

**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 rischiosità?
- 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  $FIR = (PF_{SF} + PFS_{nf}) / RR$ , dove  $PF_{SF}$  sono le passività finanziarie del settore finanziario e  $PFS_{nf}$  sono le passività dei rimanenti settori istituzionali. Il rapporto di intermediazione finanziaria è definito come  $FIN = PF_{SF} / (PF_{SF} + PFS_{nf})$ ; risolvendo per le passività finanziarie del settore finanziario e sostituendo nella formula del FIR, si avrà  $FIR = [PFS_{nf} / (1 - FIN)] / RR$ .

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 rischiosità 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 rischiosità; 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.

## 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) <sub>t</sub>	(I)	AF <sub>t-1</sub> /RR <sub>t</sub>	FIR <sub>t</sub>
						(a)	(b)	(c)	[(a)+(b)](c)		
<b>Italia</b>											
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
<b>Francia</b>											
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
<b>Germania</b>											
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
<b>Regno Unito</b>											
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
<b>Stati Uniti</b>											
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
<b>Giappone</b>											
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
<b>Italia</b>				
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
<b>Francia</b>				
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
<b>Germania</b>				
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
<b>Spagna</b>				
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
<b>Regno Unito</b>				
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
<b>Stati Uniti</b>				
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
<b>Giappone</b>				
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**

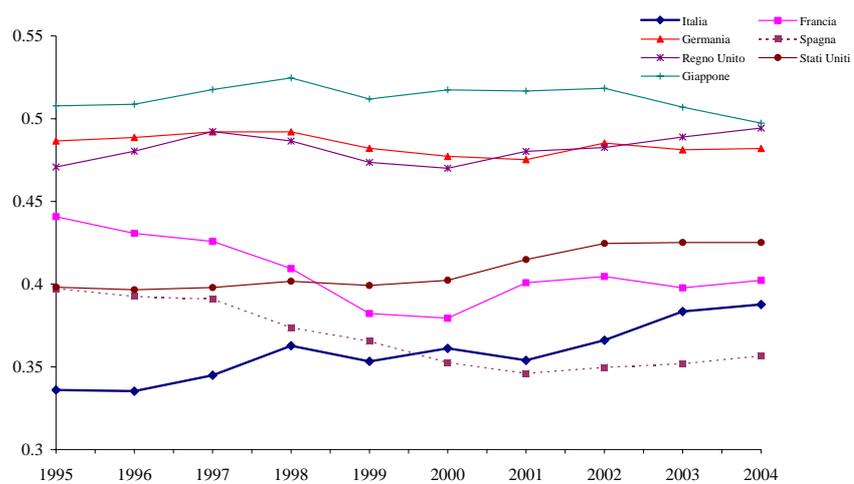
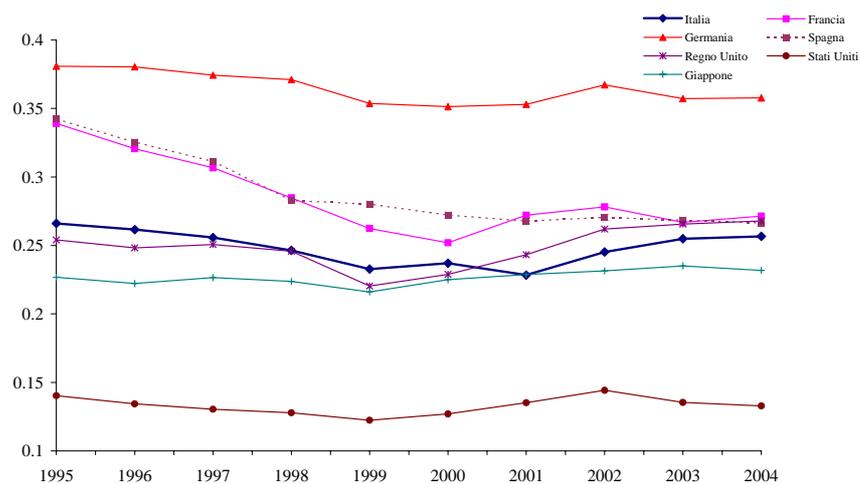


Fig. 2

**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:	Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione	Altre attività <sup>1</sup>
				fondi comuni		
<b>Italia</b>						
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
<b>Francia</b>						
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
<b>Germania</b>						
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
<b>Spagna</b>						
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
<b>Regno Unito</b>						
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
<b>Stati Uniti</b>						
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
<b>Giappone</b>						
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		Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione	Altre attività <sup>1</sup>
				di cui: fondi comuni		
<b>Italia</b>						
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
<b>Francia</b>						
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
<b>Germania</b>						
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
<b>Spagna</b>						
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
<b>Regno Unito</b>						
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
<b>Stati Uniti</b>						
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
<b>Giappone</b>						
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	Autofinanziamento	Emissione di titoli	Emissione di azioni	Flusso di prestiti	Altre passività	Residuo statistico	Per memoria: Autofinanziamento/Investimenti
<b>Italia</b>							
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
<b>Francia</b>							
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
<b>Germania</b>							
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
<b>Spagna</b>							
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
<b>Regno Unito</b>							
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
<b>Stati Uniti</b>							
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
<b>Giappone</b>							
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	Autofinanziam- 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

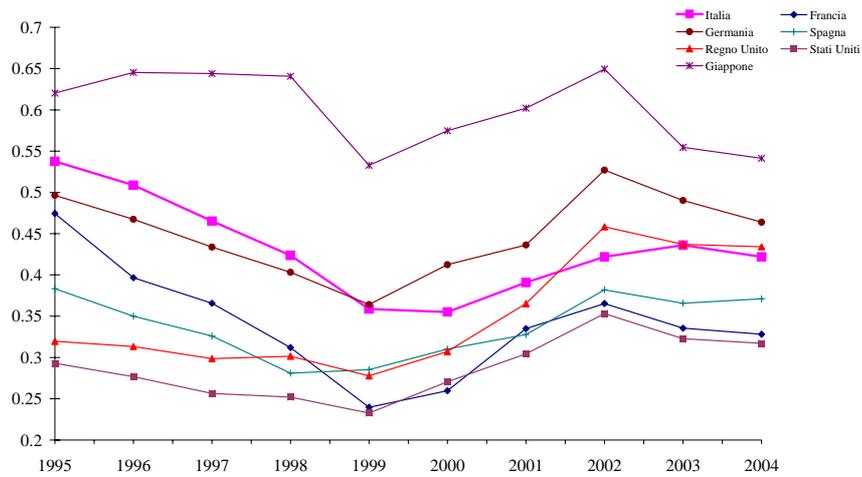
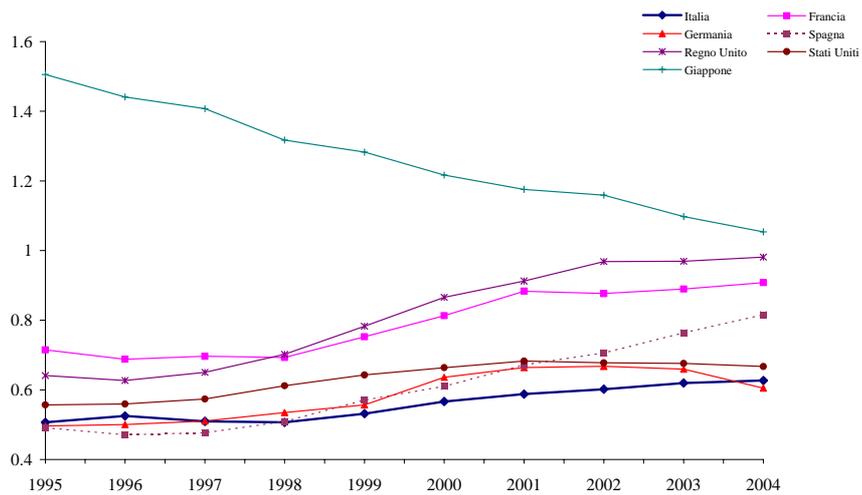


Fig. 4

## 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>
<b>Italia</b>				
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
<b>Francia</b>				
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
<b>Germania</b>				
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
<b>Spagna</b>				
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
<b>Regno Unito</b>				
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
<b>Stati Uniti</b>				
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
<b>Giappone</b>				
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. Nardozi (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 della 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 composti 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, *F*actorial *M*atrices *A*nalysis) 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, *FA*ctorial *MA*trices *A*nalysis; 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.

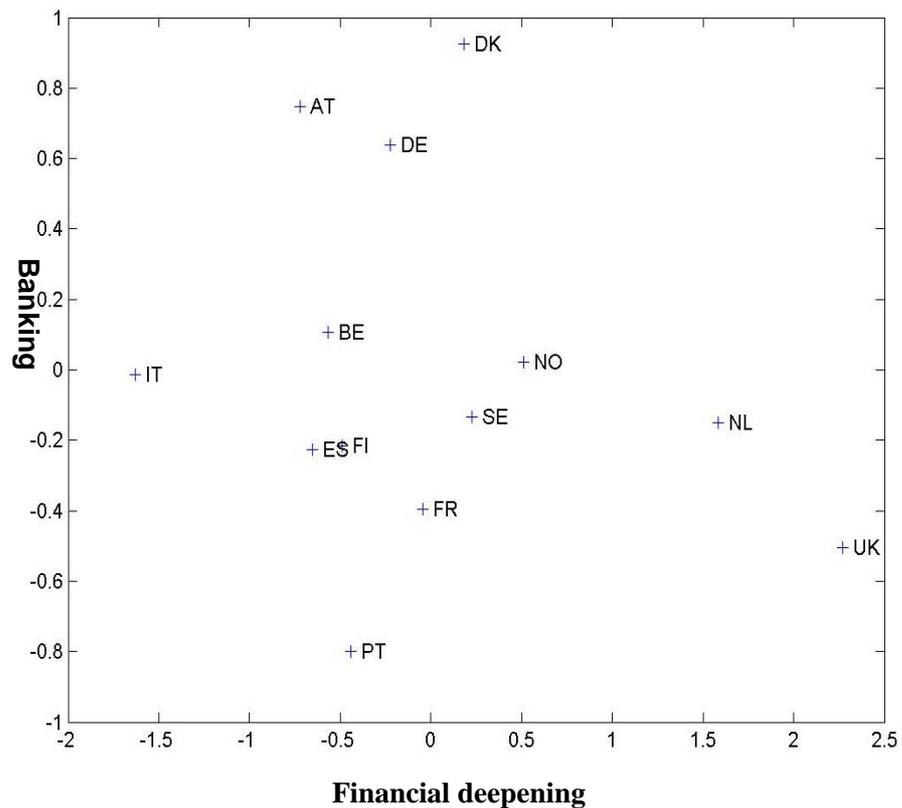
Nel 1995 i valori più elevati rispetto al primo asse fattoriale (*financial deepening*) si osservano per Regno Unito e Paesi Bassi, mentre Germania, Austria e Danimarca mostrano i livelli più elevati rispetto al secondo asse (*banking*; fig. 1). Italia e Portogallo conseguono, rispettivamente, i valori 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.

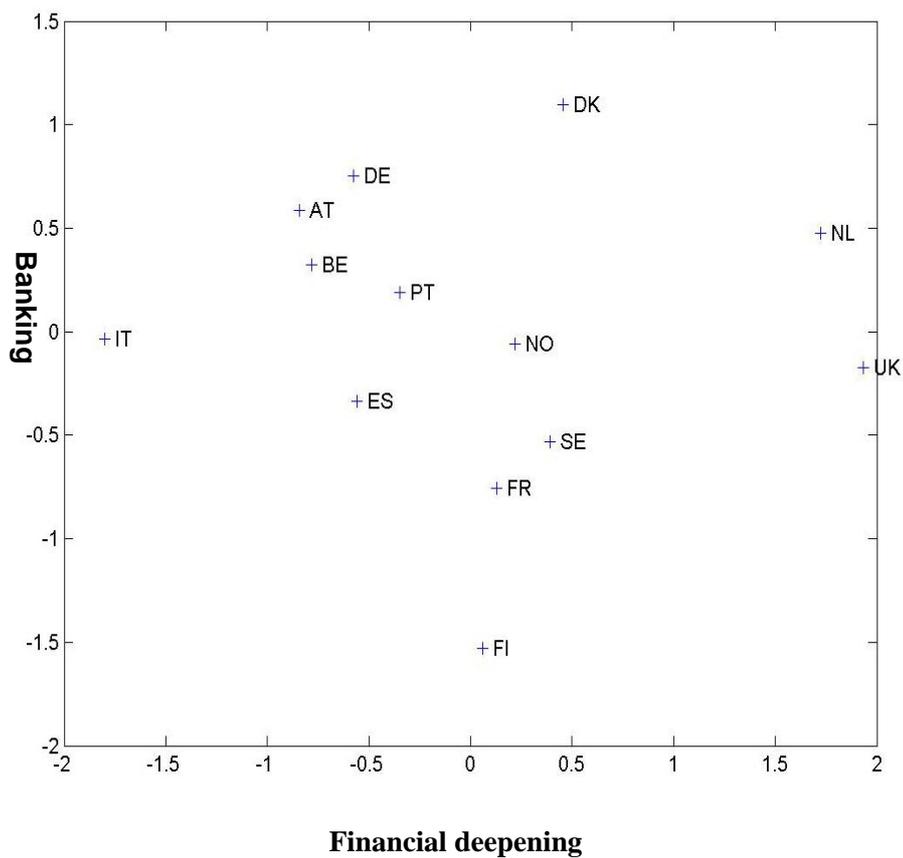
Nel 2003 il quadro presenta alcuni mutamenti significativi (fig. 2). Il Portogallo mostra un forte recupero rispetto all'indicatore di sviluppo bancario, mentre Germania, Austria e Danimarca mostrano un riavvicinamento rispetto ai valori prevalenti. Anche il Regno Unito si

**Fig. 1**

**Posizione dei 13 paesi rispetto ai primi 2 assi fattoriali: 1995**



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****Posizione dei 13 paesi rispetto ai primi 2 assi fattoriali: 2003**

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).

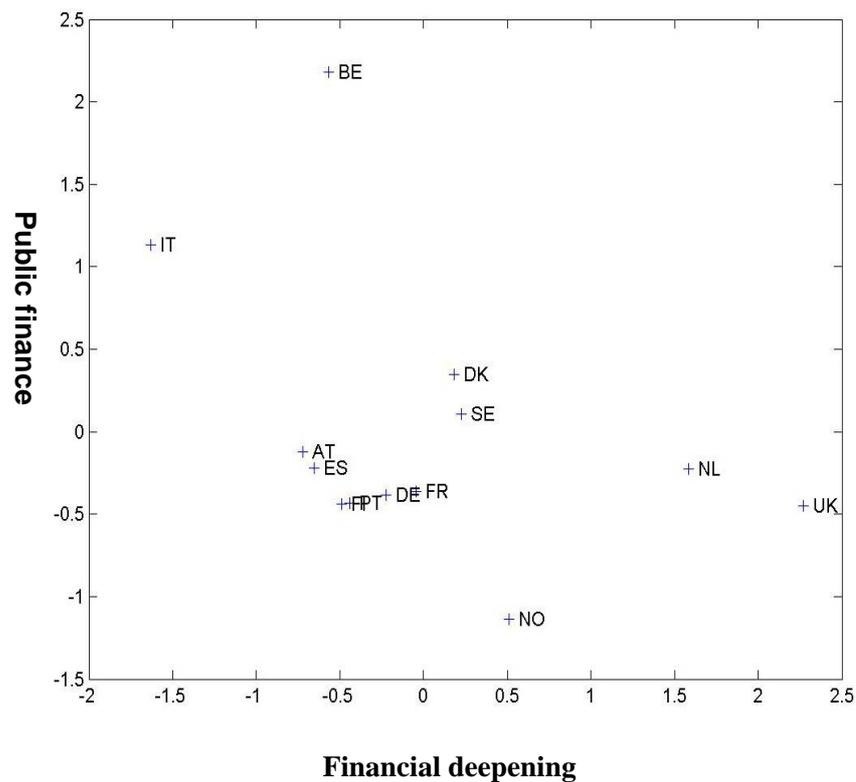
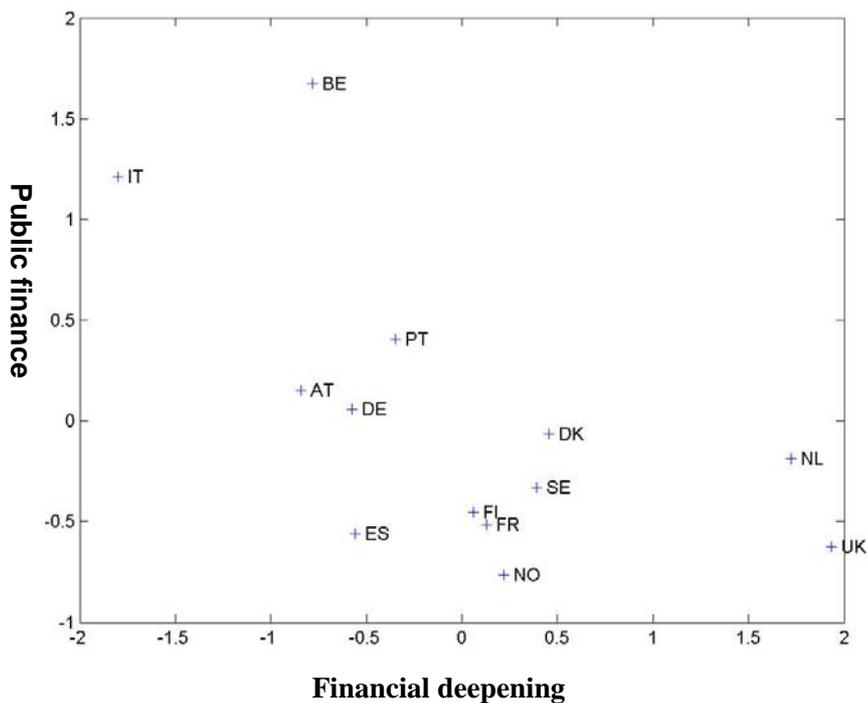
**Fig. 3****Posizione dei 13 paesi rispetto al primo e terzo asse fattoriale: 1995**

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- $\beta$ .

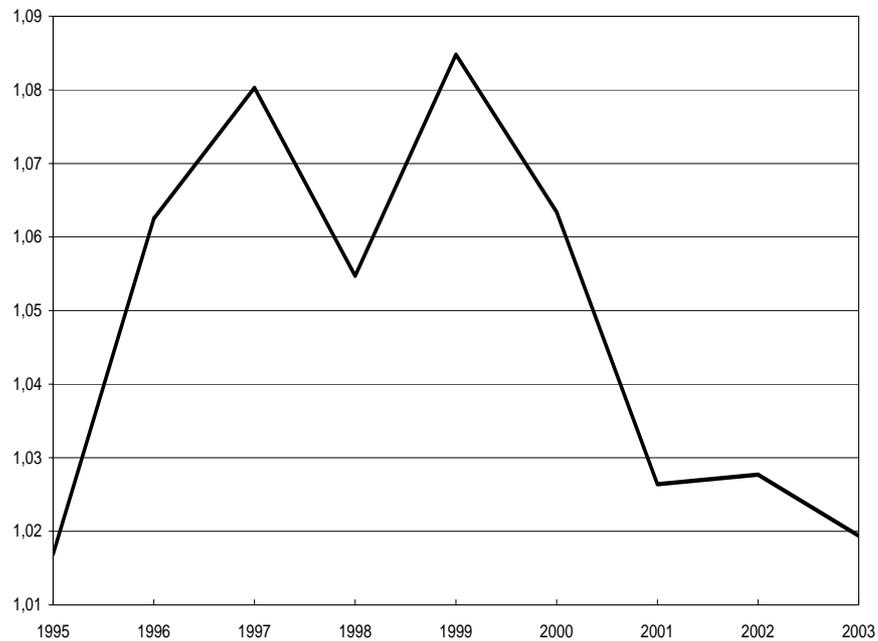
### 7.1 Convergenza- $\sigma$

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.

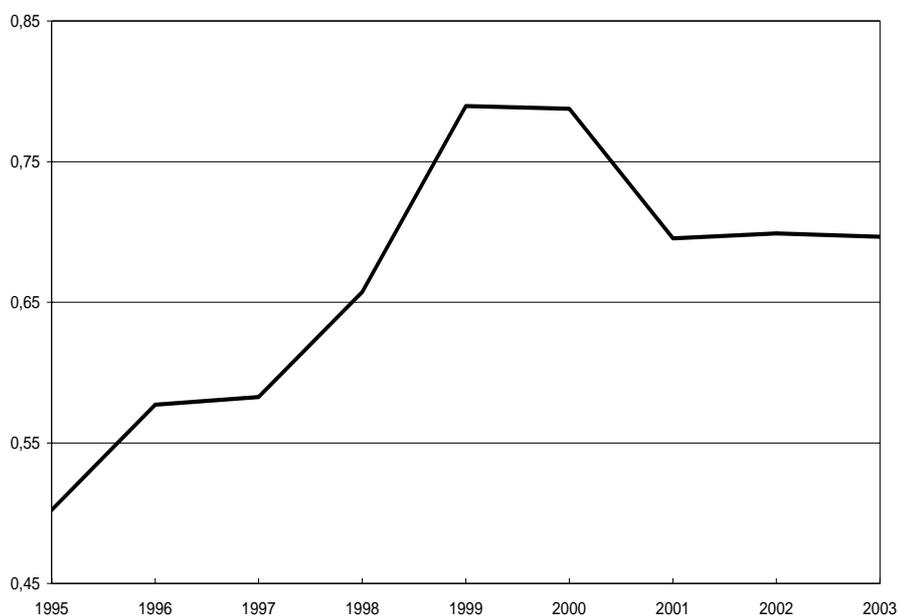
**Fig. 5**

**Serie storica della deviazione standard: 1° fattore**



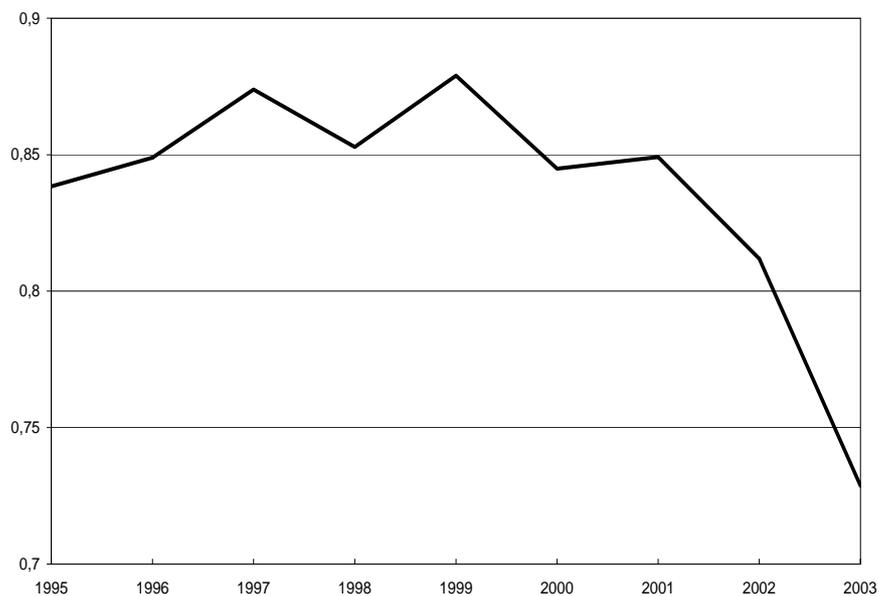
Tale andamento conferma le indicazioni di studi recenti (Bartiloro *et al.*, in questo volume), che mostrano come nel periodo considerato il grado di finanziarizzazione delle economie sia aumentato in tutti i paesi considerati.

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 sovraidentificazione 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 controlli 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'aver 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.

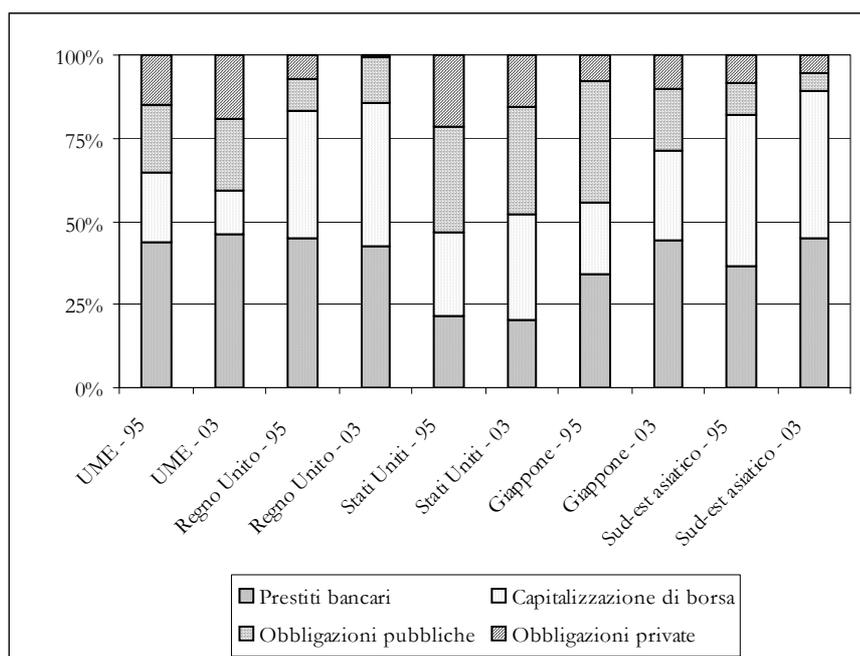
<sup>1</sup> Alcuni sono puntualmente richiamati e commentati da Di Giacinto ed Esposito; altri sono contenuti in questo volume. Per una rassegna più ampia, si può vedere Castelnuovo (2005).

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.