzione classica tra sistemi basati sulle banche e sistemi fondati sui mercati; possono essere state determinate da scelte istituzionali e di supervisione, da eterogeneità nelle scelte di politica economica in risposta a crisi finanziarie; possono essere ricondotte alle origini legali dei paesi.

Le differenze tra sistemi finanziari sono al centro della letteratura che investiga il nesso tra finanza e crescita economica, con direzioni di causalità non facili da discernere; rilevano per le asimmetrie nei canali di trasmissione di una politica monetaria unica in un'area composta da paesi diversi; possono influire sul finanziamento delle attività innovative e sulla crescita dimensionale delle imprese; segnalano diverse propensioni al rischio degli agenti economici; sono importanti per la stabilità finanziaria.

Richiamandosi ad alcuni di questi temi, il lavoro analizza la ricchezza finanziaria e reale, il ruolo di intermediari e mercati, l'indebitamento di famiglie e imprese nei principali paesi industriali: Stati Uniti, Giappone, Italia, Regno Unito, Francia, Germania, Spagna (solo per attività e passività finanziarie). Il contributo ruota intorno a quattro gruppi di domande.

- a) Quali sono le differenze tra paesi nella dimensione della sovrastruttura finanziaria? Che rapporto esiste tra attività finanziarie e ricchezza reale?

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Giancarlo Marra ha predisposto una procedura di conversione automatica e di aggregazione dei dati degli Stati Uniti e del Giappone. Giuseppe Acito, Cristiana Rampazzi e Stefano Vicarelli hanno collaborato alla preparazione delle tavole e dei grafici. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

- b) Le differenze nella finanziarizzazione delle economie sono attribuibili a determinati settori istituzionali? Qual è il ruolo delle banche e degli altri intermediari finanziari?
- c) Qual è stata l'evoluzione della ricchezza (finanziaria e reale) e dell'indebitamento delle famiglie? È mutata la composizione degli strumenti finanziari a seconda del loro grado di rischio?
- d) Qual è il peso relativo delle fonti esterne e interne di finanziamento delle imprese? Come si sono evoluti l'indebitamento e la composizione delle passività finanziarie?

Per verificare la persistenza delle differenze tra i sistemi finanziari, abbiamo analizzato un lasso di tempo sufficientemente lungo, gli anni dal 1995 al 2004, durante i quali si sono verificati un rialzo, una caduta e una successiva ripresa della Borsa. Il lavoro usa, come base statistica principale, i conti finanziari. Per i paesi europei le statistiche recepiscono le definizioni del Sistema europeo dei conti (SEC95; cfr. Appendice), la cui adozione ha accresciuto la comparabilità delle informazioni dei conti finanziari. Rimangono differenze nelle definizioni dei settori istituzionali e degli strumenti per gli Stati Uniti e il Giappone.

Il contributo è diviso in sei paragrafi. Dopo l'introduzione, il secondo paragrafo presenta un primo confronto tra attività finanziarie e ricchezza reale. Il terzo paragrafo è dedicato agli intermediari. Il quarto paragrafo discute la composizione della ricchezza e l'indebitamento delle famiglie. Il quinto analizza la struttura finanziaria e l'indebitamento delle imprese. Il sesto paragrafo riporta le conclusioni principali del lavoro.

## **2. Attività finanziarie e reali**

### *2.1 La crescita recente delle attività finanziarie*

Nell'ultimo decennio si è assistito a una forte espansione delle attività finanziarie. Nel periodo 1995-2004 la loro consistenza è raddoppiata in Italia, Regno Unito e Stati Uniti, mentre è cresciuta di circa l'80 per cento in Francia (tav. 1) e del 70 in Germania. Le attività finanziarie sono cresciute di meno del 10 per cento in Giappone, riflettendo la riduzione dei valori di Borsa e la contrazione del ricorso ai finanziamenti esterni da parte del settore privato, in una fase di prolungata e intensa recessione economica.

In rapporto al prodotto il peso delle attività finanziarie è cresciuto in tutti i paesi. L'aumento della finanziarizzazione è stato sospinto dalla deregolamentazione dell'attività finanziaria, che ha ampliato gli strumenti disponibili per l'allocazione del risparmio; i progressi nelle tecnologie della comunicazione hanno accresciuto le possibilità di scelta di debitori e creditori. I bassi tassi di interesse, nominali e reali, hanno favorito il ricorso ai finanziamenti esterni<sup>1</sup>.

## 2.2 *L'aumento dell'apertura internazionale*

La maggiore integrazione dei mercati finanziari si è riflessa in una crescita delle transazioni finanziarie con l'estero. In tutti i paesi, con l'eccezione del Giappone, è aumentato il peso delle attività finanziarie del resto del mondo in rapporto al prodotto. L'aumento nel periodo è stato più forte nel Regno Unito e in Germania.

Pur essendo difficile individuare i nessi di causalità, uno sviluppo maggiore del sistema finanziario può essere accompagnato da un grado più elevato di apertura alle transazioni internazionali<sup>2</sup>. La dispersione tra paesi del rapporto tra le attività del resto del mondo e il prodotto è elevata e riflette tradizioni storiche, dimensione dei mercati interni, tempi e modi di attuazione delle liberalizzazioni valutarie. Considerando i livelli attuali, Giappone e Stati Uniti appaiono come i paesi più chiusi alle relazioni con l'estero. L'Italia è in una posizione intermedia, mentre in Francia e in Germania si osservano valori più alti delle attività con l'estero. Il Regno Unito, dove il peso della finanza è influenzato dalla consolidata apertura commerciale del paese e dal ruolo primario di Londra quale centro di operatività interbancaria, si conferma il paese con il maggior grado di apertura con l'estero<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> La finanziarizzazione crescente dell'economia risale all'inizio degli anni ottanta, come riassunto in Giannini (2004), capitolo VII, ma è accelerata negli ultimi dieci anni.

<sup>2</sup> Sul nesso tra apertura commerciale e integrazione internazionale, cfr. Quy-Toan Do e Levchenko (2004) e Rajan e Zingales (2001).

<sup>3</sup> Nel 2004 il peso delle attività finanziarie del resto del mondo sul totale delle attività era pari a circa il 25 per cento nel Regno Unito, era compreso tra il 15 e il 18 per cento nei principali paesi europei, era circa l'8 per cento negli Stati Uniti e il 4 in Giappone. Considerando i diversi strumenti finanziari, nei paesi europei circa un terzo dei titoli è detenuto dal settore estero, mentre nel Regno Unito il resto del mondo detiene una quota consistente di tutte le principali tipologie di attività finanziarie. Negli Stati Uniti e in Giappone la quota dei titoli in portafoglio al settore estero è relativamente più ridotta. Dal lato del passivo finanziario dell'estero, tra i paesi dell'Europa continentale la quota delle azioni emesse da non residenti sul totale risulta particolarmente elevata in Italia, in Germania e in Francia; in questo paese lo strumento più rilevante è costituito dai titoli

(continua)

### 2.3 Attività finanziarie versus attività reali: il FIR di Goldsmith

Il rapporto tra le attività finanziarie lorde e la ricchezza reale nazionale – il FIR (*Financial Interrelations Ratio*) – è cresciuto tra il 1995 e il 2000, in una fase caratterizzata dall'andamento favorevole della Borsa, dalla diminuzione dei tassi di interesse, dall'andamento positivo delle economie (tav. 1). Dal 2000, al calo delle Borse e all'aumento dei prezzi degli immobili si è associata una riduzione del FIR in Francia, Italia e Stati Uniti. Fa eccezione il Giappone, dove il FIR è continuato a crescere per effetto della contrazione della ricchezza reale, determinata dalla riduzione del valore dei terreni<sup>4</sup>. In Germania il FIR è sceso soltanto nel 2002 e in misura lieve, a causa di una dinamica contenuta dei prezzi delle attività reali<sup>5</sup>. Nel Regno Unito, dove l'aumento dei prezzi degli immobili si è manifestato in anticipo rispetto ai paesi dell'Europa continentale, il FIR ha iniziato a scendere, seppur lievemente, prima che negli altri paesi.

Nonostante i mutamenti osservati nel periodo, l'Italia ha tuttora il più basso rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale (tav. 1) e il rapporto più alto tra ricchezza reale e PIL. Pur con la prudenza imposta dall'assenza di un'armonizzazione metodologica nei criteri di misurazione (ad esempio nel calcolo del valore degli immobili), il peso della ricchezza reale in Italia può essere ricondotto ai tradizionali elevati tassi di risparmio; all'importanza del settore manifatturiero; alla sostituzione di lavoro con capitale perseguita dalle imprese a partire dagli anni settanta; alla minore varietà di strumenti finanziari disponibili prima del processo di liberalizzazione dei mercati.

---

obbligazionari, mentre nel Regno Unito è elevato sia il peso degli strumenti più liquidi (titoli e depositi), sia quello delle azioni. Negli Stati Uniti tra le passività del resto del mondo una quota rilevante è rappresentata dalle altre passività (tra cui figurano i debiti commerciali).

<sup>4</sup> Secondo lo *Statistical Handbook of Japan* (2003): "With the collapse of the bubble economy, national wealth followed a downward trend and in 2001 fell by 18 percent [with respect to 1990]. Among the assets, the decline in land prices was particularly sharp, and it reduced the proportion of land in national wealth from 69 percent in 1990 to 50 percent in 2001. Due to the fall in land values and other factors, national wealth at 2001 year-end was 2906.7 trillion yen, down 1.9 percent (56.2 trillion yen) from the figure at 2000 year-end, recording a fourth consecutive year of decline".

<sup>5</sup> Il rapporto "Structural factors in the EU housing markets" (BCE, 2003), a cura dell'Eurosistema, documenta una sostanziale stabilità dei valori degli immobili in Germania.

## 2.4 Una scomposizione del FIR: da che cosa dipendono le sue variazioni?

Goldsmith (1985) presenta una scomposizione del FIR nei suoi elementi fondamentali. Il rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale in un dato momento del tempo dipende, direttamente, dall'ammontare delle emissioni di passività finanziarie nel periodo, dalle variazioni nel valore della consistenza delle passività in essere e delle nuove emissioni e, inversamente, dal rapporto tra ricchezza nazionale e prodotto.

Pur con le cautele dovute al breve lasso temporale a disposizione per l'analisi, che non consente di estrapolare indicazioni strutturali dai risultati, l'evoluzione del FIR può essere scomposta come:

$$\text{FIR}_t = \text{AF}_t / \text{RR}_t = [(\delta_{nf} + \varpi_{nf} + \delta_{fa} + \varpi_{fa} + \delta_{ap} + \varpi_{ap} + \delta_{rm} + \varpi_{rm} + \delta_{sf} + \varpi_{sf}) * \text{PIL}_t / \text{RR}_t] + \text{AF}_{t-n} / \text{RR}_t$$

dove  $\delta$  sono le emissioni di nuove passività dei diversi settori istituzionali tra  $t-n$  e  $t$  ( $nf$ =imprese;  $fa$ =famiglie;  $ap$ =amministrazioni pubbliche;  $rm$ =resto del mondo;  $sf$ =settore finanziario), al netto degli effetti dovuti alla variazione dei prezzi degli strumenti finanziari.  $\varpi$  sono le variazioni di valutazione. Sia  $\delta$  sia  $\varpi$  sono espresse in rapporto al prodotto al tempo  $t$  (alla fine del periodo).  $\text{PIL}_t / \text{RR}_t$  è il rapporto tra prodotto e ricchezza nazionale; infine, il rapporto tra attività finanziarie all'inizio del periodo e ricchezza nazionale alla fine del periodo ha natura di residuo.

Questa scomposizione consente di misurare la rilevanza degli effetti quantità e degli effetti prezzo sull'andamento del FIR. In altre parole, si può valutare in che misura l'aumento della finanziarizzazione sia dovuto alla crescita delle emissioni dei diversi settori istituzionali (effetto quantità) o alla rivalutazione degli strumenti finanziari (effetto prezzo).

Nel complesso del periodo 1996-2004, l'effetto quantità prevale sull'effetto prezzo (tav. 2): le emissioni nette di nuove passività ( $\delta$ ) sono state maggiori della variazione del valore delle loro consistenze indotto dall'andamento dei prezzi. Limitando l'analisi agli anni 1996-2000, la fase di boom della Borsa, le variazioni dei prezzi hanno dato un contributo positivo alla crescita del FIR in tutti i paesi, pur restando inferiori ai flussi netti di nuove passività: l'effetto quantità è prevalso sull'effetto prezzo anche negli anni di aumento dei corsi azionari. Negli anni successivi

(2001-04), il calo del FIR, attribuibile alla forte crescita delle attività reali, ha risentito degli effetti di valutazione di segno negativo, legati alla caduta delle Borse, nonché, nei paesi dell'Europa continentale, della flessione delle nuove emissioni.

### 2.5 *Il peso dei settori nelle emissioni*

Nel periodo 1996-2004, considerando i flussi di nuove passività al netto degli effetti di valutazione ( $\delta$ ), in tutti i paesi circa la metà delle nuove emissioni fa capo al settore finanziario (tav. 2). Tra i settori non finanziari, le emissioni estere sono state particolarmente rilevanti in Germania e nel Regno Unito, confermando, come visto nel punto 2.2, che i due paesi sono quelli che di recente hanno più accresciuto i rapporti con l'estero. In Italia e negli Stati Uniti sono i flussi debitori di imprese e famiglie ad avere un ruolo importante. Diverso è il caso del Giappone, in cui, accanto alle società finanziarie, un ruolo primario è quello delle amministrazioni pubbliche. Queste ultime in Europa hanno invece dato luogo a emissioni basse rispetto a quelle degli altri settori, a causa dei vincoli di finanza pubblica.

Considerando il profilo temporale delle nuove emissioni (tav. 3), per i settori non finanziari i flussi netti di nuove passività in rapporto al PIL sono cresciuti nel triennio 1998-2000 rispetto ai tre anni precedenti nella gran parte dei paesi. L'espansione delle passività delle imprese è stata ampia in tutti i paesi occidentali; è dipesa anche dalla necessità di far fronte agli impegni finanziari assunti in seguito a operazioni di finanza straordinaria, in una fase in cui gli elevati valori di Borsa consentivano di limitare la crescita del grado di indebitamento. Nel 2001-03, durante la fase di calo dei mercati dei capitali e di rallentamento delle economie, il flusso di nuove passività si è ridotto rispetto al triennio precedente<sup>6</sup>.

## 3. **Intermediari e strumenti finanziari**

### 3.1 *Sul ruolo delle istituzioni finanziarie*

L'analisi del grado di finanziarizzazione delle economie ha mostrato che a paesi con un rapporto più contenuto tra attività finanziarie e PIL, in

---

<sup>6</sup> L'eccezione positiva è la Francia, dove i flussi di nuove passività finanziarie sono cresciuti anche nel triennio 2001-03.

particolare Italia e Germania, si contrappongono economie con valori elevati di questo indicatore, come la Francia, gli Stati Uniti, il Giappone e, soprattutto, il Regno Unito. Le differenze tra i paesi nella rilevanza delle attività finanziarie riflettono, tra l'altro, il diverso peso degli intermediari. La scomposizione del FIR ha già indicato il rilievo delle istituzioni finanziarie per la sua crescita. Il peso delle attività dei diversi settori dell'intermediazione illustra quale comparto specifico dell'industria finanziaria sia caratterizzato da un ritardo rispetto ad altri paesi.

In Italia il rapporto tra le attività finanziarie delle banche, dei fondi comuni monetari, degli altri intermediari finanziari, dei fondi pensione privati e delle assicurazioni e il prodotto è cresciuto da 1,7 a 2,6 tra il 1995 e il 2004 (tav. 4), ma rimane inferiore a quello degli altri paesi<sup>7</sup>. Tale differenza, insieme al peso minore delle attività dei non residenti, spiega il rapporto più contenuto tra attività finanziarie complessive e prodotto osservato nel nostro paese rispetto agli altri paesi europei. Nel confronto con gli Stati Uniti e il Giappone, il minor grado di finanziarizzazione dell'Italia è attribuibile, oltre che al differente peso del settore finanziario, anche a livelli più contenuti delle attività finanziarie di famiglie e imprese (per la cui analisi si rimanda ai parr. 4 e 5).

Una prima determinante delle differenze tra paesi nel rapporto attività finanziarie/PIL del settore finanziario deriva dall'esistenza di sistemi pensionistici diversi. Nel 2004 il rapporto tra le attività finanziarie del settore delle assicurazioni e dei fondi pensione e il prodotto era di 0,3 in Italia e in Spagna, contro circa 0,7 in Germania e in Francia. Valori più elevati si osservano tradizionalmente nel Regno Unito e negli Stati Uniti, dove gli schemi pensionistici pubblici sono poco importanti; ciò spinge le famiglie a investire in fondi pensione privati. In Spagna e in Italia prevalgono sistemi pensionistici a ripartizione, le cui passività implicite non appaiono nei conti finanziari<sup>8</sup>. La rilevanza del sistema pensionistico pubblico ha ridotto gli incentivi delle famiglie a investire in fondi pensione privati.

Nel confronto con i paesi europei e il Giappone, anche il rapporto tra le attività delle banche e il prodotto risulta inferiore in Italia, nonostante le banche italiane offrano prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie

<sup>7</sup> Il dato non è pienamente confrontabile nel caso degli Stati Uniti, dove i depositi interbancari attivi sono al netto delle relative passività.

<sup>8</sup> Cfr. il contributo di Semeraro in questo volume.

produttrici per volumi in linea o superiori alla media europea. In Italia l'incidenza più bassa delle attività bancarie sul prodotto dipende da livelli più contenuti del portafoglio titoli, del credito al consumo, dei prestiti per acquisto abitazioni, dell'attività con non residenti, dei rapporti interbancari; in quest'ultimo caso fa premio l'efficienza del mercato interbancario dei depositi, che determina livelli inferiori di questi strumenti all'attivo e al passivo delle banche<sup>9</sup>.

### 3.2 Il rapporto di intermediazione finanziaria

Il rapporto di intermediazione finanziaria (*Financial Intermediation Ratio* – FIN), del quale esistono definizioni diverse<sup>10</sup>, può essere misurato dal rapporto tra le passività delle società finanziarie (banche, banca centrale, altri intermediari finanziari, assicurazioni e fondi pensione) e il totale delle attività finanziarie. Il rapporto indica il grado di “istituzionalizzazione” della struttura finanziaria di un paese e il ruolo svolto dagli intermediari.

Il FIN è elevato in Giappone, Germania e Regno Unito (fig. 1). Su valori intermedi si collocano Francia e Stati Uniti. L'Italia, insieme alla Spagna, si trova tra i paesi nei quali l'intermediazione finanziaria è meno sviluppata rispetto alle attività degli altri settori istituzionali.

Una semplice scomposizione indica la relazione tra FIR e FIN<sup>11</sup>. Per valori dati della ricchezza reale complessiva e della consistenza delle passività finanziarie dei settori non finanziari, l'identità contabile implica che un FIN più alto si associa a valori più elevati del FIR. Ad esempio, se il FIN dell'Italia si portasse al livello osservato nel Regno Unito (da circa 0,4 a 0,5 nel 2004), il FIR del nostro paese salirebbe da 1,03 a oltre 1,2, un valore comunque assai contenuto nel confronto internazionale. Queste indicazioni confermano che vi sono fattori non finanziari – quali l'elevato

<sup>9</sup> Sui bilanci bancari cfr. Gambacorta, Gobbi e Panetta (2001); Affinito, De Bonis e Farabullini (2006).

<sup>10</sup> Sul punto si veda Goldsmith (1969), capitolo 7; analisi si ritrovano in Bianco e Massaro (1998), Ciocca (2000).

<sup>11</sup> Ricordiamo che il FIR è dato dal rapporto tra attività finanziarie totali e ricchezza nazionale; può quindi essere riscritto come  $FIR = (PF_{SF} + PF_{SNF}) / RR$ , dove  $PF_{SF}$  sono le passività finanziarie del settore finanziario e  $PF_{SNF}$  sono le passività dei rimanenti settori istituzionali. Il rapporto di intermediazione finanziaria è definito come  $FIN = PF_{SF} / (PF_{SF} + PF_{SNF})$ ; risolvendo per le passività finanziarie del settore finanziario e sostituendo nella formula del FIR, si avrà  $FIR = [PF_{SNF} / (1 - FIN)] / RR$ .

stock di capitale fisico – che spiegano il livello particolarmente contenuto del FIR nel nostro paese.

Per quanto riguarda l'evoluzione del FIN nel decennio, l'indicatore si riduce fino al 2000 in Francia, Germania e Spagna, mentre aumenta in Italia e negli Stati Uniti. Nel nostro paese l'aumento è attribuibile allo sviluppo dei fondi comuni<sup>12</sup>. In concomitanza con la flessione dei valori di Borsa e le minori emissioni di passività delle imprese sul mercato, negli anni successivi il FIN torna a crescere anche negli altri paesi, con l'eccezione del Giappone, dove cala lievemente. Nel complesso, nel decennio il FIN cresce in Italia, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, si riduce negli altri paesi<sup>13</sup>.

Si può calcolare il rapporto di intermediazione finanziaria per le sole banche, per meglio comprenderne il ruolo svolto nelle diverse economie. In Germania il peso delle banche, in un sistema caratterizzato dal modello della banca universale e da tradizionali rapporti partecipativi con le imprese, è nettamente superiore ai valori degli altri paesi (fig. 2). Tra gli altri paesi europei, la “disintermediazione” dell'attività bancaria è risultata accentuata fino al 2000 soprattutto in Francia e in Spagna; successivamente, si osserva un nuovo aumento dell'indicatore in tutti i paesi, ad eccezione della Spagna. Il FIN delle banche è particolarmente ridotto negli Stati Uniti, confermando lo sviluppo dei mercati finanziari e di altri intermediari.

<sup>12</sup> L'Italia ha una quota superiore a quella di Spagna e Germania delle attività detenute dagli “altri intermediari finanziari” (fondi comuni diversi da quelli monetari; istituzioni che erogano credito come le società di leasing e factoring). Queste istituzioni sono più rilevanti in Francia, ma soprattutto nel Regno Unito e negli Stati Uniti, dove sono importanti, oltre ai fondi comuni, gli intermediari che operano in titoli. Il dato italiano riflette la permanenza di intermediari specializzati all'interno dei gruppi bancari, mentre in Germania la prevalenza del modello della banca universale riconduce quelle attività all'interno delle istituzioni creditizie.

<sup>13</sup> Il FIN al tempo  $t$  può essere riscritto come  $FIN_t = \alpha * FIN_{t-1} + (1 - \alpha) * \gamma$ .  $\gamma$  è il rapporto tra il flusso di nuove passività del settore finanziario e il flusso totale di passività (già discussi a proposito del FIR; si veda sopra). In particolare,  $\gamma = (\delta_{SF} / (\delta_{SF} + \delta_{Snt}))$  dove  $\delta_{SF}$  sono le emissioni totali del settore finanziario tra  $t-1$  e  $t$  e  $\delta_{Snt}$  sono le emissioni degli altri settori.  $\alpha$  è definito come  $1/(1 + \Delta pAF)$ , dove  $\Delta pAF$  è il tasso di crescita tra  $t-1$  e  $t$  della consistenza delle attività finanziarie complessive. Il FIN al tempo  $t$  è più elevato del rapporto al tempo  $t-1$  quando  $\gamma$  è maggiore di  $FIN_{t-1}$ . È questo il caso di Italia, Regno Unito e Stati Uniti tra il 1996 e il 2004. Questa scomposizione è utile per valutare la riduzione del FIN in paesi caratterizzati da un peso elevato delle nuove emissioni del settore finanziario sul totale, ma che partivano da livelli già elevati del FIN.

L'andamento del FIN riflette l'evoluzione della composizione delle attività finanziarie tra strumenti emessi direttamente sui mercati e attività intermedie, alla cui analisi è dedicato il paragrafo successivo.

### 3.3 *Un confronto tra strumenti intermediati e non intermediati*

Le classificazioni dei sistemi finanziari si basano di frequente sulla distinzione tra sistemi finanziari orientati agli intermediari, soprattutto banche, o orientati ai mercati. Un'altra classificazione distingue i sistemi finanziari tra quelli contraddistinti da relazioni strette con la clientela (*relationship based*) e quelli caratterizzati da un grado elevato di anonimità (*arm's length*). Questa ultima classificazione non coincide pienamente con la prima: una parte dell'attività degli intermediari utilizza strumenti tipici dei mercati, ad esempio le emissioni obbligazionarie; viceversa, alcuni strumenti diffusi nei sistemi finanziari orientati al mercato celano relazioni intense tra intermediari e imprese: si pensi alle partecipazioni dei *venture capitalist* in un'impresa<sup>14</sup>.

Il "Rapporto sulle strutture finanziarie nell'area dell'euro" (BCE, 2002) dell'Eurosistema ha analizzato l'importanza relativa dei mercati dei capitali e degli intermediari nell'unione monetaria. È stato mostrato l'aumento del peso dei mercati nel sistema finanziario dell'area; al tempo stesso, è stato confermato il ruolo centrale delle banche e degli altri intermediari nell'allocazione delle risorse finanziarie<sup>15</sup>. Allen e Gale (2001) hanno esaminato l'evoluzione dei sistemi finanziari negli Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Germania e Francia, mettendo in risalto le differenze nel grado di rischio dei portafogli finanziari delle famiglie – più elevato per quelle dei paesi anglosassoni – e il maggiore ricorso ai

<sup>14</sup> Rajan e Zingales (2003) sintetizzano così i pregi e i difetti dei due sistemi: "*Relationships-based systems perform better when markets and firms are smaller, when legal protection is weaker, when there is little transparency, and when innovation is mostly incremental, rather than revolutionary. By contrast, arm's length financing delivers superior results when markets and firms are bigger, when firms are more formally organized, when there is better legal enforcement and transparency, and when innovation tends to be more revolutionary. A relationship-based system can provide better forms of insurance, but it does that at the cost of reducing access to financing and curtailing future opportunities*".

<sup>15</sup> Nel Bollettino mensile della BCE dell'ottobre 2003 i risultati del "Rapporto" vengono sintetizzati e aggiornati. L'analisi evidenzia "un progressivo processo di disintermediazione che ha preso avvio alla fine degli anni novanta in concomitanza con il significativo aumento dei corsi azionari, l'introduzione dell'euro, la forte innovazione finanziaria e un incremento dei risparmi a fini pensionistici. La correzione dei listini e gli episodi di turbolenza sui mercati finanziari intervenuti a partire dalla metà del 2000 hanno parzialmente invertito tale tendenza". Sui paesi dell'area dell'euro si veda pure Bartiloro e De Bonis (2005).

mercati dei capitali da parte delle imprese degli Stati Uniti e del Regno Unito.

Le statistiche aggregate consentono di illustrare l'evoluzione dell'importanza relativa degli strumenti finanziari "intermediati" e "non intermediati" (tav. 5). Nella prima categoria, dal lato delle attività finanziarie, rientrano i depositi, le quote di fondi comuni di investimento, le riserve tecniche d'assicurazione e i fondi pensione. Tra le attività "non intermedie" sono incluse le obbligazioni e le azioni e partecipazioni. Dal lato delle passività finanziarie, consideriamo "intermediate" i prestiti; "non intermedie" azioni e titoli. Si tratta di una distinzione convenzionale, che aiuta a capire l'evoluzione recente dei sistemi finanziari.

Negli ultimi dieci anni le attività non intermedie sono, generalmente, cresciute più degli strumenti intermediati. La consistenza rispetto al PIL delle attività "non intermedie" è più che raddoppiata in Francia e Spagna e quasi raddoppiata in Italia. La maggiore rilevanza degli strumenti di mercato è una costante negli Stati Uniti, mentre nei tre paesi europei le attività totali "non intermedie" hanno superato in misura significativa la consistenza degli strumenti "intermediati" sia nel 2000 sia nel 2004. Nel 1995, in Francia e Spagna erano invece ancora prevalenti gli strumenti "intermediati", mentre in Italia la rilevanza degli strumenti di mercato rifletteva l'elevato ammontare di titoli pubblici. La Germania e il Giappone sono ancora dominati dalla prevalenza degli strumenti "intermediati", alla luce della centralità delle banche. Non deve sorprendere il predominio degli strumenti "intermediati" nel Regno Unito, data l'importanza delle società assicurative e dei fondi pensione.

### 3.4 *Sulla composizione dei portafogli delle istituzioni finanziarie*

Il diverso sviluppo dei mercati e degli intermediari si riflette sulla composizione dei bilanci delle istituzioni finanziarie; nell'analisi dei portafogli del settore finanziario rileva il grado di rischiosità e di liquidità degli strumenti.

In Italia la quota dei prestiti sul complesso delle attività delle istituzioni finanziarie monetarie è maggiore rispetto a quanto osservato negli altri paesi (tav. 6). Il peso dei depositi è invece inferiore: l'Italia ha un peso minore di depositi con scadenza prestabilita e una più efficiente operatività interbancaria, che limita il volume di queste attività.

La composizione delle attività delle altre istituzioni finanziarie (fondi comuni e altre società finanziarie) è diversificata tra paesi (tav. 6). In Francia è elevata la quota di attività, quali le azioni, caratterizzate da maggiore rischiosità, mentre in Germania prevalgono le obbligazioni. In Giappone la quota maggiore è rappresentata dai prestiti concessi da società finanziarie; in questo paese è cresciuto l'ammontare di finanziamenti concessi dalle società finanziarie pubbliche, incluse tra le altre istituzioni finanziarie<sup>16</sup>; in contrasto, si è avuta una contrazione del credito concesso dalle banche, legata al peggioramento dei bilanci. In Italia la quota dei titoli e quella delle azioni sono entrambe pari a circa un terzo del totale delle attività. Nel Regno Unito le quote più elevate si registrano per le azioni e per i depositi. Negli Stati Uniti le altre istituzioni finanziarie detengono, in misura rilevante, azioni e prestiti, mentre è assai contenuta la quota di attività liquide quali i depositi.

Anche la composizione delle attività del settore delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione è differenziata tra paesi, con le attività più rischiose che risultano maggiormente diffuse nei paesi anglosassoni (tav. 6). Nel Regno Unito prevalgono le azioni e le partecipazioni, che rappresentano oltre il 50 per cento del complesso delle attività; negli Stati Uniti le quote più rilevanti sono quelle relative a azioni e titoli. In Italia, Francia, Spagna e Giappone i titoli sono le attività prevalenti, mentre in Germania è rilevante sia il peso dei depositi sia quello delle azioni.

#### **4. Le famiglie**

##### *4.1 Ricchezza reale e ricchezza finanziaria*

Eterogeneità tra paesi nei livelli e nella composizione della ricchezza delle famiglie possono dipendere dalla diversa dinamica dei redditi e da una differente propensione al risparmio; possono essere ricondotte a fattori istituzionali, quali la rilevanza di sistemi pensionistici di tipo privatistico. Differenze nell'ammontare del risparmio finanziario possono anche riflettere la rischiosità dei portafogli nei paesi esaminati (Kapteyn e Panis, 2003).

<sup>16</sup> "At the end of 2001 the balance of outstanding loans by public financial institutions was 527 trillion yen, which is approaching the level of loans held by commercial institutions (681 trillion yen)", Statistical Handbook of Japan, 2003. Questo spiega anche il FIN particolarmente elevato per il Giappone.

Nello scorso decennio, le attività finanziarie delle famiglie sono cresciute in rapporto al reddito disponibile<sup>17</sup>. Nella seconda metà degli anni novanta l'aumento del valore delle attività finanziarie contribuisce in misura determinante all'aumento della ricchezza netta totale. Il processo prosegue fino al 2000; in una fase caratterizzata dall'espansione dell'attività economica, dall'incremento degli utili aziendali e dalla crescita dei corsi azionari, i risparmiatori si orientano maggiormente verso l'investimento azionario, sia in via diretta sia mediante il ricorso a investitori istituzionali<sup>18</sup>. Nel 2000 le attività finanziarie erano pari a circa cinque volte il reddito disponibile nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Giappone, a oltre tre in Italia e a oltre 2,5 negli altri paesi europei.

Dopo il 2000, il crollo delle borse e la stagnazione economica si sono associate alla ripresa degli investimenti in attività reali, soprattutto in immobili residenziali. Il rapporto tra attività finanziarie e reddito disponibile si è ridotto nella gran parte dei paesi. Alla fine del 2004 il rapporto italiano era pari a 3,3, un valore superiore a quello di Germania e Francia, inferiore a quanto osservato in Giappone, negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Tra il 1995 e il 2004 il rapporto tra la ricchezza netta (attività finanziarie e reali al netto delle passività finanziarie) e il reddito disponibile delle famiglie italiane è aumentato da 7,5 a 9,2 (tav. 7). Questo valore è particolarmente elevato nel confronto internazionale ed è attribuibile a livelli più alti del rapporto tra ricchezza reale e reddito e, in

<sup>17</sup> In Giappone, tuttavia, si assiste a una riduzione rispetto al decennio precedente: la ricchezza netta delle famiglie aveva, infatti, raggiunto valori particolarmente elevati negli anni ottanta (8 volte il reddito disponibile); negli anni novanta, allo scoppio della bolla speculativa e al forte rallentamento dell'economia si è associata la riduzione del rapporto, che è, tuttavia, rimasto elevato nel confronto internazionale (FMI, 2002).

<sup>18</sup> Negli Stati Uniti la ricchezza netta delle famiglie aumenta di oltre il 50 per cento negli anni novanta; più del 60 per cento della crescita è dovuto all'incremento del valore della componente azionaria (Paiella, 2002). Anche in Italia, nella seconda metà degli anni novanta è la componente finanziaria a costituire la principale determinante dell'aumento della ricchezza complessiva delle famiglie. La ricomposizione della ricchezza verso le attività finanziarie è un fenomeno comune a tutti i paesi del G7 (FMI, 2002): mentre negli anni ottanta la gran parte della ricchezza delle famiglie era costituita da attività reali, nel corso degli anni novanta i risparmiatori si sono orientati verso le attività finanziarie, in particolare le azioni. L'aumento è risultato di diversa intensità, con una crescita del peso delle attività finanziarie inferiore nel Regno Unito e in Canada, dove già esso risultava molto elevato; l'espansione delle attività finanziarie è stata più intensa in Francia e in Italia, dove la partecipazione al mercato azionario era più limitata. Sempre secondo il Fondo monetario internazionale, negli Stati Uniti l'aumento della ricchezza azionaria è da ricondurre soprattutto all'aumento dei corsi azionari e non a nuove sottoscrizioni nette.

minor misura, al più basso indebitamento delle famiglie italiane<sup>19</sup>. Il valore consistente della ricchezza reale delle famiglie italiane potrebbe essere ricondotto, oltre che alle ragioni indicate per spiegare gli elevati livelli di attività reali dell'intera economia, alle imperfezioni del mercato degli affitti, che incentiverebbero l'acquisto degli immobili. Inoltre, la differenza rispetto agli altri paesi può in parte dipendere dalle diverse metodologie di valutazione delle attività reali e delle azioni non quotate nel portafoglio delle famiglie.

Il peso della ricchezza reale sul totale delle attività finanziarie e reali è di circa il 70 per cento in Italia e in Germania, del 60 in Francia, attorno al 50 nel Regno Unito, inferiore alla metà della ricchezza lorda negli Stati Uniti e in Giappone.

#### 4.2 *La composizione delle attività finanziarie*

Tra il 1995 e il 2000, la crescita dei corsi azionari, le privatizzazioni di imprese pubbliche, i progressi nel risparmio gestito si sono associati all'aumento del peso delle azioni e delle quote di fondi comuni nei portafogli delle famiglie; sono anche cresciuti, seppur generalmente in misura minore, i fondi investiti in strumenti assicurativi e fondi pensione privati (tav. 8). Nell'area dell'euro la ricomposizione delle attività e delle passività è stata accentuata dal calo dei tassi di interesse nominali e reali, con una riduzione del peso di depositi e titoli. Nel 2000 in Italia tra le attività finanziarie delle famiglie la quota più elevata riguardava le azioni e le quote di fondi comuni, un mutamento notevole rispetto al 1995, quando il portafoglio era composto in prevalenza da depositi e obbligazioni pubbliche<sup>20</sup>.

Dopo il 2000, l'andamento negativo delle Borse e i fallimenti di importanti imprese europee e statunitensi hanno allontanato le famiglie da azioni e fondi comuni. Sono tornati a salire gli investimenti in depositi e, in misura minore, in titoli. È proseguita la crescita di assicurazioni e fondi pensione. Nel 2003-04, le famiglie sono tornate con prudenza verso azioni e fondi comuni. Rispetto al 1995 è confermato il forte spostamento dei

---

<sup>19</sup> Il settore delle famiglie negli Stati Uniti non include le imprese artigiane.

<sup>20</sup> Tuttavia, la componente delle obbligazioni è rilevante nella composizione del portafoglio dei fondi comuni italiani.

portafogli verso attività caratterizzate da maggiore rischiosità rispetto ai depositi e ai titoli a breve termine<sup>21</sup>.

Restano ampie differenze nella composizione delle attività finanziarie delle famiglie. I depositi rimangono elevati in Spagna e Germania, riflettendo l'importanza delle banche in questi paesi; sono assai rilevanti anche in Giappone, dove la gran parte di questi strumenti fa capo al sistema postale. Mentre la disintermediazione bancaria è stata forte in Italia dal lato dei depositi, gli investimenti in titoli obbligazionari sono rimasti cospicui, a causa dell'elevatezza del debito pubblico e, successivamente, delle emissioni degli stessi intermediari creditizi. Tale ultimo fattore mitiga la rilevanza della disintermediazione bancaria nel nostro paese, indicata dalla crescita del peso delle attività "non intermedie" (tav. 5).

Le differenze maggiori nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie emergono per le attività nei confronti di assicurazioni e fondi pensione. Nel Regno Unito esse sono pari a oltre il 50 per cento della ricchezza finanziaria totale, mentre in Italia e Spagna l'incidenza è al di sotto del 20 per cento.

È anche elevata la dispersione tra paesi nel peso, sul complesso delle attività finanziarie, delle azioni, delle partecipazioni e delle quote di fondi comuni. Tra le principali economie dell'area dell'euro, Spagna e Germania si pongono agli estremi opposti. In Germania azioni e fondi comuni hanno un ruolo contenuto, a conferma dello sviluppo più limitato dei mercati rispetto agli intermediari, mentre la quota è assai elevata in Spagna. Tra gli altri paesi, è elevato il peso delle azioni e delle quote di fondi comuni sia negli Stati Uniti, sia in Italia.

La ricomposizione dei portafogli in favore di strumenti più rischiosi è confermata anche guardando ai flussi di attività finanziarie (tav. 9), che non sono influenzati dagli effetti di valutazione. Dal 1995 al 2000 le famiglie italiane hanno ceduto titoli e accresciuto i loro investimenti in quote di fondi comuni in misura nettamente superiore a quanto osservato

<sup>21</sup> Numerosi lavori di comparazione si sono basati su dati microeconomici provenienti dalle indagini sui bilanci delle famiglie, approfondendo quanto osservato sulla base delle statistiche aggregate. In sintesi, i principali risultati di questi lavori indicano che nello scorso decennio l'intensità della ricomposizione delle attività delle famiglie verso strumenti finanziari più rischiosi è stata differenziata tra i paesi. In Italia il possesso azionario risulta ancora concentrato presso le famiglie più agiate. Su questi temi si vedano: Guiso, Haliassos e Jappelli (2002) e (2003); Faiella e Neri (2003); Paiella (2002); Norman, Sebastia-Barriel e Weeken (2002).

negli altri paesi<sup>22</sup>. Successivamente, tra il 2000 e il 2004, l'Italia ha sperimentato, insieme al Giappone, la riduzione più forte degli investimenti in quote di fondi comuni.

#### 4.3 *Sull'indebitamento delle famiglie*

La propensione a indebitarsi delle famiglie varia tra i paesi in funzione di atteggiamenti culturali, dei livelli dell'inflazione e dei tassi di interesse, della deducibilità fiscale del debito, della tipologia dei prestiti a seconda di diverse caratteristiche contrattuali quali le condizioni di tasso (fisso/variabile), l'importo massimo di mutuo concesso in relazione al valore dell'immobile, le possibilità di rifinanziamento del debitore in presenza di un aumento del prezzo delle abitazioni. Rileva anche l'efficienza nelle procedure di recupero delle garanzie bancarie in caso di insolvenza del debitore.

Nel periodo in esame il rapporto tra passività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie è cresciuto in tutti i paesi (tav. 7). Fa eccezione il Giappone, dove è rimasto stabile su valori elevati. Negli altri paesi l'aumento delle passività finanziarie è stato determinato dalla crescita dei debiti a medio e a lungo termine, in una fase di intensa attività sul mercato immobiliare.

La rivalutazione dei valori delle attività e il livello contenuto dei tassi di interesse hanno favorito l'aumento dei finanziamenti. I prestiti hanno beneficiato, ad esempio nel Regno Unito e negli Stati Uniti, del ricorso al meccanismo del "*mortgage equity withdrawal*". Le famiglie hanno ricevuto nuovi prestiti garantiti dall'aumento del valore del vecchio immobile acquistato; la destinazione del prestito non è stata l'acquisto di altre abitazioni, ma spese di consumo e/o miglioramenti qualitativi degli immobili<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Sul tema si veda. Filippa e Franzosi (2001).

<sup>23</sup> Negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'aumento dell'indebitamento delle famiglie è stato favorito dalla crescita del valore delle attività da stanziare a garanzia dei debiti contratti. "...contributing to the sustained rise in debt has been the willingness of households to access the increased value of their assets through home mortgage loans. The rise in mortgage debt during the current economic expansion has been due in part to increased borrowing via loans for which accumulated home equity is used as collateral" (Federal Reserve Board of Governors, 2001). Sul caso inglese si veda Bank of England (2003).

Rispetto al reddito disponibile le famiglie italiane continuano a caratterizzarsi per i livelli più bassi dell'indebitamento (tav. 7)<sup>24</sup>. Debiti più alti, ma ancora contenuti nel confronto internazionale, si riscontrano in Francia e in Germania. L'indebitamento del settore è particolarmente elevato nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Giappone; i primi due paesi, pur partendo da livelli già alti, hanno registrato, insieme all'Italia, l'incremento più forte delle passività nel decennio.

## **5. Le imprese non finanziarie: autofinanziamento, flusso dei fondi, leverage e composizione delle passività**

Una vasta letteratura, teorica ed empirica, ha studiato come la composizione del passivo di bilancio influenzi il valore delle imprese e incida sui loro investimenti<sup>25</sup>. In questo paragrafo esaminiamo le differenze tra paesi nella composizione delle fonti di finanziamento, nel grado di indebitamento e nella struttura finanziaria delle imprese.

### *5.1 Il flusso dei fondi*

In linea con la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento, negli ultimi dieci anni l'autofinanziamento ha continuato a fornire il contributo più rilevante alla formazione delle risorse delle imprese (tav. 10). Nella gran parte dei paesi, l'espansione dell'attività economica nel triennio 1995-97 si è associata a utili elevati. Il grado di copertura degli investimenti con fonti generate all'interno dell'impresa è stato alto. Nel triennio 2001-03, il rapporto autofinanziamento/investimenti è calato nei paesi dell'area dell'euro, riflettendo la stagnazione economica; è rimasto pressoché stabile negli Stati Uniti; è aumentato nel Regno Unito e in Giappone, paese dove il ristagno dell'economia si è associato a una contrazione degli investimenti.

<sup>24</sup> In Italia, dove le famiglie produttrici sono importanti, oltre al credito al consumo e ai mutui immobiliari, sono rilevanti anche i prestiti per l'attività d'impresa, nonché i debiti commerciali. Questo aspetto è comune ad altri paesi, come la Spagna, dove la dimensione delle imprese è piccola.

<sup>25</sup> Questi studi includono il teorema di Modigliani e Miller, la discussione dell'effetto delle tasse sul debito, la teoria statica del *trade-off* esistente tra debito e azioni, la teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento (*pecking order*), modelli con costi di agenzia tra azionisti e amministratori, modelli con contratti incompleti tra intermediari e imprese e sui conflitti di interesse che possono insorgere tra gli azionisti e i detentori del debito raccolto dalle imprese. Myers (2000) è una rassegna utile.

Le differenze tra paesi riguardano il contributo dei prestiti, delle obbligazioni e delle azioni alla formazione delle risorse. In Italia, Germania e Spagna, dove le banche mantengono una centralità nel finanziamento delle imprese, sono i prestiti a fornire in media il contributo più rilevante rispetto alle azioni e alle obbligazioni. In Francia è la raccolta di capitale di rischio a costituire la fonte più importante dopo l'autofinanziamento, confermando i progressi della struttura finanziaria francese, perseguiti dalle autorità con l'obiettivo di rafforzare i mercati dei capitali. Nel Regno Unito sia le azioni sia i prestiti forniscono contributi elevati; è anche maggiore che negli altri paesi il flusso di obbligazioni emesse dalle imprese. Negli Stati Uniti la rilevanza delle obbligazioni è pressoché equivalente a quella dei prestiti, mentre le azioni forniscono un contributo negativo alla formazione delle risorse: i rimborsi netti di azioni sono riconducibili a ingenti operazioni di *buy-back* e all'effetto delle operazioni di fusione<sup>26</sup>.

Dal lato degli impieghi delle risorse raccolte, si è avuto in tutti i paesi, ad eccezione degli Stati Uniti, un calo marcato del peso degli investimenti reali, mentre è cresciuto l'investimento in azioni (tav. 11). Il fenomeno è connesso all'aumento dell'attività di finanza straordinaria, soprattutto delle grandi imprese, e alla crescita degli investimenti di portafoglio<sup>27</sup>. La crescente finanziarizzazione delle economie è dunque un fenomeno che ha coinvolto i comportamenti del sistema industriale. In Francia e nel Regno Unito è anche elevato il peso di attività più liquide quali i depositi.

Per l'analisi del flusso di risorse e impieghi delle imprese, Corbett e Jenkinson (1996) notano che è preferibile analizzare i flussi di risorse al netto dei relativi impieghi. Ciò per due ragioni. In primo luogo, dal punto di vista economico, tra gli impieghi è cresciuto, come abbiamo visto, il peso degli investimenti finanziari: per una quantificazione delle risorse che finanziano gli investimenti reali è preferibile analizzare i flussi di passività finanziarie al netto delle relative attività<sup>28</sup>. La seconda ragione, forse quella

<sup>26</sup> "Corporations retired an extraordinary volume of equity over 1995-2000 – on net \$819 billion. Although many firms issued equity to finance capital investment and meet other corporate needs, for the sector as a whole the value of shares issued was far surpassed by the value of shares retired in cash-financed mergers and through firms' own-share repurchase programs" (Federal Reserve Board of Governors, 2001).

<sup>27</sup> Per gli Stati Uniti i criteri di consolidamento adottati nel bilancio aggregato delle imprese non finanziarie non permettono di valutare l'ammontare di azioni all'attivo di questo settore. Le azioni al passivo del settore sono, infatti, al netto delle relative attività.

<sup>28</sup> Corbett e Jenkinson (1996) notano infatti: "Some of the sources of an enterprise's funds go toward the accumulation of financial, rather than physical assets. To identify financing which is (continua)

principale, è di tipo statistico e riguarda l'impiego di diversi criteri di consolidamento a livello internazionale: l'analisi dei flussi netti rende maggiormente comparabili le informazioni. Anche nel caso dei flussi netti si conferma il ruolo preponderante delle risorse generate all'interno dell'impresa (tav. 12); emerge inoltre la rilevanza dei prestiti anche in paesi tradizionalmente orientati ai mercati, quali il Regno Unito e gli Stati Uniti<sup>29</sup>.

## 5.2 La struttura finanziaria

Nel periodo dell'andamento positivo di Borsa, le imprese hanno accresciuto il peso dei mezzi propri sul totale delle passività, diminuendo il loro grado di indebitamento (leverage, il rapporto tra i debiti finanziari e l'aggregato composto dagli stessi debiti finanziari e dal patrimonio azionario), che ha toccato un punto di minimo alla fine degli anni novanta (fig. 3). Successivamente, le difficoltà della Borsa e la flessione degli utili aziendali, dovuta al rallentamento delle economie, hanno contribuito ad aumentare il peso dei prestiti bancari sul patrimonio. Il leverage è tornato a crescere fino al 2002. Negli anni più recenti la ripresa dei corsi azionari e la riduzione dei flussi di nuovi debiti finanziari si sono accompagnati a un nuovo calo dell'indicatore. Nel 2004 in Italia e in Francia il leverage risultava inferiore di oltre dieci punti percentuali rispetto al 1995, mentre l'indicatore è aumentato nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Nel 2004 i valori più elevati del leverage si osservano in Giappone e in Germania; livelli inferiori caratterizzano le imprese inglesi e italiane; valori ancora minori si riscontrano in Spagna e, soprattutto, in Francia e negli Stati Uniti.

È stato da più parti osservato che negli ultimi anni il debito delle imprese ha raggiunto livelli storicamente elevati nei principali paesi industriali<sup>30</sup>. In rapporto al prodotto il peso dei debiti finanziari delle imprese è massimo in Giappone (fig. 4), sebbene la stagnazione

---

*associated with physical investment, one approach is to subtract enterprises' acquisition of financial assets from increases in equivalent liabilities. This approach measures the finance of physical investment in terms of the net finance from various sources."*

<sup>29</sup> Con riferimento agli anni settanta e ottanta, Corbett e Jenkinson concludono che, sulla base dell'analisi dei flussi finanziari netti, anche paesi i cui sistemi finanziari vengono usualmente classificati come "orientati ai mercati" fanno affidamento soprattutto sull'autofinanziamento.

<sup>30</sup> Jaeger (2003) osserva che: *"The recent boom-bust cycle in equity valuations has left behind a legacy of high corporate indebtedness."* Sul punto si veda anche Sylos Labini (2003).

dell'economia e la crisi bancaria abbiano ridotto il rapporto da 1,5 a 1,1. Negli altri paesi il rapporto è cresciuto negli ultimi dieci anni, mantenendosi sotto l'unità. In Italia e in Germania si osservano i valori più bassi.

Tra le passività finanziarie, considerando le consistenze in essere, le azioni sono lo strumento più rilevante in tutti i paesi esaminati (tav. 13). Costituiscono eccezioni parziali l'Italia del 1995, quando erano ancora preponderanti i debiti bancari, e il Giappone, dove questa predominanza è stata superata solo di recente. Tra il 1995 e il 2000 in tutti i paesi vi è stata una crescita dell'incidenza delle azioni e una riduzione del peso dei prestiti. Tra il 2000 e il 2004, tranne che per il Giappone, la tendenza è stata opposta e si è accompagnata alla discesa dei corsi azionari, contribuendo ad accrescere il leverage delle imprese. Secondo gli ultimi dati disponibili, relativi al 2004, la rilevanza delle azioni rimane elevata non solo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma anche in Francia.

I prestiti bancari raccolti dalle imprese si differenziano per durata, a causa di livelli diversi dell'inflazione e di vincoli differenti per le banche nella trasformazione delle scadenze nel passato, del prevalere di determinate forme tecniche, ad esempio l'apertura di credito in conto corrente, a scapito di altre. Alla fine del 2005, il 43 per cento dei prestiti bancari al passivo delle imprese aveva in Italia una scadenza inferiore all'anno, contro valori inferiori al 30 per cento in Germania, Francia, Spagna e Stati Uniti. Corrispondentemente, la quota dei prestiti con durata superiore ai cinque anni era in Italia pari al 35 per cento del totale, contro il 66 per cento in Germania e il 59 per cento in Francia.

Nelle passività delle imprese di alcuni paesi, tra cui l'Italia, è elevato il peso delle azioni non quotate, a causa della prevalenza di aziende di dimensioni piccole. Sul totale delle azioni emesse dalle imprese, la quota delle azioni non quotate è pari a circa il 70 per cento in Italia, Spagna e Francia, contro valori intorno al 55 per cento in Germania e al 25 per cento nel Regno Unito. La minore rilevanza del mercato azionario in Italia è indicata anche dal valore più basso della capitalizzazione di Borsa: alla fine del 2004, era pari al 43 per cento del prodotto, contro il 70 per cento del 2000. Il valore italiano del 2004 era allineato a quello tedesco (40 per cento) e inferiore a quello del Regno Unito (127 per cento) e degli Stati Uniti (139 per cento).

Nell'area dell'euro, malgrado la crescita delle emissioni obbligazionarie stimolata dalla moneta unica, queste passività hanno un

peso ancora contenuto per le imprese spagnole, italiane e tedesche. Una maggiore rilevanza si osserva in Francia e, soprattutto, nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti.

La struttura finanziaria delle imprese si differenzia anche per la diversa intensità del ricorso a debiti di natura commerciale (inclusi nelle altre passività finanziarie): tra i paesi europei, la quota è particolarmente elevata in Italia, Francia e Spagna<sup>31</sup>.

## 6. Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato l'evoluzione delle strutture finanziarie dei principali paesi industriali negli ultimi dieci anni. Con riferimento ai quattro gruppi di domande sollevate nell'introduzione, si riassumono le indicazioni principali che emergono dall'analisi.

*Attività finanziarie e reali.* – Nella seconda metà degli anni novanta il rapporto tra attività finanziarie e reali è cresciuto in tutte le economie, riflettendo l'accumulazione di attività finanziarie, in particolare di azioni, in un periodo di ascesa dei valori di Borsa. La ricomposizione dei portafogli si è mossa in favore di attività più rischiose. Dal 2000 è iniziata una fase di riduzione dei corsi azionari: la crescita del rapporto tra attività finanziarie e attività reali (FIR) si è arrestata; i portafogli degli operatori si sono orientati, fino al 2003, verso attività meno rischiose. L'effetto negativo della flessione dei valori di Borsa sulla ricchezza complessiva è stato parzialmente compensato dall'aumento della ricchezza reale, trainato dalla crescita dei prezzi degli immobili, manifestatasi, seppur con intensità diversa, in tutti i paesi industriali, con l'eccezione del Giappone.

Malgrado le difficoltà della Borsa iniziate nel 2000 e protrattesi fino all'inizio del 2003, la maggiore finanziarizzazione delle economie è un dato acquisito, come indicato da valori del FIR più elevati rispetto al 1995 in tutti i paesi. Un contributo rilevante all'aumento del FIR è provenuto dalla crescita delle nuove emissioni di passività finanziarie, oltre che dagli effetti dovuti alla rivalutazione delle attività finanziarie in essere. Tra i settori di attività economica, in tutti i paesi è stato particolarmente rilevante il contributo delle emissioni del settore finanziario.

<sup>31</sup> Data la sua complessità, in sede europea non si è ancora affrontato il problema di una stima armonizzata dei crediti commerciali. I paesi adottano metodologie di stima diverse, rendendo difficile il confronto internazionale.

Nonostante l'aumento degli ultimi dieci anni, l'Italia continua ad avere un FIR più contenuto rispetto agli altri paesi. Pur con la cautela imposta dalla diversità delle statistiche utilizzate, l'Italia è infatti il paese con i livelli più elevati di ricchezza reale.

*La finanziarizzazione delle economie e il ruolo degli intermediari.* – Il peso differenziato delle attività finanziarie nei paesi è riconducibile, in primo luogo, a incidenze diverse delle attività del resto del mondo. L'apertura finanziaria con l'estero è cresciuta in tutti i paesi, ma Stati Uniti e Giappone rimangono relativamente chiusi, mentre il Regno Unito ha il valore più alto delle attività del resto del mondo. L'Italia è in una situazione intermedia.

Oltre che al peso diverso delle attività estere, le differenze nel grado di finanziarizzazione sono riconducibili a eterogeneità nell'incidenza delle attività del settore finanziario (banche, altri intermediari, fondi pensione e assicurazioni). Queste hanno un peso elevato nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti, più contenuto in Italia. Nel nostro paese e in Spagna hanno soprattutto un ruolo ridotto le assicurazioni e i fondi pensione. Pur se con modalità diverse, le banche sono prevalenti in Germania e nel Regno Unito; le assicurazioni e i fondi pensione rivestono un ruolo primario nell'intermediazione nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

All'aumento del grado di finanziarizzazione si è accompagnata la maggiore diffusione di strumenti negoziati direttamente sui mercati. La crescita di strumenti quali le azioni e le obbligazioni è stata assai intensa e ha determinato un aumento del peso delle attività di "mercato" in tutti i paesi. La riallocazione dei portafogli verso attività non intermedie è stata particolarmente intensa fino al 2000, in presenza del ciclo positivo delle Borse mondiali. Fino a quell'anno i rapporti di intermediazione finanziaria sono generalmente calati; successivamente, alla ricomposizione verso attività meno rischiose si è associata una ripresa del FIN.

*Famiglie.* – Nella seconda metà degli anni novanta, in tutti i paesi, le famiglie hanno spostato risorse verso le azioni e i fondi comuni. Il fenomeno, coinciso con una ricomposizione delle risorse dai depositi e dai titoli, è stato particolarmente forte in Italia. Nonostante questi mutamenti, la composizione dei portafogli dei risparmiatori per tipologia di strumento rimane diversificata tra paesi; in quelli anglosassoni è più elevata la quota di attività caratterizzate da maggiore rischio; anche i portafogli delle assicurazioni e dei fondi pensione, le cui passività sono largamente diffuse tra le famiglie, risultano più orientati verso strumenti finanziari più

rischiosi. In tutti i paesi le famiglie hanno accresciuto il loro indebitamento, soprattutto nella componente dei mutui per l'acquisto di immobili. In Italia il peso dei debiti è inferiore a quello osservato negli altri sistemi e il rapporto tra la ricchezza netta complessiva e il reddito disponibile delle famiglie è il più alto, un risultato attribuibile agli elevati livelli di ricchezza reale e a una ricchezza finanziaria che risulta in posizione mediana rispetto agli altri paesi.

*Imprese.* – Fino al 2000 l'aumento dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie si è riflesso in misura limitata sul leverage, che è invece cresciuto negli ultimi anni. In rapporto al prodotto, l'indebitamento delle imprese risulta elevato rispetto agli inizi degli anni novanta; i livelli più alti si riscontrano nel Regno Unito e in Giappone. La composizione per strumento delle passività finanziarie delle imprese rimane differente tra paesi, nonostante la tendenza all'aumento delle forme di finanziamento diretto sul mercato (obbligazionario e azionario) abbia accomunato le economie che in passato si basavano soprattutto sull'intermediazione bancaria.

L'esame del flusso dei fondi indica che le risorse generate all'interno dell'impresa sono la fonte di finanziamento prevalente in tutti i paesi e che anche nei paesi anglosassoni il contributo dei prestiti alla formazione delle risorse è rilevante. La crescente finanziarizzazione delle economie si è riflessa nell'aumento degli investimenti di portafoglio e in partecipazioni da parte delle imprese, a scapito degli investimenti reali.

In sintesi, l'analisi comparata dei sistemi finanziari ha evidenziato come nell'ultimo decennio vi siano alcune tendenze comuni nei paesi occidentali: la forte crescita delle attività finanziarie complessive, soprattutto nella fase di ascesa dei prezzi di Borsa; la disintermediazione dell'attività bancaria effettuata attraverso strumenti tradizionali quali i depositi e la contestuale riallocazione dei portafogli delle famiglie verso prodotti finanziari più rischiosi; l'aumento dell'indebitamento delle imprese alla fine degli anni novanta e il maggior ricorso a passività emesse direttamente sul mercato. Rimangono tuttavia ampie differenze nazionali che riguardano: il differente peso delle attività reali sul complesso della ricchezza, il diverso ruolo di fondi pensione e assicurazioni, lo spessore dei mercati obbligazionari e azionari.

## APPENDICE

**Attività e passività finanziarie.** Dopo l'adozione del sistema europeo di contabilità nazionale (SEC95), i dati dei conti finanziari dei paesi europei risultano maggiormente comparabili rispetto al passato, sia per quanto riguarda la definizione dei settori e degli strumenti, sia per le metodologie di valutazione utilizzate. Rimangono alcune differenze. In particolare, l'aggregato delle azioni e partecipazioni non è pienamente confrontabile, in quanto i criteri adottati per valutare ai prezzi di mercato le azioni delle imprese non quotate sui mercati regolamentati differiscono tra paesi. Anche per i crediti e i debiti commerciali permangono metodologie di stima molto diverse (per un'analisi delle differenze nella quantificazione del fenomeno, si veda Bartiloro e Coletta, 2003).

La definizione dei settori di attività economica e degli strumenti finanziari degli Stati Uniti e del Giappone è stata resa il più possibile comparabile a quella dei conti europei. Riportiamo di seguito alcune informazioni.

*Paesi dell'area dell'euro.* – I dati dei conti finanziari nazionali sono tratti dal sito Internet dell'Eurostat. In virtù di un Regolamento UE, i paesi membri hanno l'obbligo di inviare annualmente all'Eurostat i conti finanziari annuali, su base non consolidata e consolidata. Nel presente lavoro sono utilizzati i dati non consolidati. Per quanto riguarda la definizione dei settori istituzionali e la composizione degli strumenti finanziari si può quindi far riferimento al Manuale del SEC95. Rispetto a tale standard, in questo lavoro, per la scarsa significatività dell'aggregato e per favorire il confronto con i dati statunitensi e giapponesi, le attività e le passività finanziarie degli ausiliari finanziari sono state sommate a quelle degli altri intermediari finanziari. In Italia il settore delle famiglie include le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e le quasi-società non finanziarie con meno di 5 addetti, mentre quelle con un numero superiore di addetti sono classificate tra le società non finanziarie. Per approfondimenti sui conti finanziari di ciascun paese si rimanda ai siti Internet delle relative banche centrali; per l'Italia, si veda Banca d'Italia, 2003.

*Stati Uniti.* – I dati dei conti finanziari sono tratti dalla pubblicazione *Flow of Funds Accounts of the United States*, a cura del Federal Reserve Board of Governors.

Nella definizione dei *settori istituzionali* i dati delle famiglie (*households and nonprofit organizations*) negli Stati Uniti non comprendono le imprese artigiane, che sono incluse nelle statistiche delle imprese non finanziarie (*non financial business*). Le amministrazioni pubbliche sono la somma di: *state and local government* e *federal government*.

Il settore delle istituzioni finanziarie monetarie comprende, anche per i dati degli Stati Uniti qui presentati, le banche, la banca centrale e i fondi di mercato monetario. I dati delle banche sono la somma dei bilanci di: *commercial banking, savings institutions, credit unions* e *banks personal trusts and estates*. Il settore degli altri intermediari finanziari comprende: *mutual funds, closed-end and exchange-traded funds, government-sponsored enterprises, agency- and GSE-backed mortgage pools, issuers of asset-backed securities, finance companies, mortgage companies, real estate investment trusts*. L'operatività di alcuni di questi intermediari è assimilabile a quella delle società di finanziamento, incluse nel settore nei conti europei. Il settore delle assicurazioni e dei fondi pensione è composto dai seguenti comparti: *life insurance companies, other insurance companies, private pension funds, state and local government employee retirement funds, federal government retirement funds*. Il settore degli ausiliari finanziari include i: *security brokers and dealers* e le *funding corporations*.

Per quanto riguarda la definizione degli strumenti, i depositi includono oltre al circolante, ai depositi in conto corrente e vincolati, i depositi sull'estero, i pronti contro termine e il *security credit* (depositi presso altre istituzioni finanziarie). I fondi comuni includono i fondi monetari e le gestioni patrimoniali delle banche; nei conti finanziari europei l'ammontare di tale ultima attività è attribuito ai diversi strumenti finanziari sottostanti la gestione. Le azioni includono le partecipazioni nelle imprese artigiane. I depositi interbancari attivi sono al netto delle relative passività. Le azioni al passivo delle imprese sono al netto delle relative attività. Nei dati di flusso utilizzati per calcolare il flusso dei fondi delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti, le altre attività comprendono una voce residuale (*miscellaneous assets*) che risulta quantitativamente importante: è composta dal flusso di investimenti diretti all'estero del settore, da variazioni nelle azioni detenute in istituzioni finanziarie (controllate e non) e da attività verso compagnie di assicurazione.

*Giappone.* – I dati dei conti finanziari del Giappone sono tratti da *Bank of Japan, Flow of Funds Accounts*. Il settore delle famiglie comprende le piccole imprese non in forma di società di capitali e, nelle statistiche presentate in questa nota, i dati delle istituzioni senza fini di lucro. Il settore delle istituzioni finanziarie monetarie è dato dalla somma dei bilanci di banche, banca centrale e fondi di mercato monetario. Nelle statistiche presentate in questo lavoro, per omogeneità con i dati degli altri paesi, il settore degli altri intermediari finanziari comprende anche le poste e i *collectively managed trusts*. Per rendere maggiormente comparabili i dati sulla composizione delle attività finanziarie, gli investimenti effettuati nei *securities investment trusts*, compresi nelle statistiche ufficiali del Giappone tra i titoli, sono stati attribuiti alle azioni e alle quote di fondi comuni.

*Ricchezza reale.* – I dati della ricchezza reale dell'Italia sono frutto di stime interne del Servizio Studi. In particolare, i dati sullo stock di capitale sono di fonte Istat e sono stati riportati al costo di rimpiazzo con il metodo dell'inventario permanente. I dati sulla ricchezza delle famiglie consumatrici sono stimati utilizzando la metodologia di Brandolini *et al.* (2003); il patrimonio delle famiglie risulta rivalutato rispetto alle stime precedentemente disponibili.

Per la Francia la ricchezza reale dell'economia è tratta da INSEE, *Comptes nationaux*. I dati della Germania sono desunti da Statistisches Bundesamt, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung*. Il valore dei terreni è stimato sulla base del rapporto tra terreni e abitazioni riportato in Goldsmith (1985; tav. B3); questo rapporto può essere notevolmente mutato, dato che si riferisce al periodo precedente l'unificazione della Germania. I dati del Regno Unito sono tratti da Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts, The Blue Book*. I dati degli Stati Uniti sono tratti da Federal Reserve Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*. La pubblicazione riporta la ricchezza reale per il settore privato non finanziario; non sono più pubblicati i dati delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni finanziarie, i cui valori sono stati stimati per il periodo 1998-2004 sulla base di coefficienti di riproporzionamento. I dati della ricchezza reale del Giappone sono tratti da Bank of Japan, *Japan's Flow of Funds Accounts*.

Tav. 1

**Attività finanziarie e ricchezza reale**  
(consistenze in miliardi di valuta nazionale)

Paesi e anni	Attività finanziarie lorde (AF)		Ricchezza nazionale (RR)	FIR <sup>1</sup>	AF/PIL		RR/PIL
		<i>di cui: attività del resto del mondo</i>				<i>di cui: attività del resto del mondo</i>	
Italia							
1995	4411.8	491.4	5660.7	0.79	4.78	0.53	6.13
2000	8466.3	1189.2	6908.0	1.21	7.26	1.02	5.92
2004	9655.3	1409.3	9548.4	1.03	7.15	1.04	7.07
Francia							
1995	8476.9	964.2	4725.7	1.77	7.09	0.81	3.96
2000	15113.0	2406.9	6067.4	2.45	10.49	1.67	4.21
2002	14962.0	2443.9	6995.9	2.09	9.66	1.58	4.52
Germania							
1996	11601.0	1277.2	9203.5	1.26	6.18	0.68	4.90
2000	17526.0	2803.4	10084.0	1.74	8.50	1.36	4.89
2004	18965.0	3401.2	10968.0	1.73	8.56	1.53	4.95
Regno Unito							
1995	7817.8	1624.8	2795.20	2.83	10.60	2.21	3.89
2000	13615.0	3142.6	4250.50	3.23	13.90	3.22	4.46
2004	17355.0	4290.0	5983.70	2.96	14.30	3.57	5.14
Stati Uniti							
1995	54360.0	3428.1	26336.0	2.06	7.35	0.46	3.56
2000	90835.0	6584.9	37170.0	2.38	9.25	0.67	3.79
2004	108700.0	9326.0	48746.0	2.22	9.26	0.79	4.15
Giappone							
1995	5446922.0	202703.2	3030646	1.75	10.97	0.41	6.10
2000	5979685.0	218288.3	2815697	2.03	11.68	0.43	5.50
2003	5881484.0	233882.2	2551462	2.16	11.81	0.47	5.12

Per le fonti dei dati, si veda l'Appendice.

<sup>1</sup> Il FIR è definito come rapporto tra attività finanziarie di tutti i settori istituzionali (incluso il resto del mondo) e l'aggregato composto dalla ricchezza reale e dal saldo tra attività finanziarie e passività finanziarie verso il resto del mondo.

Tav. 2

## Formazione del FIR

Paesi e periodi	$\delta$ imprese*	$\delta$ famiglie*	$\delta$ Ammini- strazioni pubbliche*	$\delta$ estero*	$\delta$ settore finanziario*	Totale flussi netti*	Effetti di valutazione**	$(PIL/RR)_t$	(I)	$AF_{t-1}/RR_t$	$FIR_t$
						(a)	(b)	(c)	$[(a)+(b)](c)$		
Italia											
1996-2004	0.50	0.21	0.19	0.52	1.28	2.69	0.55	0.14	0.47	0.56	1.03
1996-2000	0.24	0.10	0.08	0.38	0.63	1.43	0.94	0.14	0.34	0.75	1.21
2001-2004	0.27	0.11	0.10	0.14	0.65	1.27	-0.39	0.14	0.13	0.90	1.03
Francia											
1996-2002	0.67	0.14	0.17	1.22	2.91	5.11	-1.34	0.22	0.81	1.27	2.09
1996-2000	0.44	0.10	0.09	0.71	1.76	3.09	0.77	0.22	0.84	1.48	2.45
2001-2002	0.23	0.04	0.07	0.51	1.16	2.01	-2.11	0.22	-0.02	2.11	2.09
Germania											
1996-2004	0.51	0.14	0.16	1.03	1.58	3.42	-0.11	0.20	0.67	1.06	1.73
1996-2000	0.41	0.12	0.06	0.58	1.05	2.21	0.45	0.20	0.54	1.15	1.74
2001-2004	0.10	0.02	0.10	0.45	0.53	1.21	-0.56	0.20	0.13	1.60	1.73
Regno Unito											
1996-2004	1.02	0.59	0.09	2.16	3.43	7.29	0.38	0.20	1.52	1.44	2.96
1996-2000	0.65	0.19	0.03	1.00	1.32	3.18	1.28	0.20	0.88	2.00	3.23
2001-2004	0.37	0.41	0.07	1.16	2.11	4.11	-0.90	0.20	0.64	2.32	2.96
Stati Uniti											
1996-2004	0.46	0.45	0.16	0.25	1.63	2.94	0.83	0.25	0.96	1.26	2.22
1996-2000	0.34	0.17	0.00	0.14	0.79	1.44	0.87	0.25	0.59	1.62	2.38
2001-2004	0.12	0.28	0.16	0.11	0.84	1.50	-0.05	0.25	0.37	1.85	2.22
Giappone											
1996-2003	-0.36	-0.02	0.73	0.16	0.36	0.87	-0.09	0.18	0.14	2.02	2.16
1996-2000	-0.20	0.02	0.43	0.04	0.58	0.88	0.10	0.18	0.18	1.86	2.02
2001-2003	-0.17	-0.04	0.29	0.12	-0.22	-0.01	-0.19	0.18	-0.04	2.20	2.16

NOTA: \* $\delta$ =emissioni nette di nuove passività finanziarie tra l'inizio e la fine del periodo considerato in rapporto al PIL di fine periodo.

\*\* Gli effetti di valutazione sono calcolati come differenze tra la variazione della consistenza delle passività finanziarie e il flusso di nuove emissioni. t indica l'anno finale del periodo di riferimento. t-1 l'anno iniziale del periodo di riferimento. Il FIR è definito come rapporto tra attività finanziarie di tutti i settori istituzionali (incluso il resto del mondo) e l'aggregato composto dalla ricchezza reale e dal saldo tra attività finanziarie e passività finanziarie verso il resto del mondo. Il rapporto tra prodotto e capitale si riferisce al 2004 (al 2003 per il Giappone; al 2002 per la Francia). Per ottenere il FIR del 2000 i calcoli nella colonna (I) sono riproporzionati con il rapporto tra la ricchezza nazionale nel 2004 e quella nel 2000.

**Tav. 3**

**Passività finanziarie**  
(flussi netti, in percentuale del PIL)

Paesi e periodi	Totale settori <sup>1</sup>	Imprese non finanziarie	Famiglie	Amministrazioni pubbliche
Italia				
1995-97	32.1	4.5	2.2	6.7
1998-2000	46.2	8.2	3.3	2.4
2001-03	35.3	7.7	2.6	2.2
Francia				
1995-97	53.9	6.3	1.5	5.7
1998-2000	94.8	14.3	3.1	2.0
2001-03	108.3	11.5	1.5	4.9
Germania				
1995-97	46.1	3.1	4.0	5.8
1998-2000	65.8	13.5	3.3	1.3
2001-03	33.9	4.4	0.8	2.4
Spagna				
1995-97	47.5	9.2	4.1	6.8
1998-2000	70.9	21.8	6.9	3.0
2001-03	64.8	20.3	7.4	0.8
Regno Unito				
1995-97	90.9	8.8	4.5	3.9
1998-2000	102.5	24.1	6.5	0.4
2001-03	98.1	10.6	10.7	0.8
Stati Uniti				
1995-97	37.6	6.2	4.5	2.0
1998-2000	49.2	12.8	5.7	-0.4
2001-03	38.2	2.5	6.8	4.0
Giappone				
1995-97	32.3	0.4	2.8	7.8
1998-2000	17.8	-4.8	0.1	11.6
2001-03	-0.1	-5.5	-1.3	9.7

<sup>1</sup> Comprende il resto del mondo.

**Attività finanziarie per settore detentore**  
(in rapporto al PIL)

Paesi e anni	Famiglie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Istituzioni finanziarie			
					<i>Istituzioni finanziarie monetarie</i>	<i>Altre istituzioni finanziarie</i>	<i>Assicurazioni e fondi pensione</i>
Italia							
1995	1.66	0.60	0.32	1.67	1.36	0.21	0.10
2000	2.38	1.02	0.35	2.49	1.58	0.62	0.25
2004	2.35	0.88	0.28	2.60	1.76	0.50	0.30
Francia							
1995	1.42	1.35	0.36	3.16	2.46	0.25	0.41
2000	1.75	2.50	0.37	4.20	2.82	0.56	0.70
2004	1.76	2.30	0.38	4.48	3.05	0.61	0.72
Germania							
1995	1.51	0.70	0.18	2.87	2.31	0.15	0.41
2000	1.76	1.11	0.18	4.09	3.09	0.40	0.59
2004	1.83	0.88	0.13	4.18	3.13	0.40	0.66
Spagna							
1995	1.51	1.00	0.27	2.32	2.00	0.13	0.18
2000	1.66	1.62	0.29	2.68	2.07	0.32	0.27
2004	1.62	1.85	0.25	3.00	2.23	0.43	0.32
Regno Unito							
1995	2.73	0.79	0.22	4.89	2.80	0.75	1.34
2000	3.32	1.27	0.19	6.26	3.40	1.13	1.73
2004	2.81	1.28	0.15	7.08	4.14	1.48	1.46
Stati Uniti							
1995	2.91	0.75	0.21	3.01	0.95	0.81	1.02
2000	3.42	1.15	0.22	3.79	1.00	1.22	1.15
2004	3.12	1.11	0.22	4.01	1.07	1.42	1.10
Giappone							
1995	2.63	1.60	0.75	5.57	2.44	2.35	0.77
2000	2.86	1.48	0.88	6.05	2.64	2.51	0.86
2004	2.89	1.50	0.98	5.90	2.71	2.24	0.90

Fig. 1

## FIN Società finanziarie

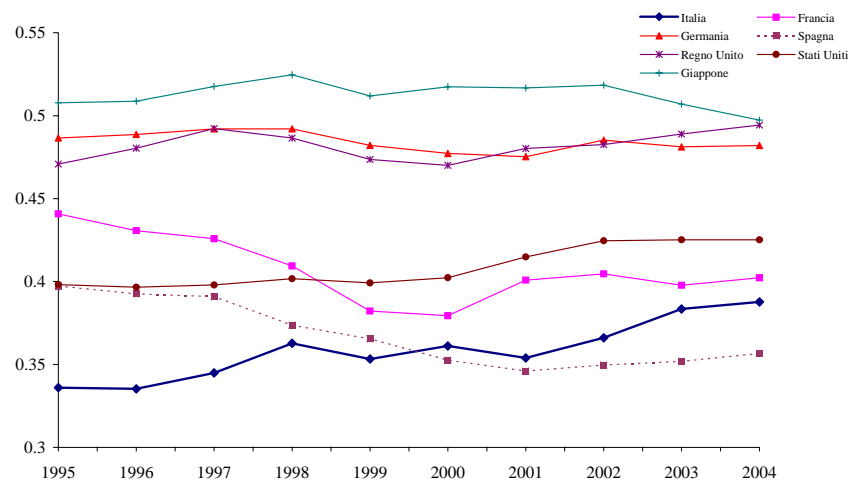
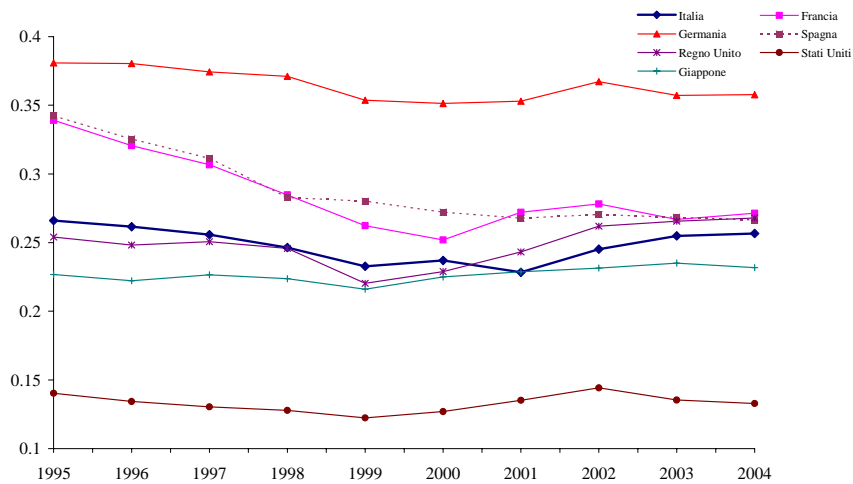


Fig. 2

## FIN Banche (inclusa Banca centrale)



**Tav. 5****Strumenti finanziari “intermediati” e “non intermediati”<sup>1</sup>***(consistenze, in rapporto al PIL)*

Paesi e anni	Attività finanziarie Settori non finanziari <sup>2</sup>		Passività finanziarie Imprese non finanziarie		Attività finanziarie Famiglie	
	“intermediate”	“non intermediate”	“intermediate”	“non intermediate”	“intermediate”	“non intermediate”
Italia						
1995	1.16	1.25	0.49	0.45	0.88	0.71
2000	1.57	2.46	0.55	1.05	1.20	1.10
2004	1.50	2.32	0.58	0.91	1.19	1.08
Francia						
1995	1.62	1.40	0.59	0.92	1.09	0.24
2000	1.97	3.22	0.64	2.49	1.27	0.37
2004	2.17	2.95	0.69	2.08	1.33	0.32
Germania						
1995	1.56	1.11	0.46	0.54	1.10	0.36
2000	2.02	1.83	0.61	0.93	1.25	0.45
2004	2.10	1.69	0.56	0.75	1.36	0.40
Spagna						
1995	1.41	1.14	0.44	0.84	0.96	0.35
2000	1.71	2.03	0.58	1.38	1.04	0.48
2004	1.74	2.30	0.80	1.40	1.02	0.46
Regno Unito						
1995	3.44	1.54	0.49	1.47	2.07	0.47
2000	4.16	2.60	0.62	2.16	2.51	0.61
2004	4.23	2.17	0.73	1.51	2.24	0.35
Stati Uniti						
1995	1.61	1.76	0.34	1.56	1.45	1.41
2000	1.94	2.14	0.39	2.06	1.74	1.63
2004	1.97	2.00	0.39	1.71	1.73	1.34
Giappone						
1995	2.90	1.23	1.23	1.20	2.05	0.44
2000	3.20	1.28	0.97	1.15	2.34	0.33
2004	3.16	1.55	0.82	1.13	2.41	0.29

<sup>1</sup> Tra gli strumenti “intermediati” rientrano i depositi, i prestiti, le quote di fondi comuni, le riserve tecniche di assicurazione e i fondi pensione. Tra gli strumenti “non intermediati” rientrano le obbligazioni e le azioni e partecipazioni.

<sup>2</sup> Include il resto del mondo

Tav. 6

**Composizione delle attività finanziarie del settore finanziario**  
(valori percentuali)

Paesi e anni	Biglietti e depositi			Titoli			Crediti			Azioni e partecipazioni			Altre attività		
	Istituz. finanz. monetarie	Fondi comuni e società finanz.	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Istituz. finanz. monetarie	Fondi comuni e società finanz.	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Istituz. finanz. monetarie	Fondi comuni e società finanz.	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Istituz. finanz. monetarie	Fondi comuni e società finanz.	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Istituz. finanz. monetarie	Fondi comuni e società finanz.	Imprese di assicurazione e fondi pensione
Italia															
1995	16.9	7.8	3.8	24.0	31.9	69.6	55.0	26.3	0.9	2.1	34.0	25.6	0.5	0	0
2000	15.6	4.3	3.4	18.9	39.1	49.2	56.9	16.5	5.7	7.3	40.1	41.7	0.1	0	0
2004	18.1	4.1	7.3	18.6	35.3	58.7	55.1	29.9	2.1	7.0	30.6	31.9	0.1	0.1	0
Francia															
1995	35.5	8.1	3.1	16.3	48.3	58.6	37.8	16.3	8.1	5.3	25.1	25.9	4.3	2.2	4.3
2000	33.1	4.6	1.8	18.7	34.5	44.1	30.9	6.7	4.9	13.0	49.6	46.8	3.7	4.5	2.4
2004	33.0	9.7	1.6	20.9	34.7	52.1	29.2	5.1	4.5	13.1	46.4	39.3	3.2	4.1	2.5
Germania															
1995	24.4	7.7	35.5	15.2	59.8	15.2	54.0	1.0	14.9	4.9	31.5	22.7	1.3	0	11.7
2000	24.9	6.0	31.1	16.2	38.7	7.1	47.7	2.5	9.4	8.2	52.7	42.4	2.5	0	10.0
2004	27.9	7.7	32.2	18.7	50.4	9.9	44.8	1.1	11.7	5.9	40.7	35.1	2.1	0	11.1
Spagna															
1995	35.6	48.9	17.5	16.4	39.4	53.8	41.9	3.3	2.8	4.5	6.3	12.5	1.2	2.1	13.4
2000	23.0	18.5	16.7	14.4	40.3	47.4	47.3	10.9	1.6	13.9	28.4	23.1	1.1	1.9	11.2
2004	19.3	27.7	17.1	16.2	27.8	51.2	53.9	23.4	2.9	9.5	19.8	17.5	0.7	1.2	11.4
Regno Unito															
1995	36.2	35.3	4.7	15.6	19.2	23.1	46.1	9.1	2.5	2.1	34.9	68.4	0	1.5	1.2
2000	35.0	38.1	4.3	16.3	14.8	25.9	45.7	6.6	2.9	3.0	39.5	65.8	0	1.1	1.1
2004	38.2	37.2	4.6	12.9	13.3	34.6	45.7	12.2	4.9	3.2	36.2	51.6	0	1.1	4.3
Stati Uniti															
1995	4.3	2.9	2.9	31.3	23.4	37.9	45.1	52.0	4.5	6.9	17.9	37.9	11.9	3.7	16.8
2000	5.6	2.1	2.5	31.3	20.8	31.0	43.2	45.6	3.3	7.5	27.9	49.2	12.2	3.7	14.1
2004	5.2	2.0	3.0	31.1	22.0	34.7	44.7	48.4	3.2	5.2	24.0	44.6	13.5	3.6	14.5
Giappone															
1995	12.6	19.9	8.7	16.8	18.1	41.4	61.5	56.8	29.5	6.0	3.3	17.9	1.8	1.9	2.0
2000	11.3	20.7	6.3	24.5	18.6	54.4	56.3	54.7	21.7	5.3	3.6	14.4	2.1	2.4	2.3
2004	11.8	12.3	3.5	31.6	25.4	64.5	48.1	54.9	16.3	5.8	4.7	13.4	2.1	2.8	1.5

**Tav. 7****Ricchezza delle famiglie**

Paesi e anni	Attività finanziarie lorde (AF)	Passività finanziarie lorde (PF)	Ricchezza reale (RR)	Ricchezza netta AF-PF+RR	RR/(AF+RR)
	<i>In rapporto al reddito disponibile</i>				<i>Valori percentuali</i>
Italia					
1995	2.41	0.31	5.44	7.54	69.2
2000	3.38	0.43	5.08	8.03	60.0
2004	3.28	0.51	6.40	9.17	66.1
Francia					
1995	2.09	0.63	2.82	4.28	57.4
2000	2.67	0.72	3.16	5.11	54.2
2002	2.44	0.71	3.44	5.17	58.4
Germania					
1996	2.18	0.93	5.03	6.64	69.3
2000	2.56	1.04	5.39	6.89	67.8
2004	2.63	1.01	5.28	6.90	66.8
Regno Unito					
1995	3.84	1.04	2.70	5.50	40.8
2000	4.72	1.11	3.63	7.25	43.3
2004	4.09	1.52	4.98	7.56	54.6
Stati Uniti					
1995	3.98	0.94	2.08	5.13	34.3
2000	4.67	1.03	2.19	5.83	32.0
2004	4.23	1.24	2.61	5.61	38.1
Giappone					
1995	4.03	1.33	4.38	7.08	52.1
2000	4.45	1.34	3.93	7.05	46.9
2003	4.53	1.28	3.47	6.72	43.3

**Tav. 8**

**Composizione delle attività finanziarie delle famiglie**  
*(in percentuale della consistenza totale di attività)*

Paesi e anni	Biglietti e depositi	Titoli	Azioni e partecipazioni	di cui: fondi comuni	Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione	Altre attività <sup>1</sup>
Italia						
1995	41.7	27.4	19.4	4.1	10.5	1.0
2000	24.5	18.4	44.5	16.6	11.9	0.7
2004	26.0	22.1	34.9	10.8	16.5	0.5
Francia						
1995	41.5	5.9	24.3	13.4	24.0	4.4
2000	33.3	2.9	29.7	11.3	29.8	4.3
2004	33.3	1.8	25.9	9.8	33.7	5.3
Germania						
1995	41.9	12.6	18.2	7.1	26.2	1.1
2000	34.0	9.7	27.1	11.3	27.9	1.3
2004	35.7	11.0	22.0	11.4	29.9	1.4
Spagna						
1995	50.7	3.6	29.8	10.1	10.0	6.0
2000	39.8	2.5	40.2	13.7	13.9	3.6
2004	39.9	2.9	38.2	12.7	15.3	3.7
Regno Unito						
1995	24.0	2.1	19.4	3.7	50.8	3.7
2000	20.3	1.3	22.5	4.9	53.1	2.8
2004	26.8	1.5	15.7	4.3	53.0	3.0
Stati Uniti						
1995	13.8	9.0	46.7	7.4	29.0	1.5
2000	11.3	6.5	52.3	11.3	28.7	1.1
2004	14.3	5.9	49.2	12.2	29.3	1.4
Giappone						
1995	50.6	8.0	13.4	2.4	24.3	3.6
2000	53.7	5.1	11.5	2.6	25.8	3.9
2004	55.4	4.3	11.0	2.7	25.6	3.7

<sup>1</sup> Include i crediti commerciali.

**Tav. 9**

**Attività finanziarie delle famiglie**  
*(flussi in percentuale del PIL)*

Paesi e periodi	Biglietti e depositi	Titoli	Azioni e partecipazioni	di cui: fondi comuni	Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione	Altre attività <sup>1</sup>
Italia						
1995-97	1.4	1.9	4.1	4.0	2.1	0.3
1998-2000	-0.2	-3.2	9.2	8.7	3.3	0
2001-2003	2.6	3.3	0	0.1	3.6	-0.1
Francia						
1995-97	3.7	-0.6	-1.5	-1.8	5.3	0.3
1998-2000	1.6	-0.4	0.4	0.7	4.5	0.5
2001-2003	2.0	-0.1	1.2	0.6	3.9	0.9
Germania						
1995-97	2.1	0.7	1.1	0.8	3.3	0.7
1998-2000	0.4	-0.2	2.9	2.1	3.3	0.5
2001-2003	2.6	0.7	0.3	1.8	2.3	0.4
Spagna						
1995-97	2.2	0.1	5.6	5.4	2.4	-0.4
1998-2000	5.3	0	0.4	0.1	3.0	0.7
2001-2003	4.4	0.2	1.4	1.1	2.3	0
Regno Unito						
1995-97	4.4	0	-1.0	0.5	4.5	0.4
1998-2000	3.7	-0.2	-2.0	0.9	3.9	0.5
2001-2003	5.1	0.3	0.5	0.6	3.1	0.1
Stati Uniti						
1995-97	1.7	0.5	0.7	3.4	2.7	0.2
1998-2000	1.9	0.3	-0.7	2.9	2.2	0.1
2001-2003	3.1	-0.3	0	1.6	2.2	0.3
Giappone						
1995-97	6.1	-0.8	0.2	0.1	3.5	0.1
1998-2000	3.7	-1.2	0.9	0.8	1.9	-0.2
2001-2003	1.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.2	-0.2

<sup>1</sup> Include i crediti commerciali.

**Tav. 10**

**Composizione delle risorse delle imprese – flussi lordi**  
(valori percentuali)<sup>1</sup>

Paesi e periodi	Autofinanzia- mento	Emissione di titoli	Emissione di azioni	Flusso di prestiti	Altre passività	Residuo statistico	Per memoria: Autofinanzia- mento/Inve- stimenti
Italia							
1995-97	67.60	-0.36	12.40	15.38	11.03	-6.05	0.82
1998-2000	56.91	-0.27	15.80	28.14	7.35	-7.92	0.87
2001-03	51.87	4.07	12.47	22.22	11.91	-2.54	0.78
Francia							
1995-97	59.41	2.81	22.84	12.09	7.27	-4.41	0.91
1998-2000	38.33	7.12	22.26	17.20	5.45	9.64	0.91
2001-03	42.50	11.90	24.72	17.67	0.30	2.92	0.84
Germania							
1995-97	85.30	-11.58	7.32	20.32	1.50	-2.86	1.09
1998-2000	40.12	0.38	24.44	34.67	3.28	-2.90	0.72
2001-03	66.36	5.63	11.06	3.92	8.77	4.28	0.90
Spagna							
1995-97	61.68	-2.10	10.60	12.89	19.80	-2.86	1.04
1998-2000	37.26	-0.49	19.26	25.30	20.31	-1.64	0.84
2001-03	35.23	-0.68	18.19	32.70	19.19	-4.64	0.73
Regno Unito							
1995-97	56.37	7.94	17.61	19.74	0.20	-1.85	1.04
1998-2000	32.69	11.42	36.38	20.36	1.35	-2.20	0.92
2001-03	54.02	8.66	6.68	33.44	1.44	-4.24	1.14
Stati Uniti							
1995-97	60.31	10.16	-5.66	13.40	18.62	3.17	0.95
1998-2000	42.30	12.12	-11.50	15.63	39.30	2.15	0.89
2001-03	72.11	10.74	-8.72	10.00	6.55	9.33	0.95
Giappone							
1995-97	104.28	-0.60	7.93	-1.43	-11.36	1.18	0.88
1998-2000	110.10	-7.26	8.21	-28.27	-7.53	24.74	1.07
2001-03	123.20	-5.90	3.12	-25.42	-14.26	19.26	1.16

<sup>1</sup> Fatto pari a 100 il totale delle risorse. Il residuo statistico è dato dalla differenza tra il totale degli impieghi e il totale delle risorse ed è considerato come risorsa. L'autofinanziamento include i trasferimenti. Le altre passività includono i debiti commerciali.

**Tav. 11**

**Composizione degli impieghi delle imprese – flussi lordi**  
*(valori percentuali)*<sup>1</sup>

Paesi e periodi	Investimenti e scorte	Depositi	Titoli	Azioni	Altre attività
<b>Italia</b>					
1995-97	81.25	4.12	-3.08	8.30	9.41
1998-2000	65.56	8.88	0.20	21.22	4.14
2001-03	67.03	4.64	-2.37	21.94	8.76
<b>Francia</b>					
1995-97	65.27	16.39	-2.83	14.87	6.30
1998-2000	41.38	13.76	7.09	26.00	11.78
2001-03	50.34	21.27	10.52	21.38	-3.51
<b>Germania</b>					
1995-97	77.99	6.77	-3.20	10.15	8.29
1998-2000	54.30	8.45	7.19	30.57	-0.50
2001-03	72.89	3.90	-4.94	12.94	15.22
<b>Spagna</b>					
1995-97	58.98	9.97	0.26	8.20	22.59
1998-2000	43.75	4.67	1.82	24.97	24.79
2001-03	48.23	8.00	2.58	22.04	19.14
<b>Regno Unito</b>					
1995-97	54.33	16.50	0.36	27.89	0.93
1998-2000	35.35	17.82	0.04	44.79	2.00
2001-03	47.53	27.35	1.99	22.46	0.68
<b>Stati Uniti</b>					
1995-97	63.12	4.43	-0.86	1.67	31.63
1998-2000	47.47	4.50	0.47	2.52	45.04
2001-03	76.00	1.86	0.93	3.08	18.14
<b>Giappone</b>					
1995-97	119.41	-12.28	7.01	0.80	-14.94
1998-2000	100.68	4.81	10.41	2.95	-18.85
2001-03	107.93	9.40	5.50	2.45	-25.29

<sup>1</sup> Fatto pari a 100 il totale degli impieghi. Le altre attività includono i crediti commerciali.

**Tav. 12**

**Composizione delle risorse delle imprese – flussi netti**  
(valori percentuali)<sup>1</sup>

Paesi e periodi	Autofinanzia- mento	Emissione di titoli	Emissione di azioni	Flusso di prestiti	Altre passività
<b>Italia</b>					
1995-97	77.51	3.42	4.59	12.49	1.99
1998-2000	80.46	-1.41	-8.72	25.48	4.19
2001-03	74.68	9.28	-13.88	25.34	4.57
<b>Francia</b>					
1995-97	85.04	7.16	11.50	-5.64	1.93
1998-2000	123.12	2.02	-15.11	14.37	-24.42
2001-03	90.56	7.32	6.68	-10.20	5.64
<b>Germania</b>					
1995-97	105.01	-9.86	-3.36	16.62	-8.41
1998-2000	69.72	-12.34	-11.41	46.73	7.30
2001-03	95.68	13.10	-1.93	2.60	-9.46
<b>Spagna</b>					
1995-97	99.42	-3.74	3.46	4.94	-4.07
1998-2000	81.44	-5.21	-12.47	45.78	-9.54
2001-03	66.68	-6.23	-7.55	46.98	0.12
<b>Regno Unito</b>					
1995-97	100.26	13.96	-18.74	5.82	-1.31
1998-2000	86.36	31.79	-20.10	6.08	-4.13
2001-03	103.83	14.39	-33.29	13.54	1.52
<b>Stati Uniti</b>					
1995-97	100.77	18.02	-11.83	14.91	-21.87
1998-2000	93.20	25.21	-29.94	24.16	-12.63
2001-03	109.24	15.43	-17.44	11.87	-19.11
<b>Giappone</b>					
1995-97	89.38	-4.06	6.80	7.02	0.86
1998-2000	145.35	-23.05	8.02	-44.38	14.07
2001-03	144.95	-11.67	1.32	-43.66	9.07

<sup>1</sup> Le emissioni sono al netto degli acquisti netti delle relative attività.

Fig. 3

## Grado di leverage

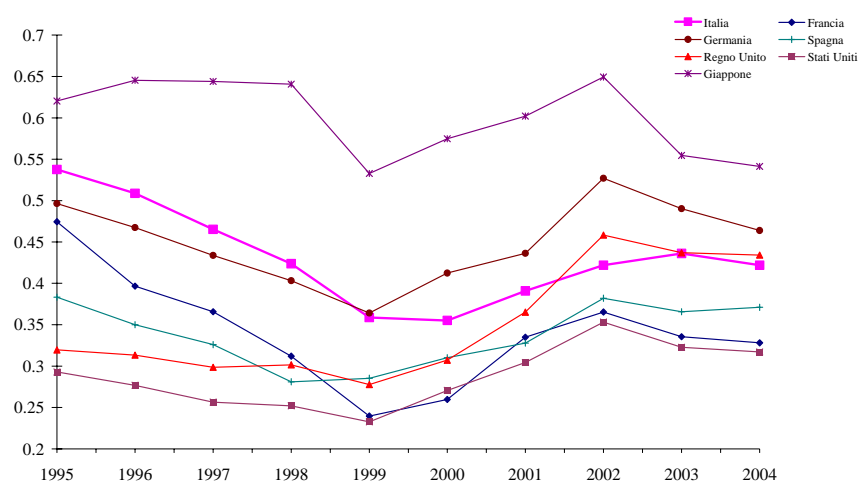
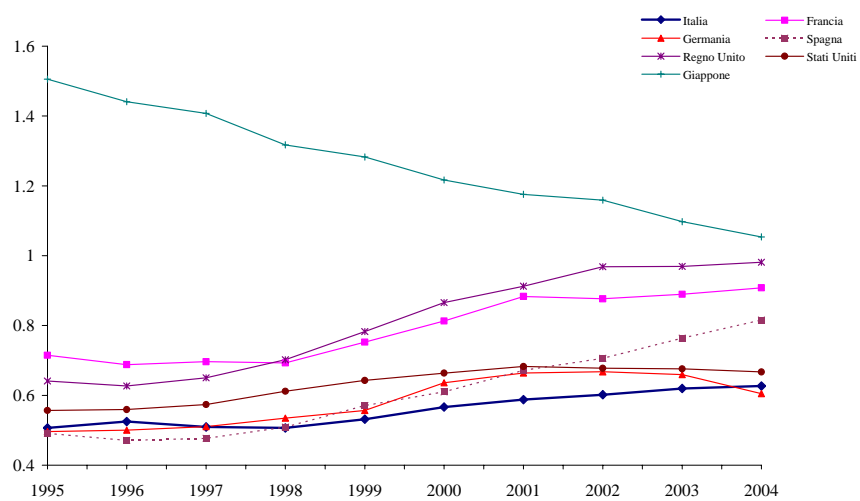


Fig. 4

## Rapporto Debiti/PIL



**Tav. 13**

**Composizione delle passività finanziarie delle imprese**  
(valori percentuali)

Paesi e anni	Obbligazioni	Debiti	Azioni e partecipazioni	Altre passività <sup>1</sup>
Italia				
1995	1.4	40.3	35.9	22.4
2000	1.1	29.1	54.8	15.0
2004	2.7	32.4	48.1	16.8
Francia				
1995	6.6	30.6	41.1	21.7
2000	5.0	17.9	65.3	11.8
2004	6.8	21.6	58.2	13.3
Germania				
1995	2.8	40.4	43.8	13.0
2000	1.5	34.9	51.8	11.9
2004	3.1	36.9	46.2	13.9
Spagna				
1995	3.0	24.6	44.3	28.2
2000	1.0	22.6	52.3	24.2
2004	0.5	27.7	47.8	24.0
Regno Unito				
1995	6.2	23.1	62.5	8.1
2000	7.9	21.3	65.9	4.8
2004	10.3	30.9	53.7	5.1
Stati Uniti				
1995	9.3	14.2	56.8	19.7
2000	8.9	12.8	58.4	19.9
2004	10.4	14.9	54.4	20.3
Giappone				
1995	9.2	40.5	30.5	19.8
2000	9.4	36.5	33.9	20.2
2004	9.4	33.2	36.1	21.2

<sup>1</sup> Include i debiti commerciali e il trattamento di fine rapporto per i dipendenti.

### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Affinito, M., De Bonis, R. e F. Farabullini (2006), *Strutture finanziarie e sistemi bancari: differenze e analogie tra i paesi europei*, in M. De Cecco e G. Nardozzi (a cura di), *Banche e finanza nel futuro: Europa, Stati Uniti, Asia*, Roma, Bancaria Editrice.
- Allen, F. e D. Gale (2001), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MIT Press.
- Banca Centrale Europea (2002), *Report on Financial Structures*, Francoforte.
- \_\_\_\_\_ (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, Francoforte.
- Banca d'Italia (2003), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali, luglio.
- Bank of England (2003), *Mortgage Equity Withdrawal and Household Consumption*, Inflation Report, novembre.
- Bartiloro, L. e M. Coletta (2003), *Il credito commerciale nei conti finanziari italiani ed europei*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Bartiloro, L. e R. De Bonis (2005), *The Financial Systems of European Countries: Theoretical Issues and Empirical Evidence*, Irving Fisher Committee Bulletin, n. 21, luglio.
- Bianco, M. e R. Massaro (1998), *La struttura finanziaria dei principali paesi industrializzati: l'evoluzione recente*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Brandolini, A., L. Cannari, G. D'Alessio e I. Faiella (2003), *Household Wealth Distribution in Italy in the 1990s*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Ciocca, P. (2000), *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri.
- Corbett, J. e T. Jenkinson (1996), *The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison*, in "Journal of the Japanese and International Economies", vol. 10.
- Faiella, I. e A. Neri (2003), *La ricchezza delle famiglie italiane e americane*, Banca d'Italia, dattiloscritto.

- Federal Reserve Board of Governors (2001), *Federal Reserve Bulletin*, luglio.
- Filippa, L. e A. Franzosi (2001), *Market Capitalisation, Institutional Sectors and Households Portfolio. An Analysis of the Recent Trends for the Italian Equity Market*, in "Borsa Italiana", Notes n. 2, novembre.
- Fondo Monetario Internazionale (2002), *World Economic Outlook*, Washington, capitolo 2, settembre.
- Gambacorta, L., Gobbi, G. e F. Panetta (2001), *Il sistema bancario italiano nell'area dell'euro*, in "Bancaria", vol. 57, n. 3, pp. 21-32.
- Giannini, C. (2004), *L'età delle banche centrali*, Bologna, il Mulino.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.
- \_\_\_\_\_ (1985), *Comparative National Balance Sheets*, Chicago, University of Chicago Press.
- Guiso, L., M. Haliassos e T. Jappelli (a cura di) (2002), *Households Portfolios*, Cambridge, MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (2003), *Equity Stockholding in Europe: Where Do we Stand and where Do we Go?*, in "Economic Policy", n. 36, aprile.
- Jaeger, A. (2003), *Corporate Balance Sheet Restructuring and Investment in the Euro Area*, IMF Working Paper, n. 117.
- Japan Statistical Office (2003), *Statistical Handbook of Japan*.
- Kapteyn, A. e C. Panis (2003), *The Size and Composition of Wealth Holdings in the United States, Italy, and the Netherlands*, NBER Working Paper, n. 10182, dicembre.
- Myers, S.C. (2000), *Capital Structure*, in "Journal of Economic Perspectives", vol. 15, n.2.
- Norman, B., Sebastia-Barriel, M. e O. Weeken (2002), *Equity Wealth and Consumption: the Experience of Germany, France and Italy in an International Context*, Bank of England, Quarterly Bulletin, Spring.
- Paiella, M. (2002), *Recent Trends in Italian Household Net Worth. Is There Evidence of Wealth Effects on Consumption?*, Banca d'Italia, dattiloscritto.

Quy-Toan Do e A. Levchenko (2004), *Trade and Financial Development*, World Bank, Policy Research Working Paper n. 3347.

Rajan, R. e L. Zingales (2001), *The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms*, in “American Economic Review – Papers and Proceedings”, vol. 91, n. 2, pp. 206-211.

\_\_\_\_\_ (2003), *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in “Journal of Financial Economics”, vol. 69, pp. 5-50.

Sylos Labini, P. (2003), *Prospects for the World Economy*, in “BNL Quarterly Review”, n. 226, settembre.

**DISCUSSIONE DEL LAVORO DI L. BARTILORO, R. DE BONIS,  
A. GENERALE E I. LONGHI**

*Emilio Barucci\**

Negli anni novanta i mercati finanziari sono stati caratterizzati da un intenso processo di liberalizzazione, integrazione e armonizzazione delle diverse regolamentazioni. Il dibattito su questo tema è molto vivo. Se da un lato la letteratura ha stabilito la centralità del sistema finanziario per promuovere la crescita di un paese, la stessa è sostanzialmente non conclusiva sulla sua architettura, in particolare sul ruolo degli intermediari piuttosto che dei mercati finanziari. A oggi non siamo in presenza di un modello di riferimento per la struttura del sistema finanziario e quindi non abbiamo una tesi forte sull'evoluzione dei sistemi finanziari; il dibattito è principalmente dominato da analisi empiriche.

Le indagini a carattere empirico si sono perlopiù concentrate sulla contrapposizione tra sistemi bancocentrici e sistemi centrati sul mercato e sulla natura giuridica del sistema, avendo spesso a riferimento indicatori aggregati dei sistemi finanziari e tralasciando una loro analisi disaggregata. Questa prospettiva rischia di essere fuorviante, se pensiamo alla complessità di un sistema finanziario e al fatto che la sua centralità nel promuovere la crescita di un paese risiede proprio nella sua efficienza nel ridurre i costi di transazione che derivano dall'asimmetria informativa e dai costi di agenzia legati al finanziamento degli investimenti. Questi aspetti possono essere analizzati solo indagando a livello micro il funzionamento dei mercati finanziari e valutando i sistemi finanziari su più dimensioni.

Il pregio di questo lavoro è quello di fornire un quadro articolato dei sistemi finanziari facendo riferimento ai conti finanziari dei principali paesi sviluppati: Italia, Francia, Spagna, Germania, Inghilterra, Stati Uniti, Giappone. L'analisi riguarda un arco temporale sufficientemente lungo e interessante per il processo che abbiamo descritto (1995-2004) e fa riferimento a una fonte statistica che offre buone garanzie di omogeneità. La differenziazione principale tra i diversi paesi circa la base informativa è infatti limitata al sistema pensionistico: i fondi pensione privati rientrano tra le attività finanziarie, mentre nei sistemi pensionistici a ripartizione i fondi accumulati non compaiono nei conti finanziari. L'analisi permette

---

\* Dipartimento di Matematica Politecnico di Milano.

un'indagine approfondita del tema da un punto di vista spaziale e temporale e di valutare l'evoluzione dei sistemi finanziari e il loro grado di convergenza, non limitandosi all'analisi di qualche indicatore aggregato ma studiando la composizione del sistema finanziario. Il lavoro si concentra sui seguenti aspetti: dimensione e struttura del sistema finanziario (ruolo delle banche, del mercato e degli altri intermediari), allocazione del risparmio delle famiglie, finanziamento delle imprese.

La lettura del lavoro offre risposte, alcune già acclamate in letteratura, altre originali, attorno a quattro domande:

- a) L'apertura dei mercati finanziari, l'eliminazione di vincoli, la loro integrazione hanno portato a uno sviluppo dei sistemi finanziari?
- b) Assistiamo a una convergenza livello di finanziarizzazione?
- c) Assistiamo a cambiamenti strutturali nei sistemi finanziari, vi sono segni di convergenza nella loro composizione?
- d) Come si colloca l'Italia in questo processo?

Sul tema della dimensione del sistema finanziario non è sicuramente una novità il fatto che il livello di finanziarizzazione, rappresentato dal rapporto tra attività finanziarie e ricchezza reale nazionale, sia cresciuto in tutti i paesi. Due sono le osservazioni non immediate proposte nel lavoro: il livello di finanziarizzazione è cresciuto in tutti i paesi nel periodo 1996-2000 e diminuito nel periodo 2001-04, ma il livello nel 2004 è maggiore di quanto veniva registrato nel 1996 (negli Stati Uniti e in Inghilterra in misura limitata); la crescita nel periodo 1996-2000 è solo in parte dovuta all'aumento dei corsi dei titoli: al netto di questo effetto (che in alcuni casi è rilevante), l'aumento del grado di finanziarizzazione è confermato. Possiamo concludere che l'aumento del ruolo del sistema finanziario è reale e non è dipeso esclusivamente dal boom della *new economy*.

All'interno di questo trend di crescita del sistema finanziario possiamo valutare i segnali di convergenza: i paesi con un rapporto basso di finanziarizzazione dovrebbero veder crescere il rapporto in misura maggiore e la dispersione degli indici di finanziarizzazione dovrebbe diminuire. Il lavoro non offre risultati conclusivi (vedi tav. 1): l'Italia era nel 1995 e rimane nel 2004 il paese con il più basso grado di finanziarizzazione, ma il rapporto per Italia, Germania, Francia e Giappone (che partivano da un livello non elevato) è cresciuto in misura maggiore rispetto al Regno Unito e agli Stati Uniti.

Riguardo alla struttura del sistema finanziario il lavoro offre interessanti risultati attorno a tre questioni: ruolo delle istituzioni finanziarie (banche, fondi comuni, altri intermediari, fondi pensione, assicurazioni), ruolo delle banche, apertura al mercato/centralità delle istituzioni finanziarie. L'indagine è guidata dall'analisi della quota delle attività finanziarie possedute dalle banche, dalle istituzioni finanziarie e dalla quota intermediata piuttosto che collocata direttamente sul mercato finanziario.

Il ruolo delle attività finanziarie detenute dalle istituzioni finanziarie in rapporto al totale delle attività finanziarie mostra la presenza di due cluster: Regno Unito, Germania e Giappone attorno al 50 per cento; Francia, Stati Uniti, Italia e Spagna attorno al 40 per cento. Non sembrano esservi dinamiche comuni tra i diversi paesi e i due cluster sembrano perdurare nel corso del tempo (vedi fig. 1). La dinamica delle banche mostra invece due casi estremi (Germania con un rapporto elevato e Stati Uniti con rapporto basso) che rimangono tali nel corso del tempo; gli altri paesi sono caratterizzati da una dinamica comune che ha portato a una diminuzione del ruolo delle banche con un rimbalzo dopo il 2000 e a una convergenza della quota verso il 25 per cento (vedi fig. 2). In tutti i paesi le attività finanziarie intermedie sono generalmente cresciute meno delle attività non intermedie (vedi tav. 5); la Germania e il Giappone sono comunque caratterizzate da una prevalenza di strumenti intermediati ed è difficile individuare segnali di convergenza. Questo punto necessiterebbe di un approfondimento; in questo caso l'utilizzo dei conti finanziari per discernere il ruolo delle attività intermedie e non intermedie non sembra essere una strada proficua.

Queste osservazioni suggeriscono alcune considerazioni interessanti. Non vi è una dinamica comune ai diversi paesi del ruolo delle istituzioni finanziarie. Il peso delle banche tende in generale a diminuire e abbiamo assistito a una sostituzione tra forme di intermediazione: alle banche si sono sostituiti fondi pensione, assicurazioni, fondi di investimento. Si conferma che la distinzione tra sistemi bancocentrici e sistemi centrati sul mercato rischia di essere fuorviante: il peso delle banche nei due paesi estremi è rimasto tale nel corso del tempo; negli altri paesi non si osservano grandi differenze nella loro centralità; inoltre l'indagine sulla distinzione tra attività intermedie e attività non intermedie non conduce a risultati ben delineati.

In rapporto al PIL, il ruolo delle istituzioni finanziarie in Italia rimane all'ultimo posto. Nella composizione delle attività si osserva una

peculiarità in Italia e in Spagna rispetto agli altri paesi: il ruolo limitato dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione. Questa caratteristica è rimasta inalterata nel corso del tempo (vedi tav. 4). La struttura dei diversi sistemi finanziari presenta specificità che perdurano.

La crescita delle attività finanziarie e il perdurare delle specificità dei sistemi finanziari sono confermate guardando alle attività delle famiglie. Il peso delle attività finanziarie delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è cresciuto in tutti i paesi, ma vi sono caratteristiche nella loro composizione che mutano nel corso del tempo in misura limitata (vedi tav. 8). In particolare, Italia, Spagna e Stati Uniti presentano un forte peso delle azioni e partecipazioni con un limitato ricorso a fondi comuni di investimento; nel caso della Spagna e dell'Italia il dato è da collegare al peso elevato delle partecipazioni in società non quotate e quindi a una forte rischiosità degli investimenti finanziari delle famiglie e a un modesto ricorso alla delega/diversificazione per il tramite di intermediari. Considerando le attività detenute in fondi comuni, fondi pensione e assicurazioni, risulta confermato che le famiglie in Italia e Spagna (e in Giappone) fanno un modesto ricorso a questi strumenti (il rapporto è attorno al 28 per cento, mentre nel Regno Unito è pari al 57 per cento). Queste caratteristiche non mutano nel corso del tempo, sebbene il peso dei fondi comuni per l'Italia sia cresciuto notevolmente. Le famiglie italiane continuano inoltre ad avere un modesto livello di indebitamento in confronto agli altri paesi. La mancanza di convergenza si osserva anche riguardo al passivo delle imprese, con livelli di leverage differenziati tra i diversi paesi che variano in funzione della congiuntura.

La liberalizzazione dei mercati finanziari ha portato quindi a una crescita del ruolo delle attività finanziarie che non è solo dipesa dalla crescita dei corsi dei mercati. Qualche segno di convergenza sul grado di finanziarizzazione si osserva, ma i segnali di convergenza sono deboli per quanto riguarda la composizione dei sistemi finanziari. Il peso delle banche è rimasto elevato in Germania e basso negli Stati Uniti; negli altri paesi si osserva una diminuzione del loro ruolo e una loro sostituzione da parte di altri intermediari. Non vi sono segni evidenti di diminuzione del ruolo degli intermediari e di crescita del ruolo del mercato. La composizione delle attività delle famiglie e delle passività delle imprese mostra diversità notevoli che perdurano nel corso del tempo, anche a causa di profili normativi diversi.

Il quadro proposto in questo lavoro richiama l'attenzione sulla difficoltà di valutare la convergenza dei sistemi finanziari attraverso

aggregati finanziari e sulla necessità di valutare attentamente la composizione dei sistemi finanziari. Mentre una crescita del ruolo della finanza è un tratto comune a tutti i maggiori paesi industrializzati negli anni novanta, i diversi sistemi hanno mantenuto le loro specificità nel corso del tempo. Questa osservazione suggerisce di indagare il tema della convergenza dei sistemi finanziari considerando più dimensioni e non solo indicatori sintetici che rischierebbero di condurre a conclusioni fuorvianti e di scarso interesse. L'indagine dovrebbe spostarsi sull'efficienza del sistema finanziario indagando aspetti micro legati al loro funzionamento; un'analisi di questo tipo necessita comunque di una articolata analisi degli aggregati finanziari quale quella proposta in questo lavoro.

# **CONVERGENZA NELLE STRUTTURE FINANZIARIE EUROPEE: UN'APPLICAZIONE DELL'ANALISI DELLE MATRICI FATTORIALI**

*Valter Di Giacinto e Luciano Esposito\**

## **1. Introduzione**

A partire dallo studio di Goldsmith (1969), l'analisi dell'evoluzione di lungo periodo dei sistemi finanziari e della possibilità che si assista o meno a una riduzione progressiva delle differenze esistenti tra le strutture dei paesi industrializzati ha ricevuto una crescente attenzione in letteratura.

Il recente saggio di Castelnuovo (2005) fornisce una rassegna aggiornata delle tesi avanzate a favore e contro l'ipotesi di convergenza finanziaria, con un'enfasi particolare sull'analisi delle conseguenze dell'unificazione monetaria europea sugli assetti dei paesi coinvolti. Nel rinviare a tale saggio, e alla letteratura ivi citata, è possibile sintetizzare le aspettative avanzate sull'attuale fase evolutiva dei sistemi finanziari dei paesi dell'Europa unita.

Negli anni precedenti l'avvio della terza fase dell'Unione economica e monetaria, i paesi che presentavano un quadro macroeconomico disallineato rispetto ai parametri di riferimento sono stati chiamati a intraprendere politiche correttive di vasta portata, ai fini dell'eventuale ingresso nella costituenda area valutaria unica. In particolare, aggiustamenti fiscali rilevanti sono stati richiesti ai paesi che presentavano deficit di bilancio eccessivi o un peso elevato del debito pubblico. Allo stesso tempo, le politiche monetarie nazionali hanno dovuto assicurare l'allineamento dei tassi di inflazione alla media europea.

Parallelamente al processo di aggiustamento dello scenario macroeconomico, sono state poste in essere in campo finanziario innovazioni normative miranti a uniformare il quadro legislativo europeo

---

\* Banca d'Italia – Filiale di L'Aquila. Nucleo regionale per la ricerca economica. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza. Pur trattandosi di un lavoro svolto congiuntamente, Luciano Esposito ha redatto i paragrafi 2, 5 e 8, mentre Valter Di Giacinto ha curato la stesura delle parti rimanenti.

e a consolidare il mercato unico dei capitali all'interno dell'area (deregolamentazione dei mercati, armonizzazione della normativa sugli intermediari).

L'accresciuta integrazione dei mercati finanziari europei ha a sua volta favorito un incremento della concorrenza tra le piazze e gli intermediari, che agisce a sua volta come fattore di mutamento degli assetti finanziari locali muovendo dal lato dell'offerta di servizi.

La convergenza macroeconomica, il passaggio a una moneta unica, l'accresciuto livello di integrazione dei mercati finanziari nazionali, il più elevato tenore competitivo sono fattori che hanno suscitato in alcuni autori l'aspettativa di una progressiva riduzione delle notevoli differenze riscontrate nelle strutture finanziarie dei paesi appartenenti all'area all'inizio degli anni novanta.

Altri studiosi hanno, al contrario, sottolineato il permanere di differenze sostanziali in aspetti centrali del quadro normativo e istituzionale, quali la tassazione delle rendite finanziarie e del reddito di impresa, il grado di tutela degli azionisti, le articolazioni del sistema pensionistico<sup>1</sup>. Permangono inoltre forti peculiarità nazionali nella struttura del settore non finanziario, ad esempio nella specializzazione settoriale e nella dimensione media delle imprese. Il persistere di tali diversità impedirebbe che, anche nel contesto di una Europa unificata sotto il profilo monetario, le differenze tra gli assetti finanziari nazionali tendano progressivamente ad annullarsi.

Obiettivo del presente lavoro è quello di ottenere evidenze empiriche articolate sull'evoluzione recente dei sistemi finanziari dei paesi UE, mediante un approccio metodologico di tipo multivariato, basato sull'analisi congiunta di molti indicatori statistici.

In un primo stadio l'analisi è rivolta a condensare in un numero contenuto di indicatori compositi l'informazione veicolata dal *pool* di variabili considerato. Tali indicatori costituiscono, in un secondo momento, la base da cui trarre valutazioni di tipo quantitativo sulla esistenza o meno di un processo di convergenza.

---

<sup>1</sup> Per una disamina delle ripercussioni sui sistemi finanziari europei di una riforma del sistema pensionistico con l'introduzione di schemi *funded* si veda Davis (1998).

La fonte informativa utilizzata è costituita in prevalenza dai conti finanziari nazionali redatti secondo i principi del SEC95. Allo stato attuale la principale limitazione di tale fonte è la ridotta profondità temporale delle serie storiche, generalmente disponibili solo a partire dal 1995. L'arco temporale coperto, ormai prossimo a un decennio, e la coincidenza con un periodo in cui i paesi considerati hanno intrapreso profonde riforme strutturali, rendono comunque ragionevole il tentativo di fornire una prima valutazione delle tendenze in atto.

La parte rimanente del lavoro è così articolata. Il paragrafo 2 fornisce una breve rassegna dei lavori empirici che hanno operato confronti internazionali delle strutture finanziarie dei paesi avanzati sulla base dei conti finanziari focalizzandosi, in particolare, sulle conclusioni raggiunte in termini di convergenza o *path dependence*. La sezione successiva illustra i diversi concetti di convergenza economica proposti in letteratura e le metodologie statistico-econometriche che sono state via via adottate nelle analisi empiriche del fenomeno. Il quarto paragrafo descrive brevemente la tecnica di analisi multidimensionale dei dati (FAMA, *FActorial Matrices Analysis*) utilizzata per costruire gli indicatori compositi su cui è incentrato lo studio del fenomeno. La sezione successiva presenta le variabili usate nell'analisi e fornisce alcune prime evidenze di tipo descrittivo. Il sesto paragrafo illustra i risultati dell'analisi fattoriale condotta, i quali costituiscono la base per l'analisi statistica della convergenza sviluppata nel paragrafo successivo. Il paragrafo 7 conclude fornendo un sintesi delle principali evidenze raccolte.

## **2. Convergenza tra sistemi finanziari: una panoramica della letteratura empirica recente**

Un numero crescente di lavori si è occupato del nesso tra sistemi finanziari e crescita economica e della convergenza tra strutture finanziarie, studiando la cornice regolamentare, la natura – diretta o indiretta – dell'intermediazione e la struttura finanziaria delle imprese: il grado di *financial deepening* dipende infatti non solo dalle scelte di portafoglio delle famiglie ma anche dalle decisioni di investimento delle imprese.

Bianco, Gerali e Massaro (1997) portano evidenza di una sostanziale assenza di convergenza tra le strutture finanziarie delle economie dei paesi sviluppati, indicando come i mutamenti nelle stesse riflettano la passata evoluzione storica (*path dependence*): quando la normativa ha imposto una

rigida separazione tra banche e imprese, si è osservata una crescita degli intermediari finanziari non bancari; dove questa separazione non esisteva, il ruolo delle banche si è ulteriormente accresciuto. Inoltre essi notano come nei paesi in cui l'intervento dello Stato nell'economia è stato storicamente importante, il ruolo dello stesso nel comparto finanziario è rimasto significativo.

De Bondt (1998) studia le strutture finanziarie di sei paesi europei, per il periodo compreso tra metà degli anni ottanta e metà degli anni novanta, attraverso approcci distinti: quello dell'intermediazione, quello della regolamentazione e quello della struttura finanziaria delle imprese; questi approcci giustificerebbero la predominanza degli intermediari rispetto ai mercati nel finanziamento degli operatori economici, fornendo principi di interpretazione della struttura finanziaria e della natura persistente o evolutiva di alcuni suoi tratti caratteristici. La convergenza economica e normativa realizzata in Europa con l'avvio dell'unione monetaria dovrebbe favorire il progressivo avvicinamento delle strutture dei diversi paesi.

Schmidt *et al.* (2001) hanno studiato l'evoluzione della struttura finanziaria dei principali paesi europei nel periodo antecedente l'avvio della UME, tra il 1980 e il 1998. La convergenza dei sistemi attesa con l'avvio del mercato unico non si sarebbe realizzata. In particolare il sistema finanziario tedesco continua a essere *bank-oriented*, mentre quello inglese resta *market-oriented*. Il sistema francese risulta più difficile da classificare, avendo sperimentato un cambiamento più intenso, soprattutto nell'organizzazione e nell'assetto dei mercati, risultato di un'interazione continua tra i diversi attori e le varie componenti del sistema.

Hartman *et al.* (2003) comparano la struttura finanziaria dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone, nel periodo compreso tra il 1995 e il 2001, confermando la prevalenza di una struttura *market-based* negli Stati Uniti, rispetto all'area dell'euro e quella giapponese che risultano *bank-based*. Il grado di orientamento al sistema bancario dell'area dell'euro risulterebbe tuttavia meno accentuato del passato, dato che il ruolo tradizionalmente svolto dalle banche nell'intermediazione di fondi si è ridotto rispetto a quello svolto dagli investitori istituzionali, anche a seguito dell'affermarsi delle attività di *bancassurance*. L'introduzione dell'euro avrebbe rafforzato questa tendenza, in quanto l'eliminazione del rischio di cambio ha favorito la diversificazione dei portafogli sostenendo la domanda di attività finanziarie. Gli autori analizzano inoltre il tema della convergenza tra i paesi dell'area dell'euro, mostrando che la dispersione

degli indicatori dati dai rapporti tra attività e passività finanziarie è aumentata nel periodo analizzato.

Blum *et al.* (2002), nel fornire una rassegna della letteratura sul nesso tra finanza e crescita, analizzano la struttura finanziaria di 32 paesi, concludendo che i sistemi finanziari nazionali nella zona dell'euro hanno raggiunto un livello di convergenza nel complesso contenuto.

Bartiloro e De Bonis (2005) analizzano la dinamica del rapporto tra attività finanziarie dei residenti e PIL nel periodo 1995-2000 per un insieme di 12 paesi europei, trovando evidenza di convergenza (nel senso di *mean reversion*), a fronte di una accresciuta dispersione tra paesi dell'indicatore, che può essere ricondotta all'influenza di shock di tipo transitorio.

Nel complesso la letteratura empirica recente non presenta risultati univoci in merito all'ipotesi di convergenza delle strutture finanziarie, anche se appaiono prevalere i lavori che propendono per l'ipotesi alternativa di *path dependence*.

### 3. Analisi della convergenza: concetti e tecniche

Lo studio empirico della convergenza ha trovato ampio risalto nella letteratura sulla crescita economica. A partire da Baumol (1986) e Barro (1991), si è originata una serie di contributi basati su metodologie diversificate di cui Temple (1999) e Islam (2003) forniscono una rassegna estesa e un tentativo di sistematizzazione.

Ai fini del presente lavoro è importante sottolineare come il tema della convergenza, seppure sia stato particolarmente approfondito nell'ambito degli studi sulla dinamica del reddito pro capite e della produttività, ha suscitato interesse anche in altri settori della ricerca economica. Ad esempio, gli studi sulla crescita della dimensione aziendale, in particolare le analisi rivolte a verificare la validità empirica della legge di Gibrat, di cui Geroski (1999) fornisce una disamina, si pongono un problema simile e lo affrontano facendo ricorso a tecniche analoghe a quelle sviluppate nell'ambito della teoria della crescita. Un ulteriore esempio di applicazione delle tecniche di analisi empirica della convergenza in ambito diverso dalla teoria della crescita è rinvenibile negli studi sull'integrazione dei mercati finanziari e la convergenza dei tassi di interesse (si veda, ad es., Fase e Vlaar, 1998; Goldberg *et al.*, 2003).

Di seguito si fornisce una breve descrizione di alcuni dei diversi concetti di convergenza sviluppati in letteratura, nonché una disamina delle diverse tecniche statistiche proposte ai fini dell'analisi empirica del fenomeno.

Islam (2003) fornisce una classificazione delle numerose e assai diversificate accezioni attribuite al termine convergenza nella letteratura sulla crescita. Ai fini della presente analisi, è importante distinguere la convergenza all'interno di una data economia (convergenza *within*) rispetto alla convergenza tra economie differenti (convergenza *across*); la convergenza- $\beta$  rispetto alla convergenza- $\sigma$ , la convergenza assoluta rispetto alla convergenza condizionata.

Il concetto di convergenza *within* si riferisce all'esistenza di un equilibrio di lungo periodo univoco e di un sentiero di transizione stabile che conduce la singola economia verso l'equilibrio di *steady state*. Si parla, invece, di convergenza *across* nel caso in cui i differenziali nel livello del reddito pro capite tra diverse aree tendono a ridursi nel tempo.

La convergenza- $\beta$  individua la situazione in cui aree inizialmente più arretrate tendono a crescere a ritmi più sostenuti rispetto alle aree più avanzate, innescando un processo di *catching-up*, la cui intensità è misurata dal coefficiente  $\beta$  della regressione del tasso di crescita sul livello iniziale del reddito. In presenza di convergenza- $\beta$ , shock al livello iniziale del reddito non hanno effetti permanenti sul livello di equilibrio di lungo periodo. Il sistema non presenta, quindi, dipendenza dalle condizioni iniziali (*path dependence*).

L'analisi della convergenza- $\beta$ , inizialmente condotta sulla base di regressioni non microfondate, è stata successivamente motivata a livello teorico inserendola nel contesto del modello neoclassico di crescita esogena, nella formulazione di Solow estesa con l'inserimento del capitale umano nella funzione di produzione (Mankiw *et al.*, 1992).

Una delle principali implicazioni del modello di Solow è l'esistenza, per ciascun sistema economico, di un equilibrio dinamico stabile verso cui il sistema, sotto determinate assunzioni per la tecnologia produttiva e ipotizzando la sostituibilità dei fattori, converge autonomamente (convergenza *within*). Allo stesso tempo, nella fase di transizione il tasso di crescita predetto dal modello è proporzionale alla distanza dal livello di equilibrio di lungo periodo. Paesi con un livello di partenza

particolarmente basso rispetto a quello di equilibrio cresceranno più rapidamente, inducendo una convergenza di tipo *across* nella fase di transizione allo *steady state*.

Lo studio della convergenza- $\beta$  è stato sottoposto a critiche severe da parte di Friedman (1992) e Quah (1993). Da un lato la convergenza- $\beta$  non è sufficiente a garantire che la dispersione *cross-section* dei livelli di reddito si riduca effettivamente nel tempo; da un altro lato, l'approccio è stato criticato in quanto potenzialmente affetto dal problema della *Galton's fallacy*, che scaturisce dal fatto che, laddove il livello iniziale della variabile di interesse sia perturbato da variabili transitorie, quali ad esempio errori di misura, il coefficiente  $\beta$  può indicare una regressione verso la media che è solo apparente.

Quale alternativa gli autori suggeriscono di fare ricorso a misure dirette della dispersione del reddito, quale la deviazione standard ( $\sigma$ ) o il coefficiente di variazione. La tendenza alla progressiva riduzione di tale dispersione è indicata in letteratura come convergenza- $\sigma$ .

Un'ultima, importante, distinzione proposta in letteratura è quella tra convergenza- $\beta$  assoluta e condizionata. Si parla di convergenza assoluta quando, oltre a non evidenziare *path dependence*, le economie considerate nel lungo periodo convergono verso il medesimo livello di equilibrio. La convergenza si dice condizionata quando si ha convergenza *within*, ossia i singoli sistemi economici sono stabili e convergono a un livello di *steady state* univoco, ma tale livello differisce tra le diverse aree. In presenza di convergenza assoluta, la dispersione *cross-section* è unicamente determinata dalle condizioni iniziali e dagli shock che allontanano in maniera transitoria l'economia dal sentiero di crescita bilanciata. L'assenza di *path dependence* implica che nel lungo periodo il sistema è indipendente dalle condizioni di partenza e, quindi, in presenza di convergenza- $\beta$  assoluta la residua dispersione spaziale del fenomeno è da imputare unicamente all'effetto dei disturbi transitori.

Nel caso di convergenza condizionata, la variabilità *cross-section* del fenomeno incorpora, al contrario, oltre alla componente transitoria una componente permanente, derivante dalla dispersione dei livelli individuali di *steady state* del fenomeno.

Va sottolineato come, solo nel caso in cui la varianza degli shock temporanei tenda a ridursi nel tempo si osserverà, oltre alla convergenza *within*, anche una convergenza di tipo *across*.

Per quanto riguarda le tecniche statistiche utilizzate ai fini della verifica dell'ipotesi di convergenza- $\beta$ , in un primo tempo le analisi sono state condotte mediante regressioni *cross-section* del tasso di crescita del PIL pro capite sul livello iniziale. Tale approccio soffre di una serie rilevante di limitazioni (Temple, 1999), legate all'esistenza di variabili omesse correlate con il livello iniziale del reddito, alla presenza di errori di misura, a problemi di simultaneità dei regressori.

Al fine di superare tali difficoltà, a partire dagli studi di Knight *et al.* (1993) e Islam (1995), è stato introdotto l'utilizzo di tecniche di tipo *panel*, che consentono, mediante l'inserimento di effetti individuali, di controllare per il problema di variabili omesse costanti nel tempo, quali il livello iniziale dell'efficienza produttiva. Trattandosi di *panel* dinamici, per la presenza della variabile dipendente ritardata tra i regressori, la stima di questi modelli non è agevole. In un primo momento Caselli *et al.* (1996) hanno adottato lo stimatore GMM di Arellano e Bond (1991). Data l'elevata persistenza che connota le variabili macroeconomiche coinvolte nell'analisi, lo stimatore di Arellano e Bond soffre di un problema di scarsa efficacia delle variabili strumentali utilizzate e presenta una forte distorsione in campioni limitati. Tale problema è stato sollevato recentemente da Bond *et al.* (2001), che propongono come soluzione l'utilizzo dello stimatore *system* GMM (Arellano e Bover, 1995; Blundell e Bond, 1998). Sotto l'ipotesi di non correlazione seriale degli errori, al netto dell'effetto individuale, gli autori mostrano come tale stimatore, mediante una scelta opportuna dell'ordine di ritardo degli strumenti, possa risultare consistente anche rispetto alla presenza di errori di misura e regressori endogeni.

In presenza di serie temporali di lunghezza adeguata è possibile analizzare le proprietà di convergenza avvalendosi di metodologie di tipo *time series*. Vista la ridotta estensione temporale dei dati a disposizione per l'analisi, tale approccio non risulta praticabile nel nostro caso.

La disponibilità di osservazioni ripetute nel tempo consente comunque di verificare l'ipotesi di convergenza- $\beta$  delle strutture finanziarie dei paesi europei applicando la metodologia *panel*.

In assenza di un modello teorico formalizzato rimane preclusa l'interpretazione dei coefficienti stimati in termini di un insieme di parametri strutturali, ma ciò non pregiudica la validità esplorativa delle inferenze condotte.

#### 4. L'analisi delle matrici fattoriali

La letteratura empirica sui confronti internazionali sposa sempre più di frequente un approccio multivariato all'analisi, ritenendo l'utilizzo di un unico indicatore sintetico, quale ad esempio il FIR di Goldsmith, insufficiente a catturare appieno le differenze morfologiche tra le strutture finanziarie.

Tale approccio, se da un lato arricchisce di spessore l'analisi, dall'altro rende problematico operare un *ranking* univoco di gruppi di paesi rispetto al grado di sviluppo finanziario, valutare le evoluzioni temporali delle strutture in maniera sintetica ed efficace, portare alla luce le dinamiche comuni ai diversi indicatori.

Le usuali tecniche di analisi statistica consentono nel caso di basi informative bidimensionali (unità e variabili) di operare in maniera efficace una riduzione dei dati, arrivando a definire degli indicatori compositi che, minimizzando la perdita di informazioni rispetto all'insieme dei dati osservati, ne realizzano una sintesi efficace dal punto operativo.

In letteratura sono state proposte estensioni di tali tecniche idonee a operare in maniera del tutto analoga a partire da insiemi di dati a più di due dimensioni (tecniche *multiway*; Rizzi e Vichi, 1995).

Nella presente sezione si descrive l'approccio seguito dalla tecnica FAMA (FAMA, *FActorial Matrices Analysis*; si veda, ad es., Fachin *et al.*, 2002), che è stata in passato applicata con successo all'analisi di serie temporali di dati macroeconomici riferiti a un insieme di paesi (Tassinari e Vichi, 1994).

La metodologia FAMA si pone l'obiettivo di condensare l'informazione contenuta in una matrice di dati a tre dimensioni – unità statistiche, variabili e occasioni - in un data-set di dimensionalità ridotta, minimizzando la perdita di informazioni. La tecnica è articolata in tre fasi: analisi della dipendenza, sintesi, scomposizione in valori singolari.

1. *Analisi della dipendenza*: è rivolta alla misura della correlazione matriciale tra le diverse 'fette' che compongono la matrice a tre vie. Indicando con  $X_h$ ,  $h=1,2,\dots, T$ , la matrice contenente le osservazioni di  $K$  variabili su  $N$  unità statistiche relative al periodo (occasione)  $h$ , una espressione generale dell'indice relativo di dipendenza è la seguente:

$$dip(X_h, X_m) = \frac{vec(X'_h)' C vec(X'_m)}{\sqrt{vec(X'_h)' C vec(X'_h) vec(X'_m)' C vec(X'_m)}}.$$

Variando la definizione della matrice si ottengono diverse misure di dipendenza. Le più utilizzate sono:

- indice di dipendenza debole, ottenuto ponendo  $C = I_N \otimes I_K$ , dove  $I_M$  indica la matrice identità di ordine  $M$ ;
- indice di dipendenza forte, ottenuto ponendo  $C = I_N \otimes U_K$ , dove  $U_M$  indica una matrice quadrata di ordine  $M$  con tutti gli elementi pari a 1.

L'indice di dipendenza forte fornisce una misura più ampia della correlazione tra coppie di matrici, in quanto, nel valutare la dipendenza tra matrici di dati relative a due differenti occasioni, considera non solo la covarianza tra le osservazioni della medesima variabile ma anche quella tra variabili diverse.

2. *Sintesi*: in questo stadio si definiscono le matrici fattoriali come combinazione lineare normalizzata delle matrici  $X_h$ ,  $h=1,2,\dots, T$ . In particolare la  $g$ -esima matrice fattoriale,  $F_g$ , è ottenuta come soluzione del seguente problema di ottimo:

$$F_g = \sum_{h=1}^T a_{hg} X_h$$

tale che sia:

$$\sum_{h=1}^T \sum_{m=1}^T dip(X_h, X_m) a_{hg} a_{mg} = \max$$

sotto i vincoli:

$$\sum_{h=1}^T a_{hg}^2 = 1$$

$$\sum_{h=1}^T \sum_{m=1}^T \text{dip}(X_h, X_m) a_{hf} a_{ml} = 0, \quad f \neq l; f, l = 1, \dots, g$$

I pesi con cui vengono combinate linearmente le matrici di dati sono, pertanto, definiti in maniera tale che le matrici fattoriali siano indipendenti tra di loro, rispetto alla misura di dipendenza matriciale prescelta, e siano tali da rendere massima la frazione di dipendenza lineare spiegata dalla singola matrice.

3. *Scomposizione in valori singolari*: viene condotta una analisi fattoriale standard (componenti principali) sulle singole matrici fattoriali individuate nel passo precedente della procedura. In seguito si definiscono le traiettorie temporali delle variabili latenti mediante proiezione dei dati osservati sugli assi fattoriali della matrice di sintesi.

## 5. Descrizione della base dati

La base dati costruita per lo studio include 14 indicatori, selezionati tra quelli considerati dalla letteratura empirica e avendo riferimento alla effettiva disponibilità delle statistiche, per un ampio insieme di paesi europei. La tavola 1 fornisce l'elenco degli indicatori utilizzati, unitamente a una breve descrizione del modo in cui le variabili sono state calcolate e degli aspetti del sistema finanziario che i singoli indicatori pongono in evidenza. Le principali statistiche descrittive sui singoli indicatori sono riportate nella tavola A1 dell'Appendice.

Tranne la variabile TURNOVER, ottenuta dal database della Banca mondiale sulle strutture finanziarie<sup>2</sup> e la variabile CAPEX che utilizza, in parte, dati resi disponibili dalla WFE (*World Federation of Exchanges*), gli altri indicatori sono costruiti a partire dai conti nazionali finanziari ed

<sup>2</sup> Per una descrizione del data-base si veda Beck *et al.* (1999).

**Tav. 1****Gli indicatori utilizzati**

Acronimo	Descrizione
FINAS	Totale attività finanziarie/PIL. Costituisce una misura della dimensione complessiva del sistema finanziario in rapporto a quella dell'economia reale.
FIN	Rapporto tra attività finanziarie verso gli enti creditizi e il totale delle attività finanziarie. Rappresenta un indicatore di sviluppo dell'intermediazione bancaria rispetto alla dimensione complessiva del sistema finanziario.
LOMFI	Prestiti erogati dalle MFIs/PIL. Fornisce un indicatore di sviluppo assoluto del credito bancario.
CAPEX	Capitalizzazione di borsa/PIL. Misura la dimensione del mercato azionario.
TURNOVER	Rapporto tra ammontare di azioni quotate scambiato e capitalizzazione. Fornisce un ulteriore indice del grado di sviluppo dei mercati azionari.
INTOPEN	Rapporto della somma di attività e passività finanziarie del Resto del mondo sulla somma di attività e passività dei residenti. Costituisce una misura del grado di apertura internazionale del sistema finanziario.
BONDNF	Rapporto titoli/prestiti nelle passività delle società non finanziarie. Misura l'incidenza sul debito del settore produttivo del finanziamento diretto sui mercati obbligazionari.
HOUSDEP	Quota depositi sul totale di attività finanziarie delle famiglie. Costituisce un indicatore della preferenza per la liquidità del settore e di sviluppo del sistema bancario, visto dal lato della raccolta.
HOUSBOND	Quota dei titoli non azionari sul totale di attività finanziarie delle famiglie. Fornisce una misura dell'incidenza della detenzione diretta di titoli obbligazionari, pubblici e privati, da parte del settore.
HOUSSHAR	Quota delle azioni e altre partecipazioni sul totale di attività finanziarie delle famiglie (escluse <i>mutual funds shares</i> ). Insieme all'indicatore precedente fornisce una misura della rilevanza delle attività non intermedie all'interno della ricchezza finanziaria delle famiglie.
HOUSFUND	Quota delle partecipazioni in fondi comuni di investimento sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. L'indicatore coglie la rilevanza di tale tipologia di intermediari non bancari.
HOUSINS	Quota delle riserve tecniche di assicurazione e delle quote di fondi comuni sul totale di attività finanziarie delle famiglie. Come nel caso precedente, l'indicatore fornisce una valutazione del peso di tale tipologia di intermediazione extra-bancaria. È fortemente influenzato dal peso degli schemi pensionistici pubblici.
HOUSDEB	Rapporto tra passività finanziarie delle famiglie e reddito disponibile. La variabile mira a cogliere il grado di sviluppo del mercato del credito alle famiglie.
DEBGG	Rapporto tra passività finanziarie delle Amministrazioni pubbliche e totale delle attività finanziarie. Costituisce una misura del peso della finanza pubblica sulla struttura finanziaria.

economici di 13 paesi europei<sup>3</sup> nel periodo 1995-2003.

Nel periodo considerato l'indicatore di dimensione complessiva del sistema finanziario (FINAS) mostra, nella media dei paesi considerati, un trend positivo che prosegue anche negli anni di forte flessione dei corsi azionari tra il 2000 e il 2003. La dispersione tra paesi di tale variabile, in assoluto aumentata, si è leggermente ridotta se rapportata all'accresciuto livello medio. Una tendenza crescente si riscontra anche per gli indicatori di sviluppo dei mercati azionari (CAPEX, TURNOVER) e delle obbligazioni private (BONDNFC), con un incremento della dispersione relativa fino al termine degli anni novanta e un successivo ritorno sui livelli di inizio periodo. È sensibilmente aumentata l'apertura verso l'estero dei sistemi finanziari nazionali, con un calo della variabilità tra paesi dell'indicatore in rapporto alla media.

Anche il credito bancario mostra un incremento nel periodo considerato in rapporto alla dinamica delle variabili reali (LOMFI, HOUSDEB). Rispetto al primo indicatore la dispersione *cross-section* è aumentata, sia in termini assoluti che relativi alla media, mentre per il secondo la variabilità relativa è rimasta sostanzialmente invariata nell'arco temporale considerato.

Il volume dell'intermediazione bancaria, pur crescendo in rapporto all'economia reale, ha segnato un arretramento rispetto alla crescita complessiva delle attività finanziarie (FIN), seppure con segnali di ripresa nel biennio 2002-03. La dispersione di tale indicatore, aumentata in termini relativi fino al 2000, si è successivamente ridotta, collocandosi nel 2003 sui medesimi livelli del 1995.

Il portafoglio di attività finanziarie detenuto dalle famiglie ha visto incrementarsi la quota di strumenti intermediati non bancari (HOUSINS e HOUSFUND). È del pari aumentato il possesso diretto di titoli azionari (HOUSHR), a fronte di una flessione delle obbligazioni (HOUSBOND). La quota dei depositi bancari (HOUSDEP), in calo fino al 2000, è successivamente risalita, rimanendo comunque al di sotto dei livelli osservati all'inizio del periodo considerato.

---

<sup>3</sup> I paesi considerati sono: Austria (AT), Belgio (BE), Germania (DE), Danimarca (DK), Spagna (ES), Finlandia (FI), Francia (FR), Italia (IT), Olanda (NL), Norvegia (NO), Portogallo (PT), Svezia (SE) e Regno Unito (UK).

L'incidenza della finanza pubblica sul sistema finanziario (DEBGG) mostra una tendenza flettente nella seconda metà degli anni novanta e una sostanziale stabilità negli anni successivi. La dispersione dell'indicatore tra paesi mostra una progressiva riduzione in termini assoluti, ma un tendenziale incremento rispetto al livello, più contenuto, osservato nella seconda parte del periodo considerato.

La tavola 2 riporta le correlazioni semplici tra i 14 indicatori, calcolate includendo congiuntamente i dati per i 13 paesi e i 9 anni considerati. L'indicatore principale di sviluppo finanziario (FINAS) risulta correlato negativamente con gli indicatori di sviluppo relativo delle banche (indicatori FIN e HOUSDEP) e con l'incidenza della finanza pubblica (DEBGG). La correlazione è invece positiva con gli indicatori di sviluppo assoluto dei mercati creditizi (LOMFI e HOUSDEB). Nel complesso, al crescere della dimensione del sistema finanziario in rapporto all'economia reale anche il volume dell'intermediazione bancaria sale, ma in misura meno che proporzionale, determinandone un arretramento relativo.

Ulteriori evidenze descrittive sul fenomeno possono essere ottenute dall'analisi dinamica della distanza tra i paesi considerati, misurata rispetto all'insieme di tutti gli indicatori (tav. 3). A tale riguardo è possibile rilevare come la media delle distanze tra i 13 paesi si sia ridotta di circa l'8 per cento (da 2,6 a 2,4) nel 2003 rispetto al livello osservato nel 1995, indicando una tendenza alla riduzione della dispersione all'interno delle strutture finanziarie nazionali. In particolare, i paesi per cui si registra la diminuzione più accentuata sono il Portogallo (-21,9 per cento), la Norvegia (-14,0 per cento), il Belgio (-13,9 per cento) e il Regno Unito (-12,0 per cento). La distanza media dai restanti paesi è, al contrario, aumentata per l'Italia e la Spagna (4,8 e 4,5 per cento, rispettivamente).

Tav. 2

**Matrice di correlazione tra i diversi indicatori**  
*(calcolate su dati pooled anno-paese)*

	FIN AS	LO MFI	FIN	INT OPEN	CAP EX	TURN OVER	BOND NFC	HOUS DEP	HOUS SHAR	HOUS BOND	HOUS INS	HOUS FUND	HOUS DEB	DEB GG
FINAS	1,00	0,52	-0,17	0,74	0,62	-0,18	0,38	-0,62	-0,03	-0,02	0,57	-0,11	0,24	-0,52
LOMFI	0,52	1,00	0,40	0,29	0,25	0,03	0,04	-0,25	-0,54	-0,02	0,65	-0,10	0,64	-0,46
FIN	0,17	0,40	1,00	-0,25	-0,54	-0,04	-0,15	0,51	-0,37	0,28	-0,28	0,39	-0,01	0,05
INTOPEN	0,74	0,29	-0,25	1,00	0,59	-0,38	0,20	-0,31	-0,05	0,07	0,32	-0,29	0,06	-0,35
CAPEX	0,62	0,25	-0,54	0,59	1,00	0,12	0,26	-0,58	0,34	-0,38	0,52	-0,39	0,12	-0,40
TURNOVER	-0,18	0,03	-0,04	-0,38	0,12	1,00	-0,16	-0,10	0,10	-0,31	0,11	0,19	0,09	-0,06
BONDNFC	0,38	0,04	-0,15	0,20	0,26	-0,16	1,00	-0,13	0,07	-0,52	0,39	-0,38	0,05	-0,52
HOUSDEP	-0,62	-0,25	0,51	-0,31	-0,58	-0,10	-0,13	1,00	-0,22	-0,03	-0,58	-0,06	-0,36	0,20
HOUSSHAR	-0,03	-0,54	-0,37	-0,05	0,34	0,10	0,07	-0,22	1,00	-0,16	-0,37	0,13	-0,47	0,15
HOUSBOND	-0,02	-0,02	0,28	0,07	-0,38	-0,31	-0,52	-0,03	-0,16	1,00	-0,43	0,48	-0,26	0,67
HOUSINS	0,57	0,65	-0,28	0,32	0,52	0,11	0,39	-0,58	-0,37	-0,43	1,00	-0,44	0,72	-0,63
HOUSFUND	-0,11	-0,10	0,39	-0,29	-0,39	0,19	-0,38	-0,06	0,13	0,48	-0,44	1,00	-0,13	0,36
HOUSDEB	0,24	0,64	-0,01	0,06	0,12	0,09	0,05	-0,36	-0,47	-0,26	0,72	-0,13	1,00	-0,52
DEBGOV	-0,52	-0,46	0,05	-0,35	-0,40	-0,06	-0,52	0,20	0,15	0,67	-0,63	0,36	-0,52	1,00

**Matrice delle distanze tra strutture finanziarie nazionali (1)**  
*(distanze euclidee rispetto ai 14 indicatori considerati)*

	AT	BE	DE	DK	ES	FI	FR	IT	NL	NO	PT	SE	UK	Media
	1995													
AT	0	2,68	1,30	2,33	2,14	1,61	2,56	2,14	3,21	2,37	2,65	2,14	3,67	2,40
BE	2,68	0	2,85	2,57	2,95	3,29	3,23	2,01	3,77	3,85	3,37	2,67	4,25	3,12
DE	1,30	2,85	0	1,67	2,05	2,28	2,07	2,60	2,44	2,07	2,60	1,50	3,16	2,22
DK	2,33	2,57	1,67	0	2,29	2,92	2,48	2,84	2,33	2,28	2,84	1,51	3,25	2,44
ES	2,14	2,95	2,05	2,29	0	2,00	1,32	2,93	3,02	2,12	1,08	1,76	3,31	2,25
FI	1,61	3,29	2,28	2,92	2,00	0	2,71	2,67	3,06	2,11	2,27	2,24	3,49	2,55
FR	2,56	3,23	2,07	2,48	1,32	2,71	0	3,45	2,90	2,25	1,74	2,06	2,60	2,45
IT	2,14	2,01	2,60	2,84	2,93	2,67	3,45	0	4,00	3,53	3,28	2,69	4,72	3,07
NL	3,21	3,77	2,44	2,33	3,02	3,06	2,90	4,00	0	2,38	3,24	1,71	2,14	2,85
NO	2,37	3,85	2,07	2,28	2,12	2,11	2,25	3,53	2,38	0	2,19	1,97	2,59	2,48
PT	2,65	3,37	2,60	2,84	1,08	2,27	1,74	3,28	3,24	2,19	0	2,05	3,34	2,55
SE	2,14	2,67	1,50	1,51	1,76	2,24	2,06	2,69	1,71	1,97	2,05	0	2,86	2,10
UK	3,67	4,25	3,16	3,25	3,31	3,49	2,60	4,72	2,14	2,59	3,34	2,86	0	3,28
Media	2,40	3,12	2,22	2,44	2,25	2,55	2,45	3,07	2,85	2,48	2,55	2,10	3,28	2,60

(segue)

Segue Tav. 3

**Matrice delle distanze tra strutture finanziarie nazionali (1)**  
(distanze euclidee rispetto ai 14 indicatori considerati)

	AT	BE	DE	DK	ES	FI	FR	IT	NL	NO	PT	SE	UK	Media
	2003													
AT	0	2,68	1,30	2,33	2,14	1,61	2,56	2,14	3,21	2,37	2,65	2,14	3,67	2,40
BE	2,68	0	2,85	2,57	2,95	3,29	3,23	2,01	3,77	3,85	3,37	2,67	4,25	3,12
DE	1,30	2,85	0	1,67	2,05	2,28	2,07	2,60	2,44	2,07	2,60	1,50	3,16	2,22
DK	2,33	2,57	1,67	0	2,29	2,92	2,48	2,84	2,33	2,28	2,84	1,51	3,25	2,44
ES	2,14	2,95	2,05	2,29	0	2,00	1,32	2,93	3,02	2,12	1,08	1,76	3,31	2,25
FI	1,61	3,29	2,28	2,92	2,00	0	2,71	2,67	3,06	2,11	2,27	2,24	3,49	2,55
FR	2,56	3,23	2,07	2,48	1,32	2,71	0	3,45	2,90	2,25	1,74	2,06	2,60	2,45
IT	2,14	2,01	2,60	2,84	2,93	2,67	3,45	0	4,00	3,53	3,28	2,69	4,72	3,07
NL	3,21	3,77	2,44	2,33	3,02	3,06	2,90	4,00	0	2,38	3,24	1,71	2,14	2,85
NO	2,37	3,85	2,07	2,28	2,12	2,11	2,25	3,53	2,38	0	2,19	1,97	2,59	2,48
PT	2,65	3,37	2,60	2,84	1,08	2,27	1,74	3,28	3,24	2,19	0	2,05	3,34	2,55
SE	2,14	2,67	1,50	1,51	1,76	2,24	2,06	2,69	1,71	1,97	2,05	0	2,86	2,10
UK	3,67	4,25	3,16	3,25	3,31	3,49	2,60	4,72	2,14	2,59	3,34	2,86	0	3,28
Media	2,40	3,12	2,22	2,44	2,25	2,55	2,45	3,07	2,85	2,48	2,55	2,10	3,28	2,60

(1) Al fine del calcolo delle distanze gli indicatori sono stati resi confrontabili trasformandoli in numeri indice rispetto alla media di ciascun anno dei 3 paesi.

## 6. I risultati dell'analisi FAMA

In questa sezione si riportano le evidenze raccolte dall'applicazione dell'analisi delle matrici fattoriali al data-base sopra descritto, separatamente per le tre fasi in cui la procedura è articolata. Nella fase preliminare le singole variabili sono state rese comparabili trasformandole in numeri indice rispetto alla media *cross-section* di ciascun anno. In tal modo si eliminano le differenze in livello tra indicatori diversi e, per lo stesso indicatore, tra periodi diversi. Allo stesso tempo tale procedura, a differenza della completa standardizzazione delle variabili, preserva i differenziali tra indicatori in termini di variabilità relativa rispetto alla media, attribuendo un peso più elevato agli indicatori che differenziano maggiormente l'insieme di paesi analizzato.

### 6.1 Analisi della dipendenza

Ai fini dello studio della dipendenza tra matrici di indicatori nei diversi anni, è stato utilizzato l'indice di dipendenza forte, che tiene conto delle relazioni incrociate tra le variabili. Trattandosi di indicatori di livello riferiti a caratteristiche strutturali è possibile attendersi a priori un certo grado di persistenza temporale, e tale attesa è confermata dal *pattern* degli indici di correlazione matriciale che mostrano come la dipendenza sia particolarmente elevata tra anni contigui e come questa, sia pure mostrando una graduale flessione, rimanga elevata anche a distanza di quasi un decennio (tav. 4).

**Tav. 4**

**Indici di correlazione forte tra coppie di anni**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1995	1	0,94	0,85	0,77	0,81	0,75	0,76	0,70	0,67
1996	0,94	1	0,95	0,87	0,88	0,81	0,82	0,80	0,73
1997	0,85	0,95	1	0,95	0,93	0,89	0,84	0,85	0,78
1998	0,77	0,87	0,95	1	0,93	0,91	0,87	0,90	0,83
1999	0,81	0,88	0,93	0,93	1	0,98	0,87	0,90	0,89
2000	0,75	0,81	0,89	0,91	0,98	1	0,92	0,95	0,95
2001	0,76	0,82	0,84	0,87	0,87	0,92	1	0,95	0,94
2002	0,70	0,80	0,85	0,90	0,90	0,95	0,95	1	0,96
2003	0,67	0,73	0,78	0,83	0,89	0,95	0,94	0,96	1

## 6.2. Sintesi

L'elevata persistenza del fenomeno nel tempo è messa in luce dallo spettro degli autovalori della matrice di correlazione forte, che presenta un valore largamente dominante (tav. 5).

**Tav. 5**

### Autovalori della matrice di correlazione forte

Autovalori	Valore assoluto	% dipendenza spiegata
1	7,923	88,0
2	0,616	6,8
3	0,223	2,5
4	0,128	1,4
5	0,047	0,5
6	0,031	0,3
7	0,016	0,2
8	0,014	0,2
9	0,001	0,0

L'autovettore associato mostra come i contributi dei singoli anni alla corrispondente matrice fattoriale siano all'incirca gli stessi per tutti i periodi, che quindi contribuiscono in maniera sostanzialmente paritetica alla definizione della prima matrice fattoriale (tav. 6). Questa, a sua volta, rappresenta la matrice di sintesi, che riassume l'88 per cento della dipendenza tra le matrici di dati dei singoli anni, a partire da cui viene svolta la fase successiva dell'analisi.

**Tav. 6**

### Contributi dei singoli anni alla matrice di sintesi

Periodi	Contributi
1995	0,304
1996	0,328
1997	0,339
1998	0,338
1999	0,345
2000	0,344
2001	0,336
2002	0,338
2003	0,327

### 6.3 Scomposizione in valori singolari

In questo stadio della procedura viene inizialmente condotta un'analisi in componenti principali della matrice di sintesi. L'esame dello spettro di autovalori della matrice di varianza-covarianza porta all'individuazione di almeno tre componenti (o assi fattoriali), che definiscono degli indicatori composti (in quanto ottenuti come combinazione lineare degli indicatori originari) che spiegano nel complesso circa il 70 per cento della varianza complessiva dei 14 indicatori utilizzati nell'analisi (tav. 7).

**Tav. 7**

**Matrice di sintesi: autovalori**

Autovalori	% varianza	% cumulate
5,08	36,3	36,3
2,56	18,3	54,6
2,03	14,5	69,0
1,65	11,8	80,8
1,01	7,2	88,0
0,71	5,0	93,0
0,43	3,1	96,1
0,33	2,4	98,5
0,11	0,8	99,3
0,05	0,3	99,6
0,04	0,3	99,9
0,01	0,1	100
0	0	100
0	0	100

L'interpretazione degli assi fattoriali può essere condotta a partire dalla lettura dei contributi che le variabili originarie arrecano agli indicatori composti che definiscono tali assi o, analogamente, delle correlazioni delle variabili con gli assi fattoriali.

Il primo fattore, che spiega il 36,3 per cento della varianza complessiva, risulta correlato in maniera positiva con il volume di attività finanziarie (FINAS), la capitalizzazione di borsa (CAPEX), l'apertura internazionale (INTOPEN), la diffusione delle obbligazioni private (BONDNFC) e, in maniera molto accentuata, con la quota delle attività

delle famiglie detenuta in strumenti di tipo assicurativo e pensionistico (HOUSINS; tav. 8). È parimenti positiva la correlazione con l'indebitamento delle famiglie (HOUSDEB). Esso è, al contrario, correlato in maniera negativa con il possesso diretto da parte delle famiglie di titoli obbligazionari e azionari, depositi e quote di fondi comuni e con l'incidenza delle passività del settore pubblico sul totale. Per le variabili di intermediazione bancaria, l'associazione è positiva per quanto riguarda la misura di dimensione assoluta (LOMFI), mentre è negativa per gli indicatori espressi in rapporto alle attività finanziarie (FIN, HOUSDEP).

**Tav. 8**

**Contributi agli assi fattoriali e correlazioni tra  
variabili latenti e indicatori**

*(correlazioni calcolate su dati pooled anno-paese)*

Indicatori	Contributi			Correlazioni		
	I componente	II componente	III componente	I componente	II componente	III componente
FINAS	0,339	0,012	0,367	0,66	-0,04	0,20
FIN	-0,163	0,452	-0,028	-0,37	0,63	0,12
LOMFI	0,266	0,437	0,057	0,52	0,60	-0,04
INTOPEN	0,266	-0,064	0,439	0,48	-0,12	0,32
CAPEX	0,334	-0,296	0,104	0,70	-0,53	-0,13
TURNOVER	-0,009	-0,036	-0,396	0,05	-0,08	-0,47
BONDNFC	0,245	-0,160	-0,151	0,59	-0,37	-0,44
HOUSDEP	-0,261	0,089	-0,265	-0,51	0,14	-0,17
HOUSSHAR	-0,084	-0,517	0,031	-0,12	-0,82	0,01
HOUSBOND	-0,230	0,177	0,536	-0,64	0,45	0,93
HOUSINS	0,402	0,146	-0,095	0,89	0,15	-0,38
HOUSFUND	-0,259	0,188	0,192	-0,56	0,30	0,42
HOUSDEB	0,260	0,341	-0,161	0,58	0,51	-0,32
DEBGOV	-0,349	-0,084	0,218	-0,81	0,03	0,58

Il primo indicatore composito può essere quindi assimilato a una misura dello sviluppo complessivo del sistema finanziario (*financial deepening*), sospinto dall'avanzamento dei mercati e di alcune tipologie di investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) e dalla crescita delle relazioni *cross-border*. Tale processo è associato a un più elevato accesso al credito da parte delle famiglie e a una minore incidenza del fenomeno della disintermediazione derivante dal collocamento diretto di titoli presso i risparmiatori. All'aumentare di tale variabile il sistema bancario si espande, ma a un ritmo inferiore a quello del sistema finanziario nel suo complesso, registrando quindi un arretramento relativo.

Il secondo fattore, che spiega circa il 18 per cento della varianza complessiva, è correlato in maniera positiva con la dimensione assoluta del sistema bancario (LOMFI, HOUSDEB) e, soprattutto, con le variabili che forniscono una misura relativa dell'intermediazione bancaria (FIN e HOUSDEP). Esso può essere interpretato come una misura dello sviluppo del sistema bancario per un dato grado complessivo di diffusione delle attività finanziarie.

Il terzo indicatore sintetico, che cattura circa il 15 per cento della variabilità, risulta correlato in maniera diretta con l'incidenza delle passività pubbliche e con il possesso di titoli obbligazionari da parte delle famiglie, soprattutto diretto (HOUSBOND), ma anche mediante fondi comuni (HOUSFUND); è possibile quindi leggerlo come un indicatore del peso esercitato sulla struttura finanziaria dalla finanza pubblica. La correlazione negativa tra tale variabile latente e la quota del debito privato finanziata direttamente sui mercati (BONDNFC) potrebbe essere interpretata come un effetto di spiazzamento dei titoli pubblici rispetto a quelli privati. Allo stesso tempo a un incremento del peso della finanza pubblica si associa una maggiore apertura internazionale dei mercati finanziari, che riflette probabilmente il collocamento di parte del debito pubblico sui mercati esteri.

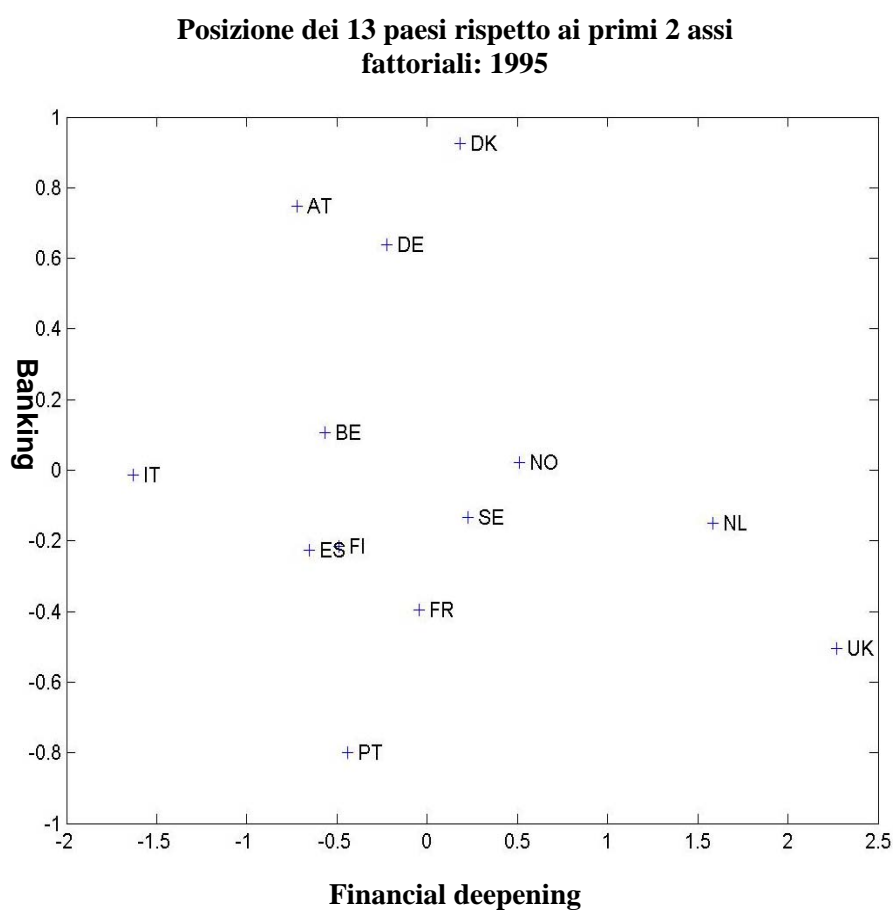
La rappresentazione grafica delle posizioni dei singoli paesi rispetto ai tre assi fattoriali consente di individuare gruppi di paesi che presentano le maggiori affinità nelle strutture finanziarie.

Nel 1995 i valori più elevati rispetto al primo asse fattoriale (*financial deepening*) si osservano per Regno Unito e Paesi Bassi, mentre Germania, Austria e Danimarca mostrano i livelli più elevati rispetto al secondo asse (*banking*; fig. 1). Italia e Portogallo conseguono, rispettivamente, i valori meno elevati con riferimento al primo e al

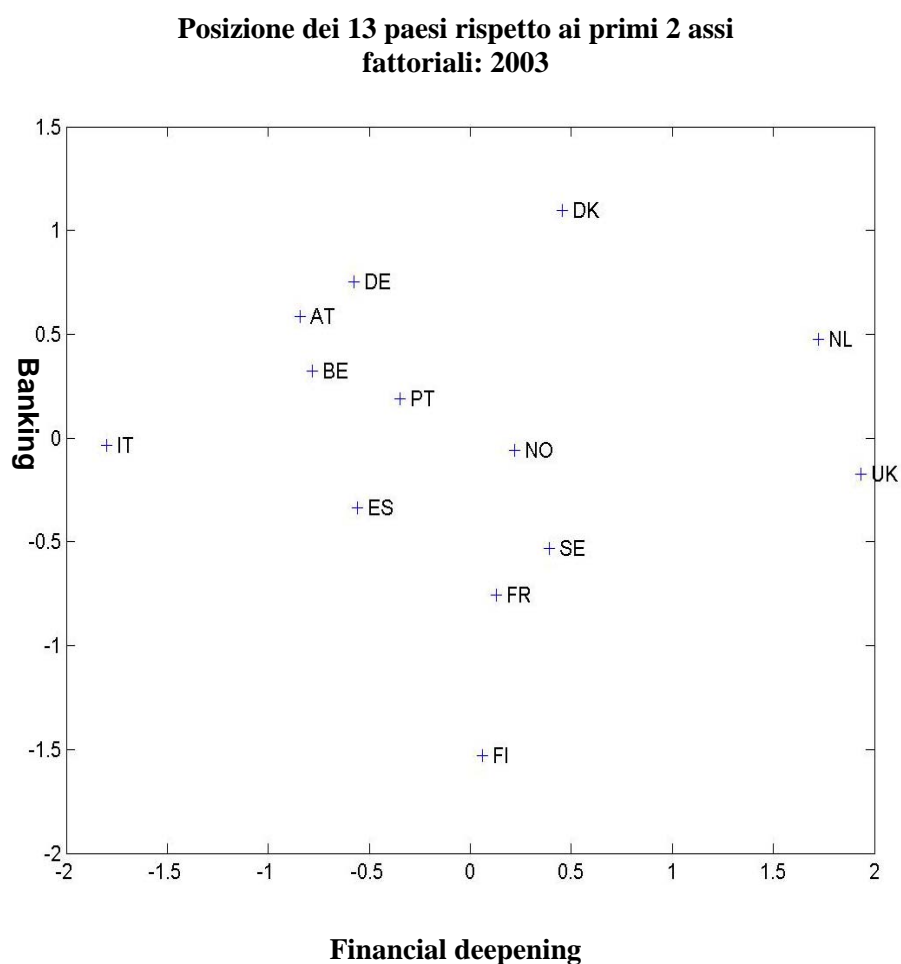
secondo indicatore composito. Rispetto al secondo anche per il Regno Unito si osserva un livello fra i più contenuti.

Nel 2003 il quadro presenta alcuni mutamenti significativi (fig. 2). Il Portogallo mostra un forte recupero rispetto all'indicatore di sviluppo bancario, mentre Germania, Austria e Danimarca mostrano un riavvicinamento rispetto ai valori prevalenti. Anche il Regno Unito si

**Fig. 1**



muove verso l'alto rispetto a tale asse. I Paesi Bassi presentano un significativo incremento in termini del primo fattore, collocandosi su valori prossimi a quello del Regno Unito. Il valore meno elevato della variabile *banking* si registra in questo caso per la Finlandia, mentre l'Italia continua a collocarsi sui valori più bassi rispetto al primo asse fattoriale.

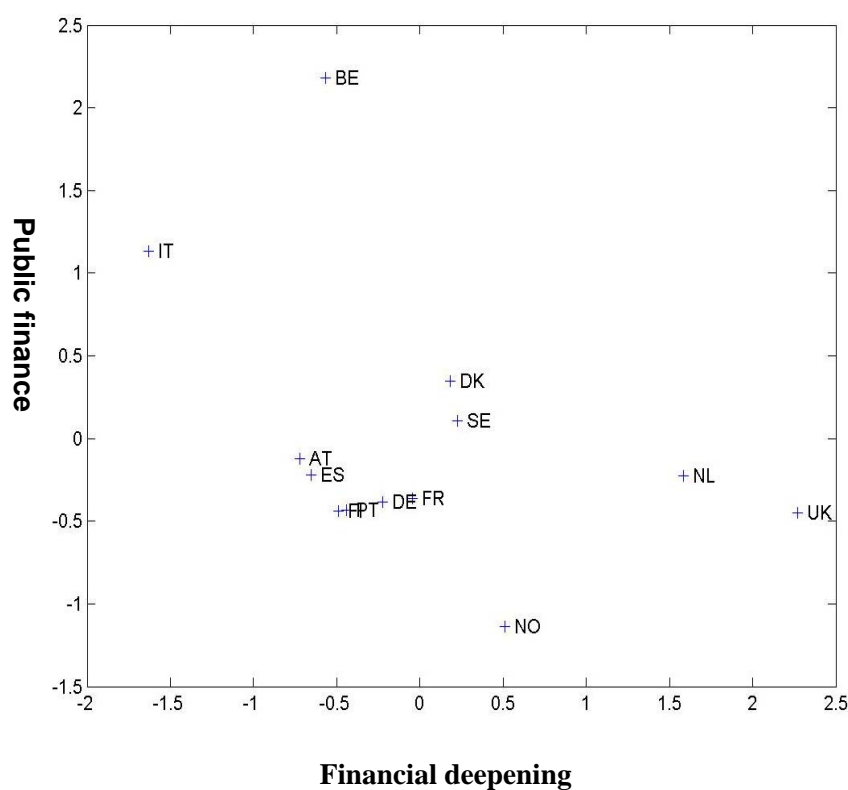
**Fig. 2**

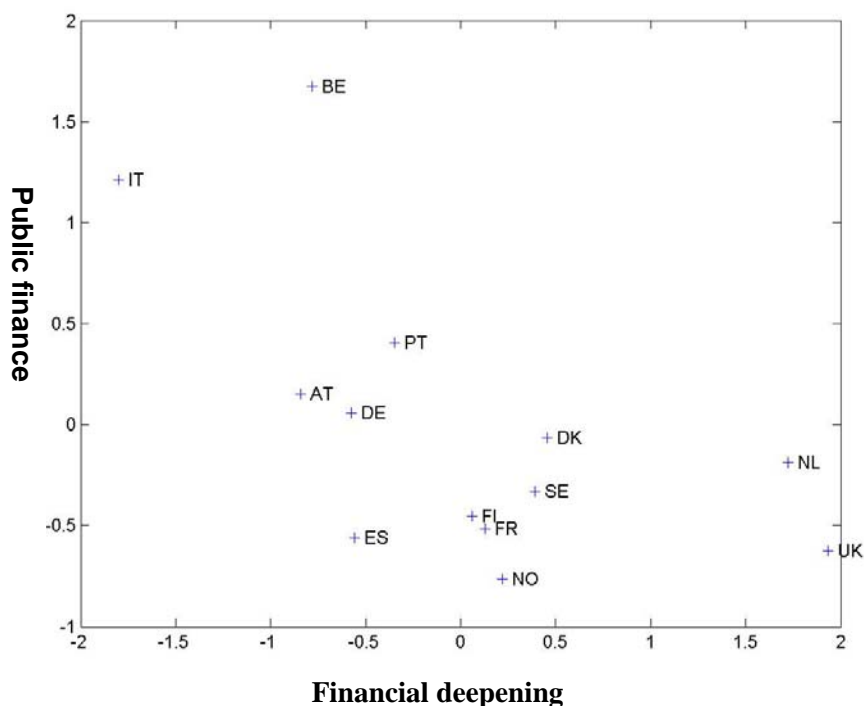
La figura 3 consente di valutare il collocamento nel 1995 dei singoli paesi anche rispetto al terzo asse fattoriale (*public finance*). In questo caso risalta la posizione delle nazioni con debito pubblico elevato (Belgio e Italia), mentre la Norvegia mostra valori particolarmente contenuti di tale componente. Il restante gruppo di paesi presenta una dispersione contenuta.

Nel 2003 il quadro complessivo non muta in maniera radicale, anche se si assiste a una riduzione della dispersione, con una tendenza a convergere verso i valori centrali sia dall'alto (Belgio e Italia) che dal basso (Portogallo e Norvegia).

**Fig. 3**

**Posizione dei 13 paesi rispetto al primo e terzo asse fattoriale: 1995**



**Fig. 4****Posizione dei 13 paesi rispetto al primo e terzo asse fattoriale: 2003**

## 7. Analisi statistica della convergenza

In questa sezione gli indicatori sintetici individuati mediante la metodologia FAMA costituiscono la base per una valutazione del sentiero evolutivo, convergente o meno, tracciato dalle strutture finanziarie nazionali nel periodo analizzato.

Vista la notevole attenzione posta in letteratura sulla valutazione del grado di omogeneità dei sistemi nazionali, ossia alla definizione di convergenza *across*, si analizza in primo luogo la convergenza- $\sigma$ . In un secondo tempo l'attenzione è rivolta all'analisi delle proprietà dinamiche del processo, in particolare all'esame dell'ipotesi di *path dependence* mediante le tecniche basate sul concetto di convergenza- $\beta$ .

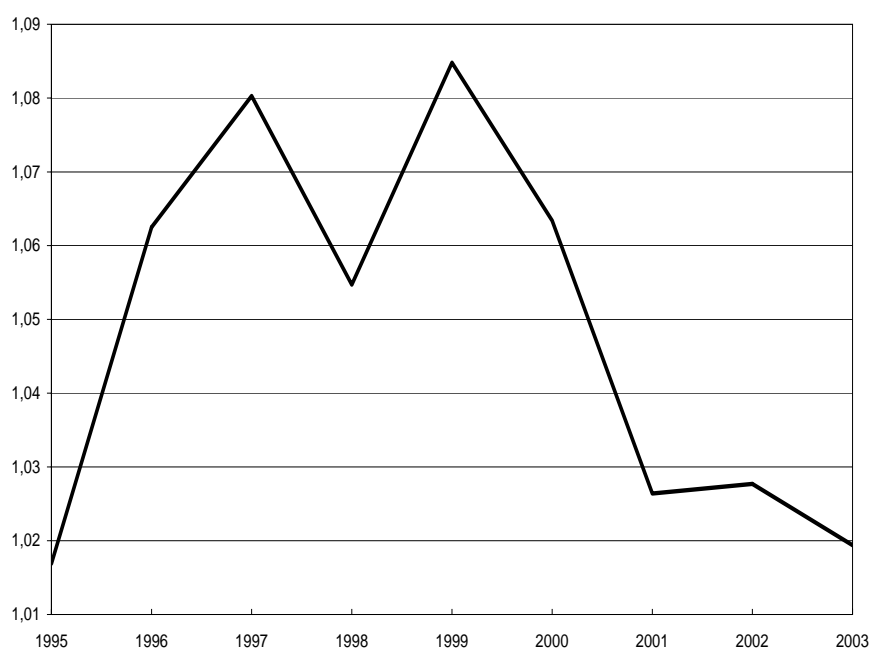
### 7.1 Convergenza- $\sigma$

Il semplice confronto della dispersione tra paesi rispetto ai tre fattori latenti individuati consente di apprezzare l'eventuale presenza di convergenza- $\sigma$  nel decennio considerato e di qualificarne le dinamiche rispetto ad aspetti specifici della struttura finanziaria.

Relativamente al primo fattore latente, se si eccettua il dato del 1995, la deviazione standard mostra una tendenza a ridursi negli anni, anche se non in maniera marcata (fig. 5). Le dinamiche osservate a partire dalla seconda metà degli anni novanta hanno quindi consentito un leggero aumento del grado di omogeneità del livello di *financial deepening* all'interno del gruppo di paesi europei considerato.

**Fig. 5**

**Serie storica della deviazione standard: 1° fattore**



Tale andamento conferma le indicazioni di studi recenti (Bartiloro *et al.*, in questo volume), che mostrano come nel periodo considerato il grado di finanziarizzazione delle economie sia aumentato in tutti i paesi considerati.

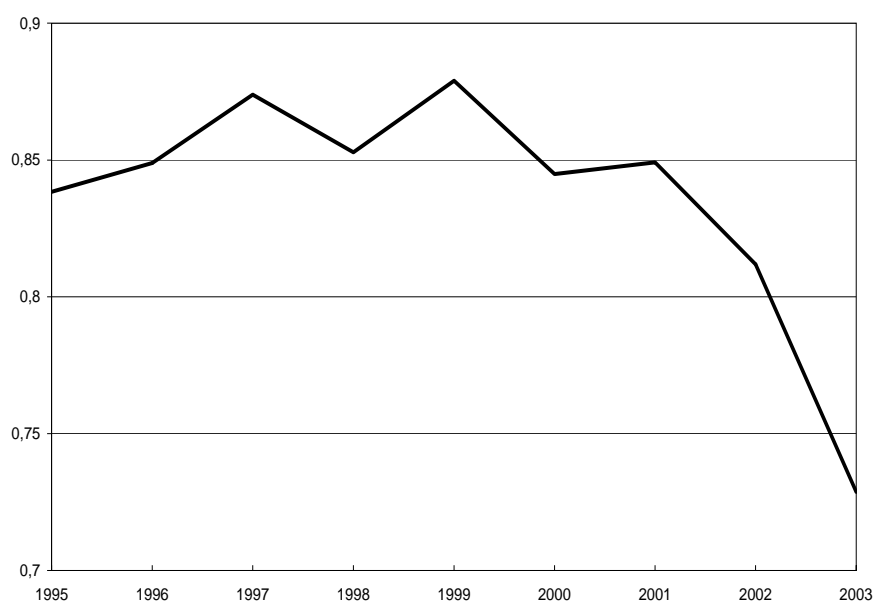
Al contrario, nel decennio analizzato la dispersione si è accresciuta notevolmente per quanto riguarda l'indicatore composito *banking*, facendo segnare al termine del periodo un valore all'incirca superiore della metà rispetto a quello iniziale (fig. 6). In questo caso, non solo non si avrebbe convergenza- $\sigma$ , ma si osserverebbe una effettiva divergenza delle strutture finanziarie nel peso relativo del sistema bancario nell'allocazione delle risorse. Tale andamento della dispersione è, a sua volta, riconducibile al fatto che in alcuni paesi con strutture *banking-oriented* (Germania e Danimarca) l'incidenza delle banche è rimasta essenzialmente invariata, mentre negli altri paesi essa si è generalmente ridotta (fanno eccezione Regno Unito e Olanda, i quali, partendo da livelli particolarmente contenuti hanno registrato un lieve incremento).

**Fig. 6**

**Serie storica della deviazione standard: 2° fattore**



L'evidenza empirica più netta a favore dell'esistenza di un processo di convergenza- $\sigma$  la fornisce l'analisi della serie storica della deviazione standard del terzo fattore latente, la quale mostra, nell'ultima parte del periodo, una significativa flessione, pari a circa il 20 per cento del livello riscontrato nella seconda metà degli anni novanta (fig. 7). Una riduzione delle distanze tra paesi rispetto a tale fattore era attesa, alla luce delle politiche di controllo del debito pubblico richieste per l'adesione all'area dell'euro. Come sopra evidenziato dall'analisi grafica della dinamica della posizione dei paesi rispetto a tale asse fattoriale, alla convergenza hanno contribuito sia la riduzione del peso della finanza pubblica nei paesi a debito elevato sia il contemporaneo incremento nei paesi che si collocavano all'estremità inferiore della distribuzione.

**Fig. 7****Serie storica della deviazione standard: 3° fattore**

## 7.2 Convergenza- $\beta$

Le stime econometriche indirizzate all'analisi della convergenza- $\beta$  sono state ottenute applicando lo stimatore che, al momento, è ritenuto più appropriato per *panel* dinamici che, come nel caso considerato, presentano un elevato grado di persistenza, ossia lo stimatore *GMM system*, come implementato nel pacchetto Stata dalla routine XTABOND2 di David Roodman<sup>4</sup>.

Le stime sono riportate nella tavola 9, separatamente per gli indicatori sintetici individuati. Le stime sono condotte assumendo effetti individuali differenti per ciascun paese, caso assimilabile a un'analisi di convergenza condizionale<sup>5</sup>. In un secondo tempo si sottopone a test l'ipotesi che gli effetti individuali siano nulli, che è assimilabile a una verifica dell'ipotesi di convergenza assoluta.

Pur in assenza di un modello teorico formale di riferimento da cui scaturiscano chiare predizioni sulle determinanti del livello di equilibrio di lungo periodo delle variabili considerate, una valutazione statistica della tendenza delle serie a convergere verso uno solo o una molteplicità di livelli di *steady state* appare comunque in grado di arricchire, sia pure in termini descrittivi, la conoscenza empirica del fenomeno.

Indicando con  $y$  la variabile dipendente, il modello sottoposto a stima è il seguente

$$y_{it} = (1 + \beta)y_{it-1} + \delta_i + u_{it}$$

dove  $u_{it}$  è un *white-noise* incorrelato nel tempo e *cross-section*.

In un primo stadio le stime sono state condotte ponendo pari a 1 l'ordine minimo di ritardo utilizzato dalla procedura nel costruire le variabili strumentali su cui poggia la stima. Tale situazione è ottimale per il caso in cui le variabili esplicative siano strettamente esogene o predeterminate e non siano affette da errori di misura. Al fine di ottenere stime consistenti anche in presenza di errori di misura di tipo rumore bianco, la procedura è stata ripetuta ponendo pari a 2 l'ordine minimo di

<sup>4</sup> David Roodman, Center for Global Development, Washington, DC. E-mail: droodman@cgdev.org.

<sup>5</sup> Essendo già le variabili di partenza rapportate alla media di ciascun anno non sono stati inseriti nel modello effetti temporali.

sfasamento temporale degli strumenti, come indicato da Bond *et al.* (2001). In tutti i casi le inferenze sono basate su stime robuste degli errori standard.

Le stime sono state condotte sulle variabili non trasformate, che sono, per costruzione, assimilabili a scarti percentuali dalla media, e sulla base di dati annuali<sup>6</sup>. Il coefficiente di regressione misura la variazione, in punti percentuali, a uno shock pari a 1 punto percentuale nel periodo iniziale. Valori negativi di  $\beta$  indicano convergenza *within*, ossia indipendenza dalle condizioni iniziali e, in questo caso, il valore assoluto del coefficiente misura la frazione di aggiustamento effettuato in un anno. Valori nulli o positivi di  $\beta$  indicano assenza di convergenza, ossia permanenza dell'effetto degli shock transitori sul livello di lungo periodo della variabile.

Per quanto riguarda l'indicatore di *financial deepening*, i risultati indicano la presenza di convergenza- $\beta$ , sia pure con tempi di riequilibrio molto lunghi (circa il 2 per cento dello shock passato viene riassorbito in un anno; tav. 9). Il livello di significatività appare insufficiente nel caso di strumenti con lag minimo pari a 1, mentre raggiunge le soglie convenzionali nel caso in cui l'ordine di ritardo è posto pari a 2. Il test F di uguaglianza a zero degli effetti paese non consente di rifiutare l'ipotesi nulla, avvalorando l'ipotesi di convergenza assoluta. I test diagnostici (test di sovraindentificazione di Hansen sulla bontà degli strumenti e test di Arellano-Bond di autocorrelazione seriale) non evidenziano problemi nella specificazione dinamica del modello.

Venendo al secondo fattore (*banking*), analogamente a quanto riscontrato per l'analisi della convergenza- $\sigma$ , i risultati si capovolgono, indicando in entrambi i casi assenza di convergenza. L'incremento progressivo della dispersione osservato per tale variabile potrebbe quindi, almeno in parte, riflettere l'accumularsi di disturbi locali che non vengono riassorbiti nel tempo e che, cumulandosi, allontanano progressivamente le traiettorie seguite dai singoli paesi. Anche in questo caso i test diagnostici non suscitano problemi.

<sup>6</sup> Negli studi empirici che hanno applicato la metodologia *panel* all'analisi della convergenza del reddito pro capite è comune considerare medie pluriennali dei tassi di crescita, con l'obiettivo di ridurre l'influenza delle oscillazioni cicliche sui risultati dell'analisi. Nel caso considerato tale procedura avrebbe condotto a una riduzione eccessiva delle osservazioni utilizzabili nella stima. Va comunque rilevato che, avendo centrato gli indicatori grezzi sulle medie annuali *cross-section* prima di condurre l'analisi FAMA, gli indicatori compositi risultano depurati dell'effetto di eventuali oscillazioni cicliche comuni ai paesi considerati, ad esempio derivanti da fluttuazioni sincrone dei prezzi delle attività finanziarie.

Tav. 9

**Convergenza- $\beta$ : i risultati delle regressioni *panel***  
*(tra parentesi i livelli di significatività dei test)*

Coefficienti e statistiche	Variabile dipendente			
	Primo fattore	Secondo fattore	Terzo fattore	Terzo fattore (*)
Ordine di ritardo minimo strumenti = 1				
Costante	0,0156 (0,396)	-0,0135 (0,275)	0,0888 (0,004)	0,0743 (0,019)
Beta	-0,020 (0,115)	0,0195 (0,206)	-0,1049 (0,007)	-0,0955 (0,053)
Osservazioni	104	104	104	88
Test F effetti paese	2,48 (0,141)	1,60 (0,230)	7,40 (0,019)	3,74 (0,082)
Test di Hansen	10,57 (1,000)	10,49 (1,000)	11,81 (1,000)	6,92 (1,000)
Test z AR(1) residui	-2,19 (0,028)	-2,19 (0,028)	-2,03 (0,043)	-1,94 (0,052)
Test z AR(2) residui	-1,55 (0,122)	-1,25 (0,210)	-0,86 (0,392)	-1,04 (0,299)
Ordine di ritardo minimo strumenti = 2				
Costante	0,0155 (0,266)	-0,0095 (0,486)	0,0655 (0,012)	0,0638 (0,043)
Beta	-0,0203 (0,037)	0,0138 (0,308)	-0,0774 (0,009)	-0,0805 (0,057)
Osservazioni	104	104	104	88
Test F effetti paese	4,35 (0,059)	1,04 (0,328)	6,87 (0,022)	3,60 (0,087)
Test di Hansen	11,83 (0,992)	9,21 (0,999)	8,64 (0,999)	10,31 (0,997)
Test AR(1) residui	-2,24 (0,025)	-2,17 (0,030)	-1,92 (0,055)	-1,83 0,067
Test AR(2) residui	-2,53 (0,126)	-1,25 (0,210)	-0,88 (0,379)	-1,05 0,292

(\*) Sono esclusi Belgio e Italia.

Il terzo e ultimo fattore, mostrando anche in questo caso un parallelismo rispetto a quanto evidenziato dallo studio della convergenza- $\sigma$ , rappresenta la variabile che mostra in maniera più netta la proprietà di *mean reversion*, anche quando si controlla per la presenza di errori di misurazione o altri shock transitori non osservabili (il risultato appare quindi robusto relativamente al problema della *Galton's fallacy*). La percentuale di correzione del disequilibrio è sensibilmente più elevata rispetto al caso del primo fattore, risultando pari all'8-10 per cento circa.

Allo stesso tempo viene però rifiutata l'ipotesi che gli effetti paese siano nulli: si avrebbe cioè convergenza condizionata, ma non assoluta. Dato che l'analisi grafica aveva evidenziato nel Belgio e nell'Italia due potenziali *outliers* rispetto all'indicatore considerato, le stime sono state ripetute escludendo i due paesi dal campione. I risultati, esposti nell'ultima colonna della tavola 9, mostrano come in questo caso non sia possibile rifiutare, al livello di significatività del 5 per cento, l'ipotesi nulla di convergenza assoluta. Ad eccezione di Italia e Belgio, nel lungo periodo i paesi europei considerati mostrerebbero quindi la tendenza a convergere verso un medesimo livello di equilibrio dell'indicatore di incidenza della finanza pubblica.

## 8. Conclusioni

Il presente lavoro si è posto l'obiettivo di fornire, alla luce degli sviluppi che hanno accompagnato l'istituzione della UME, una valutazione quantitativa dell'esistenza o meno di una convergenza delle strutture finanziarie dei paesi europei.

L'approccio statistico utilizzato per misurare le differenze tra sistemi finanziari nazionali ha seguito un'impostazione di tipo *bottom up*. A partire da una selezione ampia di indicatori mutuati dalla letteratura empirica, sono stati ottenuti, mediante la tecnica di analisi multidimensionale FAMA, indicatori compositi, in grado di riassumere similarità e divergenze esistenti tra i sistemi nazionali, nonché di fornire un quadro dell'evoluzione temporale del fenomeno lungo un numero contenuto di dimensioni.

L'analisi FAMA ha portato all'individuazione di tre variabili latenti, in grado di spiegare, nel complesso, circa il 70 per cento della dispersione delle strutture finanziarie tra i paesi. Sulla base delle correlazioni di tali variabili con gli indicatori di partenza, è stato possibile interpretare il primo asse fattoriale come un indicatore del grado di *financial deepening*, sostenuto principalmente dallo sviluppo dei mercati mobiliari e degli intermediari non bancari. Il secondo indicatore sintetico può essere, invece, visto come un indice, a parità di dimensione assoluta del sistema finanziario, del peso relativo degli intermediari bancari. Il terzo indicatore sintetico, infine, può essere letto come una misura dell'influenza della finanza pubblica sulla struttura finanziaria.

L'analisi delle traiettorie temporali degli indicatori compositi consente di fornire una valutazione statistica dell'esistenza o meno di convergenza.

Le tecniche utilizzate hanno attinto all'apparato metodologico sviluppato nello studio della crescita economica e della convergenza dei livelli di sviluppo.

Sono state studiate le proprietà di *path dependence* del processo, mediante tecniche *panel* di analisi della convergenza- $\beta$ , e l'esistenza o meno di una tendenza della dispersione delle variabili tra paesi a ridursi nel tempo (convergenza- $\sigma$ ).

I risultati confermano l'ipotesi di convergenza, rispetto a entrambe le tipologie considerate, per gli indicatori di *financial deepening* e di peso della finanza pubblica, con una velocità di aggiustamento al livello di stato stazionario sensibilmente più elevata per il secondo. Per l'indicatore di importanza relativa del sistema bancario si riscontra, al contrario, assenza di convergenza- $\beta$  e un incremento progressivo della dispersione *cross-section* (divergenza- $\sigma$ ).

Per quanto attiene alla convergenza- $\beta$ , i risultati indicano la presenza di convergenza di tipo assoluto per il primo fattore; a una conclusione analoga si giunge anche per il terzo fattore, laddove si escludano dal campione i due paesi con debiti pubblici storicamente elevati. Pur in presenza di una dispersione abbastanza accentuata del livello di *financial deepening* tra i paesi analizzati, le evidenze empiriche non appaiono, quindi, in contrasto con l'esistenza di un livello di *steady state* comune a tutti i sistemi finanziari considerati.

Tali risultati, inoltre, appaiono robusti rispetto alla presenza di errori di misurazione e di altri shock di natura transitoria nel livello di partenza delle variabili.

In generale, sia pure con le limitazioni derivanti dall'avere analizzato un arco temporale circoscritto a un decennio, l'ipotesi di un avvicinamento progressivo delle strutture finanziarie dei paesi UE, se si eccettua il settore bancario, che mostra tuttora caratteristiche di dipendenza dalle condizioni di partenza, non appare in contrasto con le evidenze empiriche raccolte.

## APPENDICE

## Tav. A1

## Principali statistiche descrittive per gli indicatori selezionati

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Media</b>									
FINAS	7,028	7,399	7,873	8,325	9,473	9,575	9,603	9,272	9,696
LOMFI	1,016	1,034	1,055	1,067	1,144	1,170	1,208	1,237	1,256
FIN	0,294	0,286	0,278	0,267	0,252	0,247	0,254	0,263	0,262
INTOPEN	0,159	0,167	0,183	0,191	0,216	0,240	0,248	0,248	0,253
CAPEX	0,583	0,698	0,765	0,962	1,130	0,957	0,809	0,616	0,676
TURNOVER	0,577	0,617	0,667	0,783	0,703	0,861	0,881	0,939	0,889
BONDNFC	0,106	0,113	0,113	0,117	0,118	0,128	0,141	0,148	0,145
HOUSDEP	0,399	0,371	0,346	0,325	0,304	0,301	0,314	0,335	0,327
HOUSSHAR	0,153	0,179	0,199	0,214	0,234	0,221	0,194	0,161	0,169
HOUSBOND	0,100	0,095	0,085	0,075	0,065	0,067	0,071	0,075	0,072
HOUSINS	0,224	0,229	0,235	0,244	0,247	0,258	0,271	0,282	0,285
HOUSFUND	0,061	0,070	0,084	0,092	0,103	0,104	0,100	0,090	0,092
HOUSDEB	0,850	0,871	0,906	0,947	1,027	1,050	1,080	1,112	1,149
DEBGG	0,131	0,126	0,114	0,106	0,089	0,084	0,082	0,086	0,082
<b>Deviazione standard</b>									
INAS	1,954	2,182	2,306	2,293	2,575	2,514	2,557	2,344	2,473
LOMFI	0,259	0,272	0,287	0,275	0,299	0,320	0,335	0,337	0,347
FIN	0,064	0,063	0,061	0,063	0,067	0,065	0,061	0,059	0,056
INTOPEN	0,053	0,051	0,050	0,044	0,050	0,054	0,056	0,056	0,060
CAPEX	0,319	0,392	0,416	0,517	0,777	0,626	0,417	0,338	0,343
TURNOVER	0,262	0,309	0,355	0,412	0,374	0,456	0,484	0,531	0,402
BONDNFC	0,070	0,068	0,071	0,081	0,092	0,102	0,094	0,095	0,087
HOUSDEP	0,154	0,125	0,123	0,116	0,117	0,114	0,107	0,098	0,093
HOUSSHAR	0,073	0,077	0,078	0,091	0,109	0,098	0,087	0,087	0,095
HOUSBOND	0,095	0,096	0,090	0,076	0,065	0,067	0,071	0,074	0,068
HOUSINS	0,153	0,153	0,151	0,156	0,155	0,147	0,148	0,146	0,146
HOUSFUND	0,031	0,034	0,041	0,048	0,046	0,041	0,038	0,035	0,034
HOUSDEB	0,400	0,425	0,446	0,459	0,495	0,524	0,536	0,554	0,549
DEBGG	0,050	0,051	0,049	0,045	0,037	0,035	0,037	0,037	0,034
<b>Coefficiente di variazione</b>									
FINAS	0,278	0,295	0,293	0,276	0,272	0,263	0,266	0,253	0,255
LOMFI	0,255	0,263	0,272	0,258	0,261	0,274	0,278	0,272	0,277
FIN	0,216	0,218	0,218	0,236	0,265	0,264	0,239	0,224	0,215
INTOPEN	0,335	0,307	0,272	0,232	0,232	0,225	0,228	0,228	0,238
CAPEX	0,547	0,561	0,544	0,538	0,688	0,655	0,515	0,548	0,507
TURNOVER	0,454	0,501	0,532	0,526	0,532	0,530	0,549	0,565	0,452
BONDNFC	0,660	0,605	0,625	0,687	0,781	0,796	0,666	0,641	0,602
HOUSDEP	0,385	0,336	0,356	0,358	0,386	0,378	0,341	0,294	0,285
HOUSSHAR	0,480	0,428	0,393	0,427	0,464	0,442	0,447	0,539	0,565
HOUSBOND	0,953	1,013	1,064	1,014	1,010	0,992	1,003	0,980	0,935
HOUSINS	0,684	0,669	0,643	0,640	0,629	0,570	0,545	0,516	0,511
HOUSFUND	0,507	0,488	0,486	0,526	0,445	0,390	0,374	0,383	0,372
HOUSDEB	0,471	0,488	0,493	0,485	0,483	0,499	0,496	0,498	0,478
DEBGG	0,382	0,407	0,425	0,422	0,417	0,419	0,451	0,427	0,414

### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Arellano, M. e S. Bond (1991), *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*, in "The Review of Economic Studies", vol. 90, pp. 277-297.
- Arellano, M. e O. Bover (1995), *Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models*, in "Journal of Econometrics", vol. 68, pp. 29-52.
- Barro, R.J. (1991), *Economic Growth in Cross-section of Countries*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 106, pp. 407-443.
- Bartiloro, L., De Bonis, R., Generale, A. e I. Longhi (2006), *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, Banca d'Italia, in questo volume.
- Bartiloro, L. e R. De Bonis (2005), *The Financial Systems of European Countries: Theoretical Issues and Empirical Evidence*, in "Irving Fisher Committee Bulletin", n. 21, maggio.
- Baumol, W.J. (1986), *Productivity Growth, Convergence and Welfare: What the Long-run Data Show*, in "American Economic Review", vol. 76, pp. 1072-1085.
- Bianco, M., Gerali, A. e R. Massaro (1997), *Financial System across Developed Economies: Convergence or Path Dependence?*, in "Research in Economics", vol. 51, pp. 303-331.
- Blum, D., Federmaier, K., Fink, G. e P. Haiss (2002), *The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence*, Research Institute for European Affairs, University of Economics and Business Administration, Vienna, IEF Working Papers, n. 43.
- Blundell, R. e S.R. Bond (1998), *Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models*, in "Journal of Econometrics", vol. 87, pp. 115-143.
- Bond, S.R., Hoeffler, A. e J. Temple (2001), *GMM Estimation of Empirical Growth Models*, CEPR, Discussion Papers, n. 3048.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. e R. Levine (1999), *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank, dattiloscritto.

- Caselli, F., Esquivel, G. e F. Lefort (1996), *Reopening the Convergence Debate: A New Look at Cross-country Growth Empirics*, in "Journal of Economic Growth", vol. 1, 363-389.
- Castelnuovo, R.A. (2005), *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari. Alcune proposte metodologiche*, Ente Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 60.
- Davis, P.E. (1998), *Pension Fund Reform and European Financial Markets*, Financial Markets Group, London School of Economics, Special Paper n. 107.
- De Bondt, G.J. (1998), *Financial Structure: Theories and Stylized Facts for Six EU Countries*, in "De Economist", vol. 146, pp. 271-301.
- Demirgüç-Kunt, A. e R. Levine (2000), *Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons*, World Bank, Policy Research Working Papers, n. 2143.
- Fachin, S., Shea, D.G. e M. Vichi (2002), *Exploring 3D Datasets: A Factorial Matrices Analysis of the US Industry in the 1980s*, in "Applied Economics", vol. 34, pp. 295-304.
- Fase, M.M.G. e P.J.G. Vlaar (1998), *International Convergence of Capital Market Interest Rates*, in "De Economist", vol. 146, pp. 257-269.
- Friedman, M. (1992), *Do Old Fallacies Ever Die?*, in "Journal of Economic Literature", vol. 30, pp. 2129-2132.
- Geroski, P.A. (1999), *The Growth of Firms in Theory and Practice*, CEPR, Discussion Papers, n. 2092.
- Goldberg, L.G., Lothian, J.R. e J. Okunev (2003), *Has International Financial Integration Increased?*, in "Open Economies Review", vol. 14, pp. 299-317.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.
- Hartman, P., Maddaloni, A. e S. Manganelli (2003), *The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives*, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 19, pp. 180-213.
- Islam, N. (1995), *Growth Empirics: A Panel Data Approach*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 110, pp. 1127-1170.

- \_\_\_\_\_ (2003), *What Have We Learned from the Convergence Debate?*, in "Journal of Economic Surveys", vol. 17, pp. 309-362.
- Knight, M., Loyaza, N. e D. Villanueva (1993), *Testing for Neoclassical Theory of Economic Growth*, in "IMF Staff Papers", vol. 40, pp. 512-541.
- Mankiw, G.N., Romer, D. e D.N. Weil (1992), *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 107, pp. 407-437.
- Quah, D. (1993), *Galton's Fallacy and Tests of the Convergence Hypothesis*, in "Scandinavian Journal of Economics", vol. 95, pp. 427-443.
- Rizzi, A. e M. Vichi (1995), *Three-way Data Set Analysis*, in A. Rizzi (a cura di) *Some Relations Between Matrices and Structures of Multidimensional Data Analysis*. CNR Applied Mathematics Monographs, Giardini, Pisa, 93-166.
- Schmidt, R.H., Hachetal, E. e M. Tyrell (2001), *The Convergence of Financial Systems in Europe*, J.W. Goethe Universität, Frankfurt Am Mein, Working Papers: Finance and Accounts, n. 75.
- Tassinari, G. e M. Vichi (1994), *La dinamica economica dei paesi avanzati negli anni ottanta: riflessioni sulle traiettorie risultanti dall'analisi di matrici a tre vie*", in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", vol. 53, pp. 101-133.
- Temple, J. (1999), *The New Growth Evidence*, in "Journal of Economic Literature", vol. 37, pp. 112-156.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI V. DI GIACINTO E L. ESPOSITO

*Alberto Zazzaro\**

1. Storicamente, anche concentrando lo sguardo sui soli paesi sviluppati, i sistemi finanziari si sono caratterizzati per le loro profonde diversità negli assetti normativi e regolamentari, nelle strutture istituzionali, nella diffusione degli strumenti finanziari e delle forme di finanziamento, nei meccanismi di governo delle imprese. Tuttavia, la crescente globalizzazione dei mercati, la perfetta mobilità dei capitali ormai raggiunta e la deregolamentazione che ha investito i mercati e gli intermediari finanziari hanno spinto molti osservatori ad avanzare l'ipotesi che queste diversità siano destinate nei prossimi anni a ridursi notevolmente e che l'architettura dei sistemi finanziari tenderà a convergere verso un modello unico. Da qui, una serie recente di studi<sup>1</sup> si sono posti l'obiettivo di valutare se questo processo di convergenza dei sistemi finanziari si sia effettivamente messo in moto e in che misura esso sia stato realizzato.

Nel complesso, si può dire che dall'evidenza fin qui disponibile non è emersa una forte indicazione favorevole all'ipotesi di convergenza. Così, ad esempio, riprendendo alcuni dati riportati in Allen *et al.* (2004) per il periodo 1995-2003 (lo stesso analizzato nel lavoro di Di Giacinto ed Esposito), nei paesi dell'area dell'euro e in Giappone, dove i sistemi finanziari sono stati storicamente dominati dalle banche, l'importanza dei prestiti bancari al settore privato è andato aumentando nel tempo, mentre negli Stati Uniti i mercati di borsa hanno guadagnato altro terreno a scapito delle banche (vedi fig. 1).

Questa letteratura, per quanto offra indicazioni di notevole interesse, soffre, però, di alcuni limiti fondamentali: (i) essa si è mantenuta a un livello sostanzialmente descrittivo, senza tentare una verifica statistico-econometrica approfondita; (ii) si basa su una troppo ampia e semplicistica contrapposizione tra sistemi finanziari *bank-based* e *market-based*; (iii) non fa riferimento a una teoria della struttura e dell'evoluzione dei sistemi

---

\* Dipartimento di Economia, Università Politecnica delle Marche.

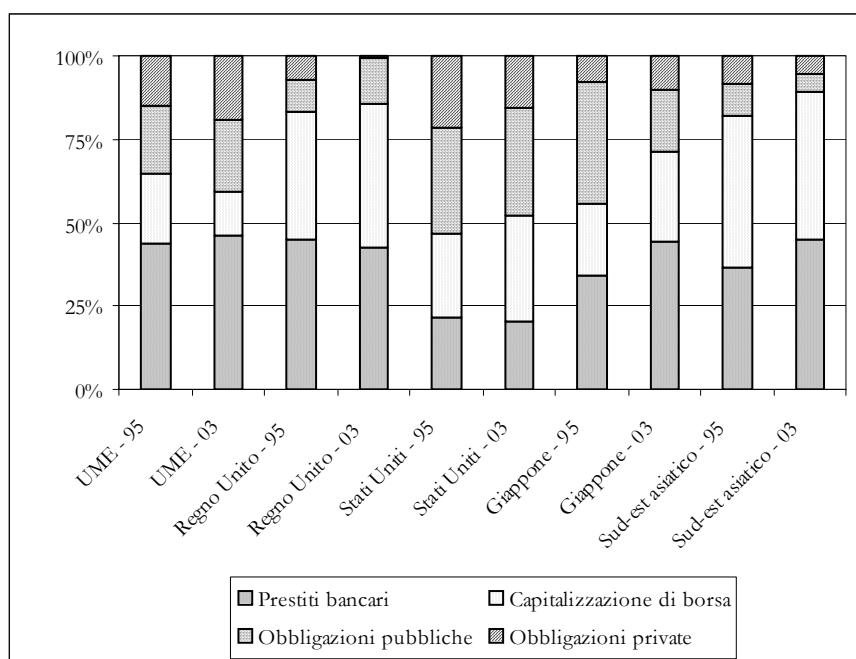
<sup>1</sup> Alcuni sono puntualmente richiamati e commentati da Di Giacinto ed Esposito; altri sono contenuti in questo volume. Per una rassegna più ampia, si può vedere Castelnuovo (2005).

finanziari, che è certo ancora da sviluppare in maniera completa e rigorosa, ma per la quale in questi anni sono stati comunque offerti diversi contributi importanti<sup>2</sup>; (iv) non chiarisce a quale modello i sistemi finanziari dovrebbero convergere e se si tratta di una convergenza condizionale o assoluta.

Il lavoro di Di Giacinto ed Esposito (da qui in avanti DGE) è diretto a colmare la lacuna (i), ma non affronta i punti (ii)-(iv). La scelta di seguire un approccio a-teorico alla convergenza dei sistemi finanziari si riflette, però, sulla strategia di indagine seguita dagli autori, sugli indicatori impiegati e sull'interpretazione dei risultati ottenuti.

**Fig. 1**

**La composizione dei mercati finanziari in Europa, Stati Uniti e Asia**



<sup>2</sup> Mi riferisco in particolare ai contributi di Boot e Thakor (1996); Allen e Gale (2000); Baliga e Polak (2004); Merton e Bodie (2004); Monnet e Quintin (2005).

2. DGE si propongono di valutare la convergenza delle strutture finanziarie di 13 paesi dell'Unione europea tra il 1995 e il 2003. A questo fine, gli autori adottano un approccio a due stadi. In una prima fase, a partire da 14 indicatori di base – relativi alla dimensione del sistema finanziario nel suo complesso, a quella del sistema bancario, dei mercati azionari e obbligazionari, alla diffusione dei diversi strumenti finanziari nei portafogli delle famiglie, al peso della finanza pubblica – costruiscono con le tecniche dell'analisi multidimensionale delle matrici fattoriali e delle componenti principali tre indicatori compositi. Dato il contributo dei singoli indicatori di base agli assi fattoriali, in termini di varianza spiegata e di correlazione con le variabili latenti, i tre indicatori sono interpretati rispettivamente come misure dello sviluppo del sistema finanziario, dello sviluppo del sistema bancario e del peso della finanza pubblica.

**Tav. 1****I risultati dell'analisi di convergenza di Di Giacinto ed Esposito**

	Sviluppo finanziario	Sviluppo bancario	Finanza pubblica
Convergenza- $\sigma$	Sì (ma solo a partire dalla seconda metà degli anni novanta)	No (divergenza)	Sì
Convergenza- $\beta$	Sì (assoluta, ma molto lenta)	No	Sì (condizionata)

Nella seconda fase, gli autori cercano di valutare il processo di convergenza delle strutture finanziarie applicando ai tre indicatori compositi costruiti in precedenza le tradizionali metodologie di convergenza- $\beta$  (utilizzando lo stimatore *system GMM*) e convergenza- $\sigma$  introdotte nella letteratura sulla crescita economica<sup>3</sup>. La tavola 1 sintetizza i risultati cui giungono DGE, che, in linea con la letteratura, evidenziano una

<sup>3</sup> A mia conoscenza, il solo altro lavoro che impiega queste metodologie per valutare la convergenza dei sistemi finanziari è Bartiloro e De Bonis (2005). A differenza di Di Giacinto ed Esposito, però, Bartiloro e De Bonis stimano un modello a effetti fissi considerando come variabile dipendente solo la dimensione complessiva del sistema finanziario (il rapporto tra le attività finanziarie detenute dai residenti e il PIL).

tendenza molto debole alla convergenza delle strutture finanziarie e essenzialmente limitata al peso che assume la finanza pubblica.

**3.** L'analisi condotta dagli autori, per quanto sviluppata in maniera formalmente rigorosa e con le metodologie disponibili più appropriate, solleva però alcune perplessità. Anzitutto, la scelta di utilizzare come variabili endogene gli indicatori compositi al posto degli indicatori di base introduce un elemento di opacità nella lettura dei risultati. Sebbene sia indubbio che i sistemi finanziari abbiano molteplici dimensioni e che la loro convergenza non sia un fenomeno misurabile dall'andamento di un unico indicatore, è altrettanto indubbio che l'analisi fattoriale impone al ricercatore di interpretare, con ampi margini di soggettività, il significato delle variabili latenti. Così, per fare solo un esempio, il grado di apertura internazionale del sistema finanziario (indicato nel lavoro con INTOPEN), considerato dagli autori un indicatore importante del grado di sviluppo complessivo del sistema finanziario, pesa più nel terzo fattore (quello della finanza pubblica) che nel primo, e lo stesso vale per il totale delle attività finanziarie sul PIL (FINAS). È ovvio che una diversa interpretazione delle variabili latenti modificherebbe radicalmente le conclusioni del lavoro. Ma oltre alle incertezze interpretative, vi sono anche le difficoltà a identificare in maniera rigorosa quali sono i fattori che hanno guidato, rallentato o impedito il processo di convergenza. A questo scopo, la strada alternativa di misurare la convergenza dei singoli indicatori di base avrebbe sì tolto sinteticità all'analisi, ma avrebbe forse reso più evidenti le dimensioni lungo le quali nel corso dell'ultimo decennio i sistemi finanziari europei sono divenuti tra loro più o meno simili.

In secondo luogo, nell'analisi di regressione non sono inserite variabili di controllo per fattori strutturali specifici come, ad esempio, le forme di regolamentazione, il grado di tutela dei risparmiatori, la struttura dimensionale e settoriale del sistema produttivo, condizionando il processo di convergenza alla sola presenza di dummy paese. Anche in questo caso ci troviamo di fronte a un atteggiamento agnostico da parte degli autori, che non tentano una valutazione dei fattori che potrebbero aver contribuito a individuare diversi "equilibri" nel disegno dei sistemi finanziari.

In terzo luogo, gli indicatori di base impiegati nell'analisi da DGE, che dovrebbero rappresentare i pilastri fondamentali che compongono l'architettura di un sistema finanziario, misurano il peso che le grandi tipologie dei tradizionali strumenti finanziari (azioni, titoli obbligazionari pubblici e privati, prestiti bancari, quote dei fondi comuni e prodotti assicurativi) hanno nel finanziamento delle imprese e nel portafoglio delle

famiglie. Sono, invece, assenti indicatori relativi all'importanza dei mercati a termine, alla diffusione degli strumenti derivati, alle attività bancarie meno tradizionali (*investment banking*) e al peso degli intermediari non bancari (*venture capital*; fondi chiusi). Così come mancano indicatori sulla qualità degli strumenti finanziari, sulla struttura proprietaria dei diversi intermediari e sulla loro operatività sui mercati finanziari, sulla competitività dei mercati, sulle forme di regolamentazione e di tutela del risparmio, tutti elementi che caratterizzano un sistema finanziario e lo distinguono dagli altri.

**4.** A ben riflettere, i limiti dell'analisi di Di Giacinto ed Esposito sono comuni a gran parte della letteratura sulla convergenza dei sistemi finanziari e discendono dalla mancanza di un riferimento esplicito a una teoria della struttura finanziaria e della sua evoluzione.

Leggendo il lavoro, appare evidente che gli autori si rifanno alla consueta distinzione tra sistemi *bank-based* e sistemi *market-based*. Tuttavia, non ci si sofferma mai a definire quali sono i fattori che distinguono i due sistemi o, meglio, ci si limita a classificarli sulla base della prevalenza del finanziamento intermediato rispetto a quello diretto sul mercato. Tuttavia, come i contributi di Colin Mayer (1988; 1990) hanno ben chiarito, il peso delle fonti di finanziamento delle imprese non rappresenta un criterio di distinzione adeguato per i sistemi finanziari, in quanto l'autofinanziamento e il credito bancario sono ovunque le fonti principali dei flussi di finanziamento dell'attività produttiva. In letteratura sono stati suggeriti diversi altri criteri di classificazione dei sistemi finanziari, come il grado di concentrazione della proprietà delle imprese e la prevalenza del credito a breve termine (Mayer, 1990); la prevalenza del *relational lending* sul *transactional lending* (Aoki, 2001); l'esistenza o meno di restrizioni all'attività bancaria (Berglof, 1990); il grado di commerciabilità dei titoli emessi dalle imprese (Rybczynsky, 1997). L'adozione di uno o più di questi criteri avrebbe naturalmente suggerito l'impiego di alcuni indicatori di base piuttosto che di altri e avrebbe permesso di valutare immediatamente la presenza di convergenza sulla base del loro andamento nel tempo.

La mancanza di una ipotesi sull'evoluzione dei sistemi finanziari è, invece, responsabile della scelta degli autori di non condizionare il loro modello di convergenza a variabili strutturali specifiche. Nella letteratura è possibile distinguere le spiegazioni esogene dello sviluppo dei sistemi finanziari da quelle endogene. Per le prime, l'architettura finanziaria di un

paese dipende dalle regole che sono prevalse in certi fondamentali momenti storici (tipicamente, la soluzione di una crisi) e che attraverso fenomeni di *path-dependence* si sono lentamente adattate ai cambiamenti istituzionali e tecnologici (Baliga e Polak, 2004; Monnet e Quintin, 2005). Per le teorie endogene, invece, le istituzioni e gli strumenti finanziari che prevalgono in un paese in un certo momento sono funzionali ad alcuni elementi propri del sistema economico e finanziario, come il livello di sviluppo raggiunto, la struttura dimensionale delle imprese e la loro reputazione (Boot e Thakor, 1996; Rybczynski, 1997), le tecnologie prevalenti e il tipo di carenze informative da superare (Allen, 1993; Allen e Gale, 2000), il tipo di imperfezioni che affliggono i mercati finanziari (Merton e Bodie, 2004). Ancora una volta, il riferimento a una teoria dei sistemi finanziari avrebbe consentito di individuare una serie di variabili che condizionerebbero il processo di convergenza.

Infine, la mancanza di un riferimento a una teoria dell'architettura dei sistemi finanziari rende più complessa l'interpretazione del risultato di bassa convergenza cui giungono gli autori. Convergenza a cosa, verrebbe da dire. Ancora una volta le risposte possibili sono due. O si immagina che i mercati finanziari debbano tendere alla completezza nel senso di Arrow-Debreu, nel qual caso la non significatività del coefficiente di *mean reversion* e l'aumento della dispersione degli indicatori impiegati non può che stare a indicare assenza di convergenza nei sistemi finanziari. Oppure, seguendo l'approccio funzionale di Merton e Bodie (2004), si ipotizza che i sistemi finanziari e la loro architettura siano una risposta proprio alla ineliminabile incompletezza dei mercati e alle inefficienze che ne deriverebbero. In questo caso, a meno di ipotizzare una identica e immutabile incompletezza dei mercati tra paesi, le strutture dei sistemi finanziari non possono che essere tra loro differenti, se non in senso quantitativo (il peso delle banche *versus* i mercati), certamente in senso qualitativo (cosa fanno le banche, quali innovazioni introducono e in che modo operano da complemento ai mercati). In questo caso esisterebbe un livello fisiologico, e non necessariamente stabile nel tempo, di variabilità delle strutture finanziarie e la non significatività del coefficiente di *mean reversion* potrebbe anche indicare che la convergenza nei sistemi finanziari è già stata raggiunta.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Allen, F. (1993), *Stock Markets and Resource Allocation*, in C. Mayer e X. Vives (a cura di), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 81-108.
- Allen, F., Chui, M.K.F. e A. Maddaloni (2004), *Financial Systems in Europe, the USA, and Asia*, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 20, n. 4, pp. 490-508.
- Allen, F. e D. Gale, (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Aoki, M. (2001), *Towards a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Baliga, S. e B. Polak (2004), *The Emergence and Persistence of the Anglo-Saxon and German Financial Systems*, in "Review of Financial Studies", vol. 17, n. 1, 129-163.
- Bartiloro, L. e R. De Bonis (2005), *The Financial Systems of European Countries: Theoretical Issues and Empirical Evidence*, Irving Fisher Committee Bulletin, n. 21, pp. 80-98.
- Berglof, E. (1990), *Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems*", in M. Aoki, B. Gustafsson e O.E. Williamson (a cura di), *The Firm as a Nexus of Treaties*, Londra, Sage Publications.
- Boot, A.W.A. e A.V. Thakor (1996), *Financial System Architecture*, in "Review of Financial Studies", vol. 10, n. 3, pp. 693-733.
- Castelnuovo, R.A. (2005), *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari. Alcune proposte metodologiche*", Ente per gli Studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", Quaderni di ricerche, n. 60, Roma.
- Mayer, C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, in "European Economic Review", vol. 32, pp. 1167-88.
- (1990), *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development*, in R.G. Hubbard (a cura di.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago, Chicago University Press.

- Merton, R.C. e Z. Bodie (2004), *The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure*, NBER Working Paper, n. 10620.
- Monnet, C. e E. Quintin (2005), *Why Do Financial Systems Differ?*, ECB Working Paper, n. 442.
- Rybczynski, T.M. (1997), *A New Look at the Evolution of the Financial System*, in J. Revell (a cura di), *The Recent Evolution of Financial Systems*, Londra, Macmillan.

## INTERVENTO CONCLUSIVO

*Luigi Federico Signorini\**

Non posso neppure provare a fare il riassunto finale di un insieme di sessioni che è stato – come avete visto – così ricco di contenuti e di stimoli. Alla fine di giornate tanto impegnative, mi consentirete di adottare un tono più leggero, per chiudere il convegno prima di tutto con qualche doveroso ringraziamento, e poi con qualche idea per il futuro.

Tutti si attenderanno che io voglia rivolgere un ringraziamento formale, come si usa, a Carlo Muscariello e Alessandra Piccinini per la loro attività nell'organizzazione di questa conferenza. Ma lasciatemi dire che sarebbe un ringraziamento superfluo. Molti dei presenti avranno già partecipato ad altri convegni organizzati da Muscariello e Piccinini, e sanno dunque che la loro presenza è una garanzia che le cose andranno perfettamente lisce; che ogni aspetto dell'organizzazione – dalla distribuzione degli inviti alla scelta dei vini per la cena – sarà impeccabile. Chi non ne aveva una precedente esperienza l'ha avuta in questi due giorni. Questa volta è mancato solo un giro sulla ruota gigante di Perugia: ma mi è stato detto che l'organizzazione non era stata in grado di garantire il numero preciso di posti necessari sulle gondole. Nulla, come vedete, è lasciato al caso! L'assenza di ogni intoppo è il segno del lavoro che è stato fatto per la conferenza, e che tutti abbiamo avuto modo di apprezzare.

La persona che più di tutti devo ringraziare è Riccardo De Bonis. Riccardo ha avuto l'idea di questo convegno, ci ha creduto, l'ha portata avanti: ha raccolto i lavori che si erano già fatti e si stavano facendo nel Servizio Studi, ne ha promossi altri, nel Servizio e fuori. Nello strutturare il convegno, Riccardo ha creduto utile attenersi a un formato che utilizziamo da un po' di tempo, come anche Salvatore Rossi ha ricordato nella sua introduzione. È un formato che si adatta bene a progetti di ricerca complessi e organici che, oltre a inserirsi nella nostra tradizione analitica, hanno un diretto collegamento con le nostre responsabilità istituzionali. Dopo aver lavorato a un progetto con le nostre forze, viene il momento di offrire i risultati ottenuti alla condivisione, alla critica, al controllo della comunità accademica, degli operatori, delle istituzioni. Il formato naturale sembra essere quello di una serie di presentazioni da parte di persone che

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi, Capo della Direzione per l'Informazione e l'Elaborazione Statistica.

hanno partecipato al progetto, seguite da discussioni esterne. È, in un certo senso, il nostro modo di interpretare l'*accountability* della funzione di ricerca svolta nella Banca centrale. Ma è anche un modo di procedere che produce, dal nostro punto di vista, ottimi risultati: sempre che si scelgano bene gli interlocutori. Sotto questo profilo, questo convegno mi è sembrato particolarmente soddisfacente, per l'elevata qualità dei partecipanti e dei contributi da loro offerti. È stato per noi motivo di orgoglio vedere come molti dei commentatori più autorevoli e degli esperti più qualificati nei vari campi affrontati abbiano avuto piacere di venire da noi a discutere i risultati del progetto.

Non si può d'altra parte non menzionare il fatto che tra i partecipanti interni ci sono le persone che si sono succedute negli ultimi anni nel difficile e pesante compito della compilazione dei conti finanziari italiani: da Grazia Marchese a Riccardo Massaro, da Valter Di Giacinto a Gabriele Semeraro. Manca oggi Franco Cotula, che Riccardo aveva naturalmente cercato, per motivi personali<sup>1</sup>. Grazie anche a tutti loro. E non ho bisogno di dire che il mio ringraziamento è esteso a tutti quelli che hanno partecipato e hanno contribuito al dibattito. Almeno per noi, è stato un convegno molto ricco e interessante.

La bellezza dei conti finanziari è che consentono di parlare di tutto: per meglio dire, obbligano a prendere in considerazione in modo organico e simultaneo tutti gli aspetti della struttura finanziaria dell'economia. Ogni elemento deve essere studiato in relazione a tutto il resto. Questa caratteristica impone una disciplina alla ricerca: un punto che è stato sottolineato negli interventi di molti dei *discussants*. Il valore aggiunto che i conti finanziari offrono è che avanzare ipotesi o compiere analisi nel loro contesto statistico e istituzionale costringe a prendere in considerazione l'aspetto di interesse non separatamente, ma nell'ambito delle compatibilità contabili che sono il fondamento concettuale della struttura dei conti. All'ampiezza dei temi si aggiunge la varietà degli strumenti metodologici. Questo convegno, nella diversità dei contributi offerti dall'una e dall'altra parte del tavolo, ha mostrato come la costruzione dei conti necessiti del concorso di uno spettro molto ampio di metodologie statistiche: dagli standard della statistica ufficiale all'analisi microeconometrica. I conti finanziari sono dunque un punto d'incontro di metodologie, oltre che di temi.

---

<sup>1</sup> Ma sono lieto di ricordare che diversi lavori della versione scritta degli atti della conferenza ringraziano Franco per i suoi commenti, fondamentali per la comprensione dei problemi affrontati e delle scelte compiute nella difficile fase iniziale della compilazione dei conti finanziari.

Riccardo De Bonis, tra le tante cose, era stato così cortese da trovare anche il tempo per suggerirmi qualche metafora calcistica per queste poche e leggere parole conclusive: la necessità di giocare in tanti campionati, europeo, italiano, internazionale... Ma queste cose riescono molto meglio a lui che a me. Metafore o no, quello che si voleva ricordare è che il convegno è stato il modo per presentare una parte del lavoro compiuto in questi anni, un lavoro analitico che ha convissuto, alimentandolo ed essendone a sua volta alimentato, con l'immenso lavoro metodologico per la costruzione dei conti secondo i nuovi standard europei del SEC95. Questo è stato il campionato europeo a cui la Banca d'Italia ha partecipato contemporaneamente a tutti gli impegni italiani: un campionato alla cui organizzazione, dirlo mi pare doveroso nei confronti dei colleghi, abbiamo dato un contributo credo non piccolo, non poco significativo, seppure con forze quantitativamente modeste. All'intenso contributo metodologico nel quadro delle istituzioni europee andrebbe aggiunto quello offerto in sede OCSE e in altre ancora; non è qui il caso di ripercorrere l'elenco. Basti ripetere il concetto fondamentale: che abbiamo sempre considerato essenziale coniugare il lavoro di analisi, la ricerca metodologica e l'attività di compilazione nelle stesse unità organizzative e nelle stesse persone.

Quale sia stato il valore di questo convegno, ognuno dei partecipanti lo giudicherà dal proprio punto di vista. Per noi, l'obiettivo consisteva in quel passaggio di confronto e verifica al termine di un progetto a cui ho accennato poco fa. Questo obiettivo è stato conseguito pienamente. Dal convegno sono emerse tra l'altro varie indicazioni e proposte delle quali ci ripromettiamo di tenere conto. Ci sono indicazioni concrete per il lavoro futuro; certe coincidono con programmi di lavoro che già avevamo; altre suggeriscono strade nuove. Tra i tanti suggerimenti offerti, merita citarne uno che è stato avanzato da molti degli intervenuti: l'utilità di disporre di un'evidenza separata per le azioni quotate. Ma ci sono altre cose che abbiamo in mente di fare, e che non starò a ripetere in dettaglio in questa sede.

Un'altra questione che è emersa in più occasioni è quella del rapporto tra le analisi micro e le analisi macro. Su questo abbiamo intenzione di approfondire l'analisi; ci stiamo già lavorando, come avrete visto dal lavoro sulla stima della ricchezza delle famiglie. Quest'ultimo lavoro è una tappa di un progetto più complessivo: quello di ricostruire un quadro integrato, credibile, stabile della ricchezza delle famiglie. Pensiamo di poterlo fare appunto integrando le informazioni disponibili da indagini

microeconomiche con quelle disponibili a livello macro. Spero che riusciremo a presentare almeno una fase di questo lavoro in una prossima occasione simile a questa.

Quanto ai conti finanziari, se ci sarà sufficiente interesse, non intendiamo fermarci a questo convegno. Crediamo che valga la pena continuare a confrontarci – e non soltanto per l’ottima scelta dei vini nella cena. Ma contiamo di allargare la potenziale partecipazione; di giocare anche una partita europea. Questo convegno ha avuto una connotazione nazionale, il che ci ha consentito di concentrarci su una serie di questioni per le quali la prospettiva nazionale era rilevante, non solo per la dimensione nazionale della ricostruzione che veniva presentata, ma anche per la natura degli stessi problemi che si discutevano. Una scelta, io credo, giusta. Ma è evidente che l’interesse per i temi che abbiamo discusso, sia per alcuni *issues* metodologici, sia per certi problemi di sostanza che hanno una valenza che trascende i confini nazionali, sia più vasto. Se ripeteremo questa esperienza forse proveremo una forma diversa: aperta a contributi in ambito europeo e internazionale.

Spero vivamente che abbiate trovato proficua la discussione. Se per i partecipanti lo è stata anche solo la metà di quello che è stata per me, lo credo un buon successo.

Grazie ancora a tutti e buon ritorno.