

**Sessione 2**

**I METODI**

Presidente: *Enrico Giovannini*

# I CONTI FINANZIARI DELL'ITALIA DAL 1950 A OGGI

*Riccardo Bonci e Massimo Coletta\**

## 1. Introduzione

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

Tav. 1

## La riclassificazione degli strumenti finanziari del settore "economia"

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2.2 *Le società finanziarie*

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

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

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

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

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

**Tav. 2****Aggregazioni per i conti finanziari delle assicurazioni**

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

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

## Tav. 3

## Banca centrale: dal bilancio al conto finanziario

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

Tav. 4

### Aggregazioni per i conti finanziari delle banche

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

### 2.3 La finanza pubblica

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

Tav. 5

## Conti finanziari delle Amministrazioni pubbliche

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

### 3.1 *I settori istituzionali*

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

#### 3.1.1 *Famiglie*

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3.1.3 Società finanziarie

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

#### 3.1.4 *Amministrazioni pubbliche*

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3.1.5 *Il resto del mondo*

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

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

---

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

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

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

### 3.1.6 *Le partite non classificabili*

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

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

## 3.2 *Gli strumenti finanziari*

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

finanziare l'investimento azionario.

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

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

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

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

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

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

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

#### *Biglietti e monete*

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

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

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

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

### *Depositi*

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

### *Prestiti*

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

---

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

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

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

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

### Titoli

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

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

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

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

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

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

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

### *Azioni e partecipazioni*

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

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

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

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

### *Quote di fondi comuni*

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

---

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

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

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

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

#### *Riserve tecniche*

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

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

---

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

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

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

#### *Crediti e debiti commerciali*

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

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

#### *Altre attività e passività*

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

---

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

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

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

#### **4. Conclusioni**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **TAVOLE STATISTICHE**

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1950

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie								
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	
Oro monetario e DSP	-	-	-	-	112	-	-	-	-	-	-	-	-
Biglietti e monete	698	-	418	-	58	1,165	53	-	-	-	-	0,5	-
Depositi	2,893	-	135	-	555	897	521	2,235	34	28	18	-	-
Titoli	917	-	7	214	317	-	678	-	12	202	55	-	-
Prestiti	-	177	48	1,960	1,160	84	1,564	236	685	201	90	65	-
Azioni e partecipazioni	725	-	827	1,950	1	0,3	20	47	0,1	30	10	40	-
Riserve tecniche	277	-	14	-	-	-	-	-	-	-	-	138	-
Altre attività e passività	145	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>5,655</b>	<b>177</b>	<b>1,449</b>	<b>4,124</b>	<b>2,203</b>	<b>2,146</b>	<b>2,835</b>	<b>2,518</b>	<b>732</b>	<b>461</b>	<b>174</b>	<b>243</b>	

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1951

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie								
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	
Oro monetario e DSP	-	-	-	-	113	-	-	-	-	-	-	-	-
Biglietti e monete	781	-	449	-	82	1,292	66	-	-	-	-	0,5	-
Depositi	3,082	-	462	-	767	972	691	2,689	52	31	26	-	-
Titoli	989	-	8	220	329	-	790	-	14	254	62	-	-
Prestiti	-	219	45	2,410	1,123	77	1,814	290	854	228	112	81	-
Azioni e partecipazioni	948	-	1,071	2,438	1	0,3	22	58	1	36	11	49	-
Riserve tecniche	365	-	17	-	-	-	-	-	-	-	-	170	-
Altre attività e passività	136	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>6,301</b>	<b>219</b>	<b>2,052</b>	<b>5,068</b>	<b>2,415</b>	<b>2,342</b>	<b>3,382</b>	<b>3,036</b>	<b>921</b>	<b>549</b>	<b>212</b>	<b>300</b>	

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1952

Consistenze in miliardi di lire

Settori istituzionali	Famiglie		Imprese		Società finanziarie								
					BI-UIC		Aziende di credito		Istituti di credito speciale		Imprese di assicurazione		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	
Oro monetario e DSP	-	-	-	-	169	-	-	-	-	-	-	-	-
Biglietti e monete	859	-	475	-	87	1,381	67	-	-	-	-	0,4	-
Depositi	3,514	-	862	-	735	1,230	842	3,336	50	40	25	-	-
Titoli	1,124	-	9	304	379	-	945	-	21	356	72	-	-
Prestiti	-	275	44	3,029	1,353	22	2,287	395	1,072	264	145	95	-
Azioni e partecipazioni	1,334	-	1,497	3,352	1	0,3	29	70	0,9	42	12	61	-
Riserve tecniche	441	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	204	-
Altre attività e passività	135	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>7,407</b>	<b>275</b>	<b>2,907</b>	<b>6,685</b>	<b>2,724</b>	<b>2,634</b>	<b>4,170</b>	<b>3,801</b>	<b>1,145</b>	<b>703</b>	<b>255</b>	<b>359</b>	

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

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1953

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1954

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1955

Consistenze in miliardi di lire

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

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

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

manca rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

manca rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

manca rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1956

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1957

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1958

Consistenze in miliardi di lire

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

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

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

Amministrazioni pubbliche								Resto del mondo		Partite non classificabili		Totale		Settori istituzionali	
Amministrazione centrale		Enti territoriali		Istituti di previdenza		Aziende autonome									
Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Strumenti finanziari	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	646	0	0	646	646	Oro monetario e DSP	
-	50	-	-	-	-	-	-	-	94	3	0	2,204	2,204	Biglietti e monete	
-	2,111	-	-	-	-	-	-	-	41	228	-565	0	12,707	12,707	Depositi
134	3,454	-	8	211	-	-	178	14	553	-107	0	6,352	6,352	Titoli	
1,836	1,555	-	1,306	-	-	-	295	766	482	1,214	0	13,474	13,474	Prestiti	
7	-	-	-	5	-	-	-	914	129	684	0	9,037	9,037	Azioni e partecipazioni	
-	-	-	-	-	717	-	-	-	-	0	0	1,242	1,242	Riserve tecniche	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	303	0	0	303	303	Altre attività e passività	
1,977	7,171	-	1,314	217	717	-	473	1,734	2,434	1,228	0	45,965	45,965	Totale	

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1959

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1960

Consistenze in miliardi di lire

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

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

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1961

Consistenze in miliardi di lire

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

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

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

## Attività e passività finanziarie dell'Italia nel 1962

Consistenze in miliardi di lire

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

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

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

mancata rilevazione dei depositi attivi delle aziende autonome.

**TAVOLE STATISTICHE**

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

## Tav. A1

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

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Crediti	Totale
								commerciali	
1950.....	698	2.893	917	725	-	277	145	-	5.655
1951.....	781	3.082	989	948	-	365	136	-	6.301
1952.....	859	3.514	1.124	1.334	-	441	135	-	7.407
1953.....	923	3.912	1.285	1.398	-	532	135	-	8.184
1954.....	995	4.169	1.558	1.934	-	630	134	-	9.421
1955.....	1.093	4.590	1.852	2.512	-	740	133	-	10.919
1956.....	1.193	5.168	2.074	2.625	-	873	292	-	12.225
1957.....	1.267	5.619	2.317	3.083	-	1.028	289	-	13.603
1958.....	1.390	6.139	2.606	3.445	-	1.190	303	-	15.072
1959.....	1.536	6.586	3.021	6.018	-	1.379	326	-	18.866
1960.....	1.695	6.984	3.605	7.784	-	1.529	379	-	21.977
1961.....	1.975	8.223	4.186	8.058	-	1.740	528	-	24.710
1962.....	2.283	9.544	4.476	7.462	-	1.981	893	-	26.638
1963.....	2.641	11.128	4.613	7.186	-	2.227	1.454	-	29.249
1964.....	2.849	12.223	4.875	5.022	-	2.549	1.746	-	29.264
1965.....	3.118	14.091	5.693	6.116	-	2.864	1.867	-	33.749
1966.....	3.458	16.197	7.106	6.782	-	3.295	2.123	-	38.961
1967.....	3.886	18.577	8.486	6.065	-	3.756	2.504	-	43.274
1968.....	4.075	21.358	9.880	6.155	-	4.235	3.065	-	48.768
1969.....	4.689	23.936	11.025	7.616	-	4.737	4.313	-	56.316
1970.....	5.108	27.894	11.787	6.586	-	5.247	4.814	-	61.436
1971.....	5.703	34.717	13.973	5.406	-	5.968	5.011	-	70.778
1972.....	6.934	40.865	16.521	6.027	-	6.654	5.869	-	82.870
1973.....	7.767	50.484	18.084	7.965	-	7.210	6.085	-	97.595
1974.....	8.727	63.266	15.566	4.852	-	8.261	6.615	-	107.287
1975.....	10.137	79.660	17.834	3.406	-	9.492	7.005	-	127.534
1976.....	11.505	96.942	20.021	2.946	-	11.045	7.085	-	149.544
1977.....	13.010	119.582	23.674	2.342	-	12.922	7.090	-	178.620
1978.....	15.254	143.951	32.330	11.651	-	14.901	7.082	-	225.169
1979.....	17.213	171.673	42.418	54.705	-	17.060	7.080	-	310.149
1980.....	19.454	197.027	58.109	97.393	-	20.140	8.685	-	400.808
1981.....	22.840	225.421	87.956	132.985	-	23.472	9.237	-	501.911
1982.....	25.281	271.550	109.493	165.848	-	27.669	2.590	1.226	602.432
1983.....	28.363	295.376	160.356	196.194	-	32.007	2.962	1.402	715.258
1984.....	31.166	338.158	214.960	213.183	6.900	92.090	3.528	1.753	899.984
1985.....	34.882	378.917	266.861	316.216	28.455	103.723	3.925	2.027	1.132.980
1986.....	37.362	419.841	310.658	482.495	75.813	117.679	4.151	2.184	1.447.998
1987.....	40.812	460.214	395.795	418.949	70.037	132.272	4.216	2.397	1.522.295
1988.....	44.170	517.217	506.815	452.599	62.438	150.636	4.723	2.879	1.738.598
1989.....	61.119	645.515	597.764	604.147	55.624	164.584	3.564	3.443	2.132.318
1990.....	62.846	733.870	691.558	577.978	52.112	187.463	3.970	3.849	2.309.797
1991.....	69.082	838.370	782.602	674.183	60.780	214.242	4.360	4.215	2.643.620
1992.....	77.487	928.367	838.620	592.105	66.571	242.647	4.807	4.688	2.750.607
1993.....	81.303	984.647	913.890	667.873	116.431	263.902	6.769	6.073	3.034.816
1994.....	87.075	991.529	982.484	683.029	136.963	293.082	6.573	6.528	3.180.736
1995.....	83.164	1.244.718	871.338	486.236	131.817	332.713	32.558	7.178	3.182.545
1996.....	84.690	1.291.127	1.014.167	498.036	206.543	370.181	36.623	7.209	3.501.368
1997.....	90.855	1.235.731	1.084.640	683.404	381.699	420.434	37.795	7.539	3.934.558
1998.....	97.404	1.180.660	1.006.146	890.465	721.883	476.757	38.480	8.079	4.411.795
1999.....	109.151	1.172.802	852.571	1.377.636	939.471	559.580	41.519	8.566	5.052.730
2000.....	115.075	1.199.428	986.978	1.495.295	890.220	638.105	39.501	8.035	5.364.602
2001.....	95.270	1.293.741	1.099.398	1.325.807	762.565	716.076	29.885	8.514	5.322.741
2002.....	92.668	1.349.774	1.220.775	1.260.876	646.624	798.622	31.199	10.259	5.400.538
2003.....	110.994	1.406.664	1.233.510	1.266.266	690.675	905.094	32.761	10.282	5.645.965
2004.....	129.223	1.465.266	1.358.504	1.478.354	664.656	1.011.228	33.590	10.306	6.140.820

## Tav. A2

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

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

## Tav. A3

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

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Crediti commerciali		Totale
1950.....	418	135	7	48	827	-	14	-	-	-	1.449
1951.....	449	462	8	45	1.071	-	17	-	-	-	2.052
1952.....	475	862	9	44	1.497	-	20	-	-	-	2.907
1953.....	491	1.185	10	44	1.567	-	24	-	-	-	3.322
1954.....	509	1.510	13	44	2.158	-	29	-	-	-	4.262
1955.....	536	1.790	15	44	2.794	-	34	-	-	-	5.214
1956.....	562	1.997	17	96	2.949	-	40	-	-	-	5.661
1957.....	573	2.264	19	95	3.454	-	46	-	-	-	6.451
1958.....	602	2.993	21	100	3.856	-	53	-	-	-	7.625
1959.....	638	4.228	24	107	6.696	-	60	-	-	-	11.753
1960.....	674	5.453	29	125	8.654	-	68	-	-	-	15.002
1961.....	750	6.233	34	174	8.984	-	79	-	-	-	16.254
1962.....	828	7.584	36	294	8.397	-	91	-	-	-	17.230
1963.....	907	8.249	156	503	7.832	-	100	55	-	-	17.802
1964.....	957	8.935	207	574	6.049	-	115	63	-	-	16.900
1965.....	1.027	10.528	250	898	7.878	-	140	70	-	-	20.791
1966.....	1.057	12.076	283	1.177	8.955	-	170	79	-	-	23.797
1967.....	1.107	13.665	324	1.188	8.157	-	210	88	-	-	24.739
1968.....	1.127	15.103	341	1.364	8.149	-	245	98	-	-	26.427
1969.....	1.207	16.622	342	1.688	9.738	-	278	111	-	-	29.986
1970.....	1.277	18.644	360	2.030	9.028	-	305	126	-	-	31.770
1971.....	1.337	19.933	360	2.371	8.342	-	368	135	-	-	32.846
1972.....	1.412	26.354	405	3.452	10.064	-	448	149	-	-	42.284
1973.....	1.682	28.003	669	3.336	13.411	-	533	657	-	-	48.291
1974.....	1.872	29.254	563	2.942	11.343	-	613	1.147	-	-	47.734
1975.....	2.167	33.804	475	2.939	11.924	-	703	1.529	-	-	53.541
1976.....	2.449	44.188	984	1.316	12.556	-	818	1.566	-	-	63.877
1977.....	2.770	48.839	1.853	2.265	11.115	-	980	1.548	-	-	69.370
1978.....	3.280	57.245	2.868	2.124	35.915	-	1.140	1.555	-	-	104.127
1979.....	3.788	71.569	5.170	5.306	18.451	-	1.360	1.676	-	-	107.320
1980.....	5.091	77.427	5.727	13.495	28.146	-	1.660	1.593	-	-	133.139
1981.....	5.999	85.117	8.106	12.817	39.549	-	2.071	260	-	-	153.919
1982.....	7.028	95.387	11.173	16.087	49.234	-	2.578	60.376	60.081	-	241.863
1983.....	7.893	115.796	14.925	17.849	59.137	-	3.048	69.028	68.699	-	287.677
1984.....	8.755	129.303	22.766	2.195	72.455	-	3.693	126.424	126.060	-	365.591
1985.....	8.848	140.093	29.987	7.331	91.217	-	4.403	138.311	137.917	-	420.190
1986.....	9.477	153.458	38.598	8.618	138.657	-	5.241	144.026	143.574	-	498.076
1987.....	10.345	160.733	50.694	7.782	129.424	-	6.134	161.066	160.514	-	526.178
1988.....	11.200	169.700	64.617	12.077	161.328	-	7.462	184.047	183.394	-	610.431
1989.....	6.288	84.479	52.287	11.554	179.163	373	5.628	215.165	214.908	-	554.938
1990.....	6.460	84.770	62.730	13.896	221.923	484	6.488	240.393	240.127	-	637.145
1991.....	7.106	87.975	72.437	19.954	255.983	481	7.388	259.944	259.933	-	711.267
1992.....	7.979	89.047	69.818	23.222	275.276	581	8.633	290.280	287.053	-	764.837
1993.....	8.371	97.798	69.524	32.462	321.944	679	9.433	362.852	358.483	-	903.063
1994.....	8.966	107.167	73.026	39.329	342.517	932	10.375	397.099	390.994	-	979.411
1995.....	14.446	177.521	60.256	22.416	339.117	9.455	22.588	503.187	430.815	-	1.148.987
1996.....	14.702	174.002	65.417	23.379	383.834	12.490	24.914	501.227	433.748	-	1.199.965
1997.....	15.774	188.160	70.131	30.669	480.517	19.132	26.343	523.842	454.308	-	1.354.568
1998.....	16.874	190.333	78.086	39.925	628.373	30.764	27.989	547.655	479.502	-	1.559.999
1999.....	18.956	196.000	88.489	42.489	964.710	30.526	29.510	589.578	521.263	-	1.960.259
2000.....	20.009	212.754	104.690	51.733	1.280.009	30.050	31.270	567.932	509.326	-	2.298.447
2001.....	16.529	208.275	105.594	55.951	1.122.896	29.434	32.586	582.558	531.781	-	2.153.824
2002.....	15.753	227.619	105.288	40.001	905.687	26.649	33.559	664.375	612.820	-	2.018.931
2003.....	18.960	245.355	97.392	48.789	1.003.132	26.353	34.775	663.782	613.416	-	2.138.540
2004.....	22.095	274.878	116.908	93.598	1.051.309	25.921	38.594	673.838	617.251	-	2.297.142

## Tav. A4

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

Anni	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Debiti commerciali		Totale
1950.....	214	1.960	1.950	-	-	-	-	4.124
1951.....	220	2.410	2.438	-	-	-	-	5.068
1952.....	304	3.029	3.352	-	-	-	-	6.685
1953.....	354	3.650	3.537	-	-	-	-	7.541
1954.....	393	4.323	4.708	-	-	-	-	9.424
1955.....	424	5.098	5.986	-	-	-	-	11.508
1956.....	499	5.959	6.286	-	-	-	-	12.744
1957.....	607	6.604	7.518	-	-	-	-	14.729
1958.....	835	7.164	8.406	-	-	-	-	16.405
1959.....	955	8.226	14.190	-	-	-	-	23.371
1960.....	1.214	9.905	18.118	-	-	-	-	29.237
1961.....	1.455	11.901	19.545	-	-	-	-	32.901
1962.....	1.720	14.589	18.168	-	-	-	-	34.478
1963.....	2.112	17.255	17.463	-	-	-	-	36.830
1964.....	2.663	18.353	13.402	-	-	-	-	34.418
1965.....	3.351	19.800	16.845	-	-	-	-	39.996
1966.....	3.687	22.408	18.938	-	-	-	-	45.033
1967.....	4.113	25.614	17.661	-	-	-	-	47.388
1968.....	4.655	28.480	17.978	-	-	-	-	51.113
1969.....	5.187	32.475	21.739	-	-	-	-	59.401
1970.....	5.239	36.919	19.731	-	-	-	-	61.889
1971.....	5.947	42.441	18.325	-	-	-	-	66.713
1972.....	6.763	48.453	21.736	-	422	422	844	77.374
1973.....	7.583	55.327	28.363	-	404	404	808	91.677
1974.....	7.697	68.447	24.023	-	697	411	1.108	100.864
1975.....	9.192	77.802	24.342	-	795	509	1.304	112.131
1976.....	10.279	89.972	25.707	-	3.203	788	3.991	129.161
1977.....	11.688	104.518	23.055	-	1.078	785	1.863	140.339
1978.....	12.913	110.884	54.011	-	8.786	8.522	17.308	186.594
1979.....	13.674	130.073	81.775	-	10.347	10.038	20.385	235.869
1980.....	15.148	161.663	114.236	-	13.084	11.772	24.856	304.131
1981.....	16.499	195.823	153.683	-	28.629	16.297	44.926	394.634
1982.....	20.564	219.569	206.145	-	91.169	77.301	168.470	537.447
1983.....	22.058	248.927	247.949	-	106.384	89.390	195.774	625.318
1984.....	23.459	311.020	272.839	39.694	131.257	110.644	241.901	778.269
1985.....	25.008	344.666	360.007	42.999	150.162	125.452	275.614	922.842
1986.....	30.353	371.619	491.344	45.796	160.668	132.377	293.045	1.099.780
1987.....	34.737	410.114	467.942	50.329	179.727	147.730	327.457	1.142.849
1988.....	34.832	476.104	504.130	54.652	206.932	173.021	380.953	1.276.650
1989.....	34.050	467.013	600.477	52.663	221.978	201.758	423.736	1.376.180
1990.....	31.997	551.347	648.941	59.051	248.533	226.998	475.531	1.539.869
1991.....	36.598	622.203	731.750	64.975	269.939	244.813	514.752	1.725.464
1992.....	33.718	707.712	706.295	69.514	298.597	269.661	568.258	1.815.837
1993.....	34.522	737.615	794.374	73.488	376.372	338.315	714.687	2.016.371
1994.....	32.673	740.420	858.867	76.474	420.645	368.138	788.783	2.129.079
1995.....	32.331	941.305	837.815	103.328	419.701	406.351	826.052	2.334.479
1996.....	39.656	946.789	952.199	110.605	415.785	403.108	818.893	2.465.034
1997.....	41.530	973.780	1.166.858	118.716	438.308	424.914	863.222	2.739.192
1998.....	48.432	1.004.162	1.431.670	126.768	468.578	447.759	916.337	3.079.609
1999.....	39.148	1.100.935	2.038.301	135.368	508.899	482.071	990.970	3.822.651
2000.....	46.638	1.232.981	2.322.725	144.553	492.359	460.861	953.220	4.239.256
2001.....	78.217	1.308.315	2.159.906	154.365	512.119	481.018	993.137	4.212.922
2002.....	96.753	1.371.503	2.011.114	164.845	593.284	562.720	1.156.004	4.237.499
2003.....	113.756	1.447.268	2.018.931	176.038	594.284	563.132	1.157.416	4.350.278
2004.....	127.524	1.511.960	2.246.154	187.995	595.778	564.683	1.160.461	4.669.411

Tav. A5

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

Anni	Oro e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	Totale
1950.....	112	111	1.129	1.062	3.499	31	-	-	-	5.944
1951.....	113	149	1.536	1.195	3.903	35	-	-	-	6.930
1952.....	169	154	1.653	1.417	4.857	43	-	-	-	8.292
1953.....	169	180	1.759	1.630	5.631	52	-	-	-	9.420
1954.....	169	151	1.962	1.936	6.447	68	-	-	-	10.734
1955.....	173	140	2.271	2.410	7.399	73	-	-	-	12.465
1956.....	179	169	2.409	2.703	8.317	78	-	-	-	13.855
1957.....	235	184	2.741	2.952	8.967	94	-	-	-	15.173
1958.....	646	210	4.100	3.473	9.558	125	-	-	-	18.112
1959.....	1.203	187	4.988	3.990	10.669	183	-	-	-	21.221
1960.....	1.549	201	4.003	4.257	12.607	217	-	-	-	22.835
1961.....	1.561	248	4.726	5.030	15.057	277	-	-	-	26.899
1962.....	1.573	317	5.658	6.058	18.641	335	-	-	-	32.581
1963.....	1.464	242	4.675	5.720	23.087	583	-	-	0	35.771
1964.....	1.317	195	5.620	7.142	24.427	637	-	-	20	39.358
1965.....	1.502	233	6.882	8.558	27.659	730	-	-	0	45.564
1966.....	1.509	231	7.872	10.321	31.659	882	-	-	0	52.474
1967.....	1.500	290	8.866	11.644	36.764	1.063	-	-	0	60.127
1968.....	1.827	352	9.720	13.503	42.095	1.202	-	-	136	68.835
1969.....	1.848	364	10.069	16.065	48.816	1.418	-	-	108	78.688
1970.....	1.852	392	13.596	18.566	55.815	1.595	-	-	66	91.882
1971.....	1.945	406	17.248	23.886	64.565	1.692	-	-	0	109.742
1972.....	2.015	565	22.541	28.320	79.539	1.985	-	-	0	134.965
1973.....	2.018	719	24.787	39.980	97.478	2.570	-	-	0	167.552
1974.....	1.948	705	32.026	54.133	104.867	3.050	-	-	419	197.148
1975.....	1.870	721	43.614	73.787	122.905	4.414	-	-	0	247.311
1976.....	8.235	761	55.994	90.598	141.879	5.389	-	-	2.118	304.974
1977.....	9.940	873	64.933	118.283	155.628	4.607	-	-	3.239	357.503
1978.....	12.137	1.144	83.784	142.356	177.184	4.837	-	-	4.303	425.745
1979.....	16.616	1.621	97.627	153.313	212.805	6.433	-	-	7.991	496.406
1980.....	34.788	1.730	121.984	167.422	254.660	9.780	-	-	7.162	597.526
1981.....	35.732	1.749	142.837	186.668	264.208	12.193	-	-	11.349	654.736
1982.....	33.556	1.884	162.083	228.062	302.785	15.465	-	-	13.704	757.539
1983.....	44.493	2.069	189.582	270.256	345.498	21.086	-	-	16.800	889.784
1984.....	43.234	3.041	209.914	285.676	472.903	26.697	-	-	21.655	1.063.120
1985.....	40.409	3.064	222.648	332.227	545.643	41.128	-	-	26.490	1.211.609
1986.....	36.288	3.409	242.980	384.327	586.753	69.971	-	-	31.058	1.354.786
1987.....	41.066	3.002	256.768	393.705	644.806	66.281	-	-	35.770	1.441.398
1988.....	38.481	3.236	268.536	386.029	749.694	79.204	-	-	37.407	1.562.587
1989.....	34.931	3.912	379.003	417.323	857.727	88.217	-	-	34.665	1.815.778
1990.....	31.751	5.389	376.179	445.426	990.622	89.480	-	-	39.021	1.977.868
1991.....	30.355	5.803	366.587	523.828	1.158.588	111.720	-	-	44.682	2.241.564
1992.....	30.294	5.330	429.925	604.941	1.320.686	119.102	-	-	56.545	2.566.824
1993.....	37.320	5.471	443.178	659.844	1.401.481	177.124	-	-	73.305	2.797.724
1994.....	41.542	5.761	422.567	835.646	1.298.820	187.820	-	-	99.310	2.891.466
1995.....	40.257	7.579	475.911	892.246	1.545.694	235.720	7.230	1.380	11.759	3.217.774
1996.....	38.411	8.690	562.937	1.030.150	1.629.471	261.346	9.228	1.493	9.112	3.550.836
1997.....	37.696	9.490	623.319	1.165.896	1.774.413	407.443	15.672	1.566	4.757	4.040.251
1998.....	41.112	10.690	562.426	1.470.429	1.875.925	639.174	29.272	1.591	2.031	4.632.649
1999.....	44.514	11.221	653.401	1.554.766	2.059.623	945.767	52.032	1.678	439	5.323.441
2000.....	45.218	12.866	679.675	1.532.244	2.298.621	978.177	81.217	1.764	1.204	5.630.985
2001.....	48.730	15.792	664.663	1.668.307	2.435.075	818.834	123.140	1.825	1.283	5.777.650
2002.....	50.084	17.368	895.072	1.623.306	2.556.754	638.600	137.110	1.897	2.648	5.922.839
2003.....	50.664	17.378	950.464	1.725.210	2.816.382	779.028	146.726	1.962	3.576	6.491.390
2004.....	49.287	16.727	986.847	1.805.719	2.950.085	820.665	158.375	2.177	4.898	6.794.781

## Tav. A6

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

Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950.....	1.165	3.161	202	586	117	-	138	-	5.369
1951.....	1.292	3.692	254	676	142	-	170	-	6.227
1952.....	1.381	4.606	356	776	174	-	204	-	7.497
1953.....	1.449	5.230	471	873	218	-	239	-	8.481
1954.....	1.538	5.890	611	1.094	292	-	287	-	9.712
1955.....	1.671	6.767	774	1.386	335	-	341	-	11.275
1956.....	1.818	7.547	926	1.528	375	-	400	-	12.595
1957.....	1.914	8.456	1.085	1.568	436	-	464	-	13.923
1958.....	2.061	10.367	1.325	2.019	502	-	525	-	16.799
1959.....	2.237	12.631	1.604	2.101	610	-	596	-	19.779
1960.....	2.424	13.116	2.034	2.369	729	-	682	-	21.353
1961.....	2.779	15.518	2.572	2.677	832	-	789	-	25.167
1962.....	3.234	18.512	3.337	3.266	969	-	910	-	30.227
1963.....	3.698	20.700	4.169	4.339	1.183	-	928	1.257	36.274
1964.....	3.914	23.061	4.963	4.263	1.272	-	1.058	1.363	39.894
1965.....	4.283	27.536	5.690	4.508	1.452	-	1.226	1.478	46.173
1966.....	4.595	31.596	6.635	5.435	1.687	-	1.420	1.777	53.145
1967.....	5.125	35.662	7.722	6.794	1.924	-	1.648	2.017	60.892
1968.....	5.390	40.701	9.038	7.957	2.255	-	1.878	2.497	69.716
1969.....	6.100	45.070	10.455	10.522	2.529	-	2.103	2.949	79.728
1970.....	6.619	53.450	12.127	11.911	2.856	-	2.305	3.792	93.060
1971.....	7.281	64.445	14.705	14.075	3.327	-	2.701	4.623	111.157
1972.....	8.748	78.635	17.476	20.232	3.898	-	3.117	4.524	136.630
1973.....	10.029	95.121	24.329	25.669	5.050	-	3.596	5.426	169.220
1974.....	11.159	116.205	26.930	26.409	6.045	-	4.129	8.382	199.259
1975.....	12.921	146.316	33.432	30.404	9.688	-	4.757	0	237.518
1976.....	14.590	185.155	38.750	34.911	11.650	-	5.532	0	290.588
1977.....	16.507	218.470	44.221	40.120	11.035	-	6.415	14.583	351.351
1978.....	19.551	269.199	49.889	40.130	14.751	-	7.312	15.080	415.912
1979.....	22.592	313.168	55.087	45.830	19.219	-	8.481	20.397	484.774
1980.....	26.317	360.044	61.540	56.086	48.795	-	9.954	44.174	606.910
1981.....	30.659	405.756	69.692	30.310	63.616	-	11.905	326	612.264
1982.....	34.242	478.458	78.074	34.042	63.206	-	14.346	413	702.781
1983.....	38.443	546.109	85.913	52.214	72.877	-	16.918	396	812.870
1984.....	43.198	611.191	90.289	124.525	86.633	1.163	35.210	555	992.764
1985.....	46.995	673.413	95.559	152.316	151.369	19.784	40.983	671	1.181.090
1986.....	50.528	730.498	102.535	160.107	259.995	65.079	49.396	739	1.418.877
1987.....	54.454	777.081	114.031	170.852	208.592	59.454	57.401	767	1.442.632
1988.....	58.953	833.053	122.180	202.547	258.938	51.565	69.740	821	1.597.797
1989.....	70.022	1.066.792	131.457	162.055	341.098	49.165	85.301	25.925	1.931.815
1990.....	73.376	1.135.282	136.805	213.031	308.896	47.379	99.492	28.493	2.042.754
1991.....	80.491	1.261.654	153.745	287.748	370.298	56.191	117.763	29.087	2.356.980
1992.....	89.222	1.455.987	166.791	345.363	320.460	60.663	139.454	30.139	2.608.080
1993.....	93.508	1.536.515	194.778	365.472	392.761	110.093	154.174	25.318	2.872.620
1994.....	100.025	1.546.307	215.970	344.370	374.790	130.168	178.285	25.474	2.915.389
1995.....	103.249	1.790.953	192.764	322.540	312.385	126.802	234.115	4.168	3.086.976
1996.....	106.106	1.850.479	320.581	320.477	315.630	197.544	266.332	4.154	3.381.303
1997.....	114.073	1.836.000	444.791	389.479	504.728	368.432	308.581	2.439	3.968.524
1998.....	122.411	1.770.545	575.669	424.367	768.226	720.823	356.623	1.316	4.739.979
1999.....	136.728	1.937.460	591.921	458.784	874.186	920.311	437.528	1.798	5.358.716
2000.....	145.344	2.050.218	747.927	531.016	1.064.447	871.188	508.041	1.180	5.919.360
2001.....	125.230	2.042.754	873.106	628.731	770.420	781.651	576.480	1.873	5.800.244
2002.....	121.666	2.291.889	1.010.390	650.182	620.968	698.136	647.706	2.541	6.043.478
2003.....	142.911	2.477.943	1.127.314	692.458	788.037	733.423	741.879	4.172	6.708.135
2004.....	163.017	2.659.622	1.311.692	655.582	917.449	693.750	841.032	5.272	7.247.417

## Tav. A7

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

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

## Tav. A8

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

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

## Tav. A9

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

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

## Tav. A10

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

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

## Tav. A11

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

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

## Tav. A12

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

Anni	Oro e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre passività	Debiti commerciali		Totale
1950.....	112	57	53	107	336	62	-	145	-	-	871
1951.....	113	82	71	121	279	58	-	136	-	-	859
1952.....	169	84	85	100	361	57	-	135	-	-	990
1953.....	169	106	94	84	297	57	-	135	-	-	941
1954.....	169	79	112	167	342	57	-	134	-	-	1.060
1955.....	173	58	133	376	343	57	-	133	-	-	1.273
1956.....	179	64	138	450	417	124	-	292	-	-	1.663
1957.....	235	79	155	511	416	123	-	289	-	-	1.807
1958.....	646	94	228	553	482	129	-	303	-	-	2.434
1959.....	1.203	65	247	671	556	138	-	326	-	-	3.206
1960.....	1.549	74	237	481	597	161	-	379	-	-	3.478
1961.....	1.561	112	261	665	729	224	-	528	-	-	4.081
1962.....	1.573	110	315	836	948	379	-	893	-	-	5.054
1963.....	1.464	8	563	661	1.386	656	-	1.454	-	-	6.192
1964.....	1.317	8	532	1.143	1.398	728	-	1.746	-	-	6.872
1965.....	1.502	11	476	1.238	2.814	835	-	1.867	-	-	8.743
1966.....	1.509	10	653	1.362	3.695	878	-	2.123	-	-	10.230
1967.....	1.500	9	743	1.478	4.232	1.170	-	2.504	-	-	11.636
1968.....	1.827	11	910	1.294	5.270	1.414	-	3.065	-	-	13.791
1969.....	1.848	11	839	1.211	7.154	1.760	-	4.313	-	-	17.136
1970.....	1.852	14	1.282	1.650	8.945	2.262	-	4.814	-	-	20.819
1971.....	1.945	12	1.487	2.039	10.684	2.296	-	5.011	-	-	23.474
1972.....	2.015	20	1.616	2.032	15.328	2.917	-	5.869	-	-	29.797
1973.....	2.018	15	893	2.472	19.926	2.952	-	6.585	-	-	34.861
1974.....	1.948	23	945	3.067	13.117	3.271	-	7.585	-	-	29.956
1975.....	1.870	24	788	2.083	15.482	3.394	-	8.338	-	-	31.979
1976.....	8.235	29	1.374	3.529	15.205	3.542	-	8.444	-	-	40.358
1977.....	9.940	25	2.552	6.623	17.742	3.603	-	8.449	-	-	48.934
1978.....	12.137	16	3.688	7.466	23.457	6.086	-	8.441	-	-	61.291
1979.....	16.617	15	9.000	7.369	31.671	5.817	-	8.439	-	-	78.928
1980.....	34.788	13	14.720	7.869	45.482	8.856	-	9.038	-	-	120.766
1981.....	35.732	16	17.012	9.549	16.464	11.886	-	7.759	-	-	98.418
1982.....	33.556	4	15.137	6.223	21.377	14.716	-	423	-	-	91.436
1983.....	44.493	0	22.328	12.441	27.493	20.291	-	411	-	-	127.457
1984.....	43.234	0	25.914	15.321	84.806	33.971	5.737	40.185	40.185	-	249.168
1985.....	40.409	0	20.133	8.645	97.380	38.892	8.671	38.585	38.585	-	252.715
1986.....	36.288	0	21.753	9.788	94.855	48.591	10.734	36.575	36.575	-	258.584
1987.....	41.066	0	28.392	14.879	91.263	51.132	10.583	43.050	43.050	-	280.365
1988.....	38.481	0	35.972	25.201	105.138	63.653	10.873	42.324	42.324	-	321.642
1989.....	34.931	0	131.060	49.396	30.266	71.788	10.475	46.251	46.223	-	374.166
1990.....	31.751	0	139.485	73.818	35.626	74.250	8.067	51.512	51.508	-	414.509
1991.....	30.355	0	123.794	114.147	51.215	91.089	7.576	53.699	53.383	-	471.875
1992.....	30.294	0	134.708	117.778	87.057	114.560	8.026	72.833	57.318	-	565.257
1993.....	37.320	0	165.526	129.690	130.167	175.574	8.291	84.275	60.929	-	730.844
1994.....	41.542	0	184.147	146.289	106.279	175.166	8.556	106.729	71.098	-	768.709
1995.....	40.257	0	246.636	176.686	171.901	199.221	25.032	79.100	79.100	-	938.833
1996.....	38.411	0	305.779	205.574	222.679	221.362	34.577	80.499	80.499	-	1.108.882
1997.....	37.696	0	352.196	307.204	273.935	359.921	54.605	84.885	84.885	-	1.470.442
1998.....	41.112	0	289.765	427.590	277.639	520.308	71.180	83.617	83.617	-	1.711.211
1999.....	44.514	0	275.683	605.817	315.841	934.092	112.382	103.137	101.536	-	2.391.466
2000.....	45.218	0	240.809	636.185	361.353	977.450	146.092	119.002	115.620	-	2.526.109
2001.....	48.730	0	226.390	728.773	360.644	886.968	155.907	114.979	114.576	-	2.522.392
2002.....	50.084	0	217.555	705.041	347.149	675.496	133.585	110.728	110.135	-	2.239.640
2003.....	50.664	0	248.612	757.834	340.487	760.065	151.587	113.090	109.617	-	2.422.340
2004.....	49.287	0	216.916	773.931	399.260	782.968	176.156	114.515	112.246	-	2.513.033





## Tav. A15

**Totale settori**  
Attività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Famiglie	Imprese	Società finanziarie		Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Parite non classificabili	Totale
				Banche				
1950.....	5.655	1.449	5.944	3.567	456	815	-92	14.227
1951.....	6.301	2.052	6.930	4.303	682	817	-325	16.457
1952.....	7.407	2.907	8.292	5.314	912	898	-131	20.285
1953.....	8.184	3.322	9.420	6.282	1.129	962	-57	22.959
1954.....	9.421	4.262	10.734	7.227	1.316	1.150	134	27.017
1955.....	10.919	5.214	12.465	8.506	1.482	1.389	374	31.844
1956.....	12.225	5.661	13.855	9.597	1.692	1.559	495	35.486
1957.....	13.603	6.451	15.173	10.637	1.899	1.663	803	39.592
1958.....	15.072	7.625	18.112	12.520	2.193	1.734	1.228	45.965
1959.....	18.866	11.753	21.221	14.503	2.405	2.258	1.425	57.928
1960.....	21.977	15.002	22.835	16.761	2.662	2.450	1.776	66.702
1961.....	24.710	16.254	26.899	19.721	3.048	3.043	2.183	76.137
1962.....	26.638	17.230	32.581	24.139	3.634	3.381	2.343	85.807
1963.....	29.249	17.802	35.771	29.173	9.905	5.426	2.368	100.521
1964.....	29.264	16.900	39.358	32.195	11.471	5.401	2.454	104.848
1965.....	33.749	20.791	45.564	37.565	12.519	6.210	2.829	121.662
1966.....	38.961	23.797	52.474	43.733	12.732	6.677	3.330	137.971
1967.....	43.274	24.739	60.127	50.336	14.567	7.253	3.800	153.760
1968.....	48.768	26.427	68.835	58.242	16.237	8.046	4.498	172.811
1969.....	56.316	29.986	78.688	66.372	18.214	10.592	5.364	199.160
1970.....	61.436	31.770	91.882	77.831	19.398	13.429	6.266	224.181
1971.....	70.778	32.846	109.742	93.542	21.712	15.573	6.961	257.612
1972.....	82.870	42.284	134.965	115.938	25.258	21.136	7.427	313.940
1973.....	97.595	48.291	167.552	142.877	33.971	28.637	7.798	383.844
1974.....	107.287	47.734	197.148	163.450	45.653	28.944	12.170	438.936
1975.....	127.534	53.541	247.311	202.725	58.714	32.541	4.199	523.840
1976.....	149.544	63.877	304.974	241.870	72.150	39.334	6.243	636.122
1977.....	178.620	69.370	357.503	289.791	96.641	45.530	18.272	765.936
1978.....	225.169	104.127	425.745	348.720	122.491	47.102	17.710	942.344
1979.....	310.149	107.320	496.406	405.563	148.481	55.843	25.800	1.143.999
1980.....	400.808	133.139	597.526	474.406	188.762	81.953	56.230	1.458.418
1981.....	501.911	153.919	654.736	519.904	229.872	74.567	17.828	1.632.833
1982.....	602.432	241.863	757.539	614.052	273.206	88.952	15.348	1.979.340
1983.....	715.258	287.677	889.784	716.579	148.482	116.337	14.896	2.172.433
1984.....	899.984	365.591	1.063.120	857.885	165.190	236.501	11.766	2.742.153
1985.....	1.132.980	420.190	1.211.609	951.604	190.565	259.425	13.424	3.228.192
1986.....	1.447.998	498.076	1.354.786	1.052.431	206.414	264.988	13.771	3.786.033
1987.....	1.522.295	526.178	1.441.398	1.097.067	218.323	285.260	10.489	4.003.943
1988.....	1.738.598	610.431	1.562.587	1.188.779	239.642	341.494	10.553	4.503.305
1989.....	2.132.318	554.938	1.815.778	1.303.971	286.665	425.312	23.801	5.238.812
1990.....	2.309.797	637.145	1.977.868	1.410.133	308.497	497.974	21.845	5.753.126
1991.....	2.643.620	711.267	2.241.564	1.618.247	326.707	583.499	18.349	6.525.006
1992.....	2.750.607	764.837	2.566.824	1.883.665	342.895	734.849	34.629	7.194.640
1993.....	3.034.816	903.063	2.797.724	2.020.565	397.823	863.693	64.991	8.062.110
1994.....	3.180.736	979.411	2.891.466	2.023.382	440.610	936.739	53.668	8.482.630
1995.....	3.182.545	1.148.987	3.217.774	2.269.567	615.702	1.023.528	0	9.188.536
1996.....	3.501.368	1.199.965	3.550.836	2.449.205	662.272	1.170.863	0	10.085.304
1997.....	3.934.558	1.354.568	4.040.251	2.588.459	710.932	1.465.187	0	11.505.496
1998.....	4.411.795	1.559.999	4.632.649	2.750.438	715.791	1.746.112	0	13.066.346
1999.....	5.052.730	1.960.259	5.323.441	2.954.993	747.970	2.084.438	0	15.168.838
2000.....	5.364.602	2.298.447	5.630.985	3.213.939	796.425	2.302.560	0	16.393.019
2001.....	5.322.741	2.153.824	5.777.650	3.310.346	797.928	2.336.961	0	16.389.104
2002.....	5.400.538	2.018.931	5.922.839	3.611.269	788.888	2.376.073	0	16.507.269
2003.....	5.645.965	2.138.540	6.491.390	3.887.318	689.624	2.530.107	0	17.495.626
2004.....	6.140.820	2.297.142	6.794.781	4.165.312	733.625	2.728.822	0	18.695.190

## Tav. A16

**Totale settori**  
Passività finanziarie - consistenze in miliardi di lire

Anni	Famiglie	Imprese	Società finanziarie					Totale
				Banche	Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Partite non classificabili	
1950.....	177	4.124	5.369	2.979	3.686	871	0	14.227
1951.....	219	5.068	6.227	3.586	4.084	859	0	16.457
1952.....	275	6.685	7.497	4.504	4.839	990	0	20.285
1953.....	332	7.541	8.481	5.327	5.664	941	0	22.959
1954.....	394	9.424	9.712	6.162	6.426	1.060	0	27.017
1955.....	465	11.508	11.275	7.270	7.323	1.273	0	31.844
1956.....	544	12.744	12.595	8.268	7.940	1.663	0	35.486
1957.....	602	14.729	13.923	9.326	8.531	1.807	0	39.592
1958.....	652	16.405	16.799	11.190	9.674	2.434	0	45.965
1959.....	746	23.371	19.779	13.005	10.826	3.206	0	57.928
1960.....	902	29.237	21.353	15.205	11.732	3.478	0	66.702
1961.....	1.078	32.901	25.167	17.916	12.909	4.081	0	76.137
1962.....	1.325	34.478	30.227	21.673	14.722	5.054	0	85.807
1963.....	2.121	36.830	36.274	29.173	17.829	6.192	1.275	100.521
1964.....	2.319	34.418	39.894	32.195	20.112	6.872	1.233	104.848
1965.....	2.569	39.996	46.173	37.565	22.892	8.743	1.289	121.662
1966.....	2.904	45.033	53.145	43.733	25.276	10.230	1.383	137.971
1967.....	3.350	47.388	60.892	50.336	28.539	11.636	1.955	153.760
1968.....	3.896	51.113	69.716	58.242	32.514	13.791	1.781	172.811
1969.....	4.348	59.401	79.728	66.372	36.149	17.136	2.398	199.160
1970.....	4.989	61.889	93.060	77.831	41.015	20.819	2.409	224.181
1971.....	5.837	66.713	111.157	93.542	48.161	23.474	2.270	257.612
1972.....	6.950	77.374	136.630	115.938	58.316	29.797	4.873	313.940
1973.....	9.552	91.677	169.220	142.877	75.038	34.861	3.496	383.844
1974.....	9.825	100.864	199.259	163.450	94.369	29.956	4.663	438.936
1975.....	12.129	112.131	237.518	191.711	126.607	31.979	3.476	523.840
1976.....	13.175	129.161	290.588	231.280	158.559	40.358	4.281	636.122
1977.....	14.828	140.339	351.351	281.069	201.018	48.934	9.466	765.936
1978.....	16.843	186.594	415.912	336.729	250.729	61.291	10.975	942.344
1979.....	19.950	235.869	484.774	387.734	302.116	78.928	22.363	1.144.000
1980.....	25.294	304.131	606.910	454.677	368.126	120.766	33.192	1.458.419
1981.....	28.301	394.634	612.264	477.224	462.340	98.418	36.877	1.632.834
1982.....	32.506	537.447	702.781	559.810	568.072	91.436	47.098	1.979.340
1983.....	37.545	625.318	812.870	654.547	554.583	127.457	14.659	2.172.432
1984.....	43.867	778.269	992.764	812.898	656.788	249.168	21.297	2.742.153
1985.....	55.610	922.842	1.181.090	891.772	795.974	252.715	19.962	3.228.193
1986.....	68.525	1.099.780	1.418.877	967.251	919.521	258.584	20.746	3.786.033
1987.....	79.182	1.142.849	1.442.632	1.028.645	1.043.618	280.365	15.297	4.003.943
1988.....	95.835	1.276.650	1.597.797	1.119.032	1.188.396	321.642	22.985	4.503.305
1989.....	251.158	1.376.180	1.931.815	1.379.458	1.262.581	374.166	42.910	5.238.811
1990.....	287.199	1.539.869	2.042.754	1.449.129	1.424.986	414.509	43.808	5.753.126
1991.....	324.929	1.725.464	2.356.980	1.686.688	1.601.022	471.875	44.735	6.525.005
1992.....	352.377	1.815.837	2.608.080	1.899.811	1.791.043	565.257	62.046	7.194.639
1993.....	367.783	2.016.371	2.872.620	2.036.329	2.006.383	730.844	68.110	8.062.110
1994.....	387.594	2.129.079	2.915.389	2.051.753	2.210.439	768.709	71.420	8.482.630
1995.....	407.805	2.334.479	3.086.976	2.175.681	2.420.444	938.833	0	9.188.537
1996.....	445.828	2.465.034	3.381.303	2.379.018	2.684.256	1.108.882	0	10.085.303
1997.....	485.829	2.739.192	3.968.524	2.660.488	2.841.510	1.470.442	0	11.505.497
1998.....	543.377	3.079.609	4.739.979	3.013.008	2.992.169	1.711.211	0	13.066.345
1999.....	619.026	3.822.651	5.358.716	3.246.845	2.976.980	2.391.466	0	15.168.839
2000.....	682.264	4.239.256	5.919.360	3.619.197	3.026.029	2.526.109	0	16.393.018
2001.....	720.557	4.212.922	5.800.244	3.487.887	3.132.989	2.522.392	0	16.389.104
2002.....	784.531	4.237.499	6.043.478	3.758.578	3.202.123	2.239.640	0	16.507.271
2003.....	859.619	4.350.278	6.708.135	4.045.711	3.155.253	2.422.340	0	17.495.625
2004.....	952.420	4.669.411	7.247.417	4.367.427	3.312.908	2.513.033	0	18.695.189

## Tav. A17

**Totale degli strumenti finanziari**  
Consistenze in miliardi di lire

Anni	Oro e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Prestiti	Titoli	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività e passività	Crediti commerciali	Totale
1950.....	112	1.233	4.031	4.285	2.001	2.129	-	291	145	-	14.227
1951.....	113	1.386	4.720	4.848	2.233	2.639	-	382	136	-	16.457
1952.....	169	1.498	5.853	5.987	2.601	3.583	-	461	135	-	20.285
1953.....	169	1.607	6.750	6.958	2.973	3.812	-	556	135	-	22.959
1954.....	169	1.679	7.522	8.225	3.571	5.057	-	659	134	-	27.017
1955.....	173	1.799	8.539	9.761	4.286	6.378	-	774	133	-	31.844
1956.....	179	1.923	9.473	11.095	4.827	6.785	-	913	292	-	35.486
1957.....	235	2.029	10.527	12.031	5.329	8.077	-	1.074	289	-	39.592
1958.....	646	2.204	12.707	13.474	6.352	9.037	-	1.242	303	-	45.965
1959.....	1.203	2.364	15.119	15.027	7.511	14.939	-	1.439	326	-	57.928
1960.....	1.549	2.576	15.814	17.644	8.135	19.008	-	1.597	379	-	66.702
1961.....	1.561	2.980	18.513	20.793	9.341	20.601	-	1.819	528	-	76.137
1962.....	1.573	3.441	21.902	25.628	10.782	19.516	-	2.072	893	-	85.807
1963.....	1.464	3.816	26.703	32.546	11.591	19.302	-	2.327	2.772	-	100.521
1964.....	1.317	4.040	29.528	34.808	13.892	15.402	-	2.664	3.197	-	104.848
1965.....	1.502	4.421	34.700	39.292	16.189	19.132	-	3.004	3.422	-	121.662
1966.....	1.509	4.795	39.174	44.177	19.365	21.503	-	3.465	3.983	-	137.971
1967.....	1.500	5.340	44.402	51.122	22.057	20.755	-	3.966	4.618	-	153.760
1968.....	1.827	5.610	49.869	58.263	25.313	21.647	-	4.480	5.802	-	172.811
1969.....	1.848	6.329	55.175	68.301	28.975	26.028	-	5.015	7.489	-	199.160
1970.....	1.852	6.863	64.321	79.715	32.225	24.849	-	5.552	8.804	-	224.181
1971.....	1.945	7.538	76.785	91.518	39.766	23.948	-	6.336	9.776	-	257.612
1972.....	2.015	9.026	94.902	114.579	46.790	28.551	-	7.102	10.975	422	313.940
1973.....	2.018	10.327	111.657	142.754	60.393	36.365	-	7.743	12.587	404	383.844
1974.....	1.948	11.481	135.728	158.379	71.905	33.340	-	8.874	17.281	411	438.936
1975.....	1.870	13.268	168.581	188.771	94.358	37.425	-	10.195	9.372	509	523.840
1976.....	8.235	14.986	211.243	223.025	113.990	40.901	-	11.863	11.879	788	636.122
1977.....	9.940	16.950	250.480	262.919	146.472	37.696	-	13.902	27.577	785	765.936
1978.....	12.137	20.141	314.061	287.654	180.514	74.981	-	16.041	36.815	8.522	942.344
1979.....	16.616	23.268	384.527	341.762	205.091	106.821	-	18.420	47.494	10.038	1.143.999
1980.....	34.788	27.047	452.504	439.279	237.364	171.902	-	21.800	73.734	11.772	1.458.418
1981.....	35.732	31.465	523.210	459.905	290.191	229.199	-	25.543	37.588	16.297	1.632.833
1982.....	33.556	35.130	604.174	541.566	356.475	284.082	-	30.247	94.110	77.301	1.979.340
1983.....	44.493	39.403	647.084	501.447	454.116	341.133	-	35.055	109.702	89.390	2.172.433
1984.....	43.234	44.239	712.977	734.611	536.328	393.458	6.900	95.783	174.623	150.829	2.742.153
1985.....	40.409	48.066	784.405	829.798	645.832	550.282	28.455	108.126	192.819	164.037	3.228.192
1986.....	36.288	51.612	857.544	880.930	758.552	799.945	75.813	122.920	202.429	168.952	3.786.033
1987.....	41.066	55.621	918.621	956.261	867.285	727.725	70.037	138.406	228.921	190.780	4.003.943
1988.....	38.481	60.202	999.268	1.111.948	990.841	826.780	62.438	158.098	255.249	215.345	4.503.305
1989.....	34.931	71.363	1.310.382	1.124.294	1.148.231	1.013.467	59.640	170.212	306.292	247.981	5.238.812
1990.....	31.751	74.805	1.400.032	1.316.358	1.304.916	1.032.192	55.447	193.951	343.669	278.506	5.753.126
1991.....	30.355	82.021	1.522.401	1.539.887	1.502.576	1.193.244	63.767	221.630	369.122	298.196	6.525.006
1992.....	30.294	90.854	1.735.469	1.771.357	1.671.052	1.141.425	68.689	251.280	434.218	326.979	7.194.640
1993.....	37.320	95.227	1.854.504	1.886.809	1.900.703	1.362.821	118.384	273.335	533.003	399.244	8.062.110
1994.....	41.542	101.855	1.900.637	1.788.634	2.194.195	1.408.935	138.724	303.457	604.648	439.236	8.482.630
1995.....	40.257	105.214	2.283.661	2.055.929	2.176.171	1.349.537	151.833	366.871	659.062	485.452	9.188.536
1996.....	38.411	108.161	2.422.338	2.139.742	2.582.048	1.489.309	232.121	408.765	664.409	483.607	10.085.304
1997.....	37.696	116.266	2.471.464	2.310.382	2.943.341	2.031.636	423.037	461.815	709.858	509.798	11.505.496
1998.....	41.112	124.968	2.362.248	2.392.579	3.357.877	2.720.349	792.003	520.508	754.703	531.375	13.066.346
1999.....	44.514	139.328	2.545.872	2.646.232	3.465.194	3.846.739	1.032.694	612.831	835.434	583.607	15.168.838
2000.....	45.218	147.950	2.640.230	2.930.773	3.706.457	4.364.795	1.017.279	695.585	844.733	576.481	16.393.019
2001.....	48.730	127.591	2.657.048	3.138.253	4.033.561	3.817.482	937.557	777.155	851.727	595.594	16.389.104
2002.....	50.084	125.789	2.916.457	3.259.338	4.214.940	3.307.779	831.720	862.468	938.693	672.855	16.507.269
2003.....	50.664	147.332	3.032.972	3.462.190	4.417.577	3.567.258	885.010	971.758	960.861	672.749	17.495.626
2004.....	49.287	168.045	3.187.768	3.667.299	4.750.185	3.946.805	869.905	1.087.138	968.756	676.929	18.695.190

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

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

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

*Alfonsina Caricchia\**

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## LA TRIMESTRALIZZAZIONE DELLE SERIE STORICHE ANNUALI DEI CONTI FINANZIARI

*Giuseppe Bruno\**

### 1. Introduzione

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad E[u \cdot u'] = V_h$$

dove:

$t = 1, 2, \dots, 4 \cdot N$  indica il periodo ad alta frequenza (trimestrale),  $y_t$  è il valore, incognito, all'istante  $t$  della variabile *target* ad alta frequenza,

$\alpha, \beta, \rho$  e  $\sigma_\varepsilon^2$  sono i parametri da stimare del modello,  $u_t$  è un processo aleatorio di disturbo con una distribuzione di probabilità dipendente da due parametri: il coefficiente di autocorrelazione  $\rho$  e la varianza del processo senza memoria  $\varepsilon_t$ . Raccogliendo in vettori tutte le osservazioni il modello 1 diventerà:

$$(2) \quad \bar{y} = \alpha + \beta' \cdot \bar{x} + \bar{u}$$

Il modello 1 non è stimabile perché la variabile *target*  $y_t$  è osservata solo a frequenza annuale. Tuttavia è possibile derivare un modello stimabile aggregando temporalmente l'equazione del modello 2. Questa aggregazione è realizzata premoltiplicando ogni termine dell'equazione 2 per la matrice  $C = I_N \otimes c$  dove  $I_N$  è la matrice unitaria con dimensione  $N$ , mentre  $c$  è la matrice 1x4 contenente, a seconda della natura della serie da disaggregare, l'uno o l'altro dei seguenti insiemi di valori:

$$c = \begin{cases} \begin{pmatrix} 1 & 1 & 1 & 1 \\ \frac{1}{4} & \frac{1}{4} & \frac{1}{4} & \frac{1}{4} \\ 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 \end{pmatrix} & \begin{array}{l} \text{aggregazione per somma} \\ \text{aggregazione per media} \\ \text{aggregazione per stock di inizio anno} \\ \text{aggregazione per stock di fine anno} \end{array} \end{cases}$$

Con queste definizioni è possibile costruire il modello stimabile:

$$(3) \quad C \cdot \bar{y} = C \cdot \alpha + \beta C \cdot \bar{x} + C \cdot \bar{u}$$

che dopo la premoltiplicazione per  $C$  diventa:

$$(4) \quad Y = \alpha_1 + \beta' \cdot X + U \quad E[U \cdot U'] = C \cdot V_h \cdot C'$$

dove  $Y$  è il vettore delle  $N$  osservazioni annuali disponibili della variabile *target*,  $X$  è la matrice di dimensioni  $(k,N)$  contenente le osservazioni annuali degli indicatori e  $U$  è il vettore di  $N$  residui annuali.

A questo punto, utilizzando i Minimi Quadrati Generalizzati (MQG) è immediato derivare il seguente stimatore lineare a varianza minima del vettore di parametri  $\beta$ :

$$(5) \quad \hat{\beta} = \left[ X' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} X \right]^{-1} X' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} Y$$

e i valori della serie disaggregata sono ottenibili attraverso:

$$(6) \quad \hat{y}_t = \hat{\beta}' \cdot x_t + \hat{V}_h \cdot C' (C \cdot \hat{V}_h \cdot C')^{-1} \cdot (Y_t - \hat{\beta}' \cdot X_t)$$

Questa stima è composta da due termini additivi. Il primo termine  $\hat{\beta}' \cdot x_t$  è la combinazione lineare degli indicatori disponibili a frequenza trimestrale con i coefficienti di regressione stimati sul modello aggregato. Il secondo termine distribuisce i residui della regressione annuale fra i quattro trimestri, utilizzando l'informazione sulla varianza dell'errore annuale e la sua covarianza con l'errore trimestrale.

Questa metodologia è applicabile sotto l'ipotesi di stazionarietà delle serie storiche o in presenza di cointegrazione tra la serie da disaggregare e gli indicatori aggregati a frequenza annuale. Per i casi in cui è assente una relazione di cointegrazione tra le serie, sono stati proposti i metodi di Fernández (1981) e Litterman (1983).

Fernández (1981) postula un processo di errore che segue un *random walk*. Il modello ipotizzato a frequenza trimestrale è il seguente:

$$(7) \quad y_t = \alpha + \beta' \cdot x_t + u_t \quad u_t = u_{t-1} + \varepsilon_t$$

Litterman (1983) propone un'estensione del caso precedente, ipotizzando un processo di errore autoregressivo di ordine 2 con una radice unitaria:

$$(8) \quad u_t = u_{t-1} + a_t \quad a_t = \phi a_{t-1} + \varepsilon_t \quad |\phi| < 1 \quad \varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

Il metodo di Litterman include il modello di Fernández (vedi equazione 7) come caso particolare quando si ponga  $\phi = 0$ . La presenza di una radice unitaria nel processo di errore dei modelli 7 e 8 consente di trattare efficacemente i casi in cui è assente una relazione di cointegrazione tra la serie da disaggregare e il/gli indicatori.

I tre metodi sin qui considerati sono utilizzabili nel caso di modelli statici. Tuttavia, nella modellazione di serie storiche è spesso necessario introdurre elementi di dinamica nella specificazione. Santos Silva e Cardoso (2001) propongono una semplice estensione dinamica del metodo C-L, considerando il seguente modello a frequenza trimestrale:

$$(9) \quad y_t = \phi y_{t-1} + \beta' x_t + \varepsilon_t \quad |\phi| < 1 \\ \varepsilon_t \sim NID(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad t = 1, \dots, n$$

Questo modello consente di esplicitare la struttura dinamica della relazione tra la serie da disaggregare e gli indicatori. Inoltre, l'equazione (9) include al suo interno sia il caso di disturbo autoregressivo sia la specificazione a correzione di errore una volta inserito il termine ritardato per gli indicatori. Questa formalizzazione si presta al trattamento di serie storiche cointegrate (si veda Engle e Granger, 1987).

Per stimare questo modello è opportuno risolvere l'equazione (9) sostituendo in maniera ricorsiva i valori di  $y_t$ , per ottenere:

$$(10) \quad y_t = \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i x'_{t-i} \right) \beta + \phi^t \cdot y_0 + \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i \varepsilon_{t-i} \right)$$

Assumendo che la condizione iniziale  $y_0$  e i valori  $y_t$ , per  $t > 0$ , siano generati dallo stesso processo stocastico, possiamo definire l'aspettativa di  $y_0$  condizionata ai valori passati degli indicatori  $\eta = E(y_0 | x_0, x_{-1} \dots) = \left( \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i x'_{-i} \right) \beta$ . Sostituendo questa espressione in (10) si avrà:

$$(11) \quad y_t = \left( \sum_{i=0}^{t-1} \phi^i x'_{t-i} \right) \beta + \phi^t \cdot \eta + \left( \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i \varepsilon_{t-i} \right)$$

che può essere riscritta tenendo conto che l'ultimo termine costituisce un processo autoregressivo di ordine 1:  $v_t = \left(\sum_{i=0}^{\infty} \phi^i \varepsilon_{t-i}\right) = \phi \cdot v_{t-1} + \varepsilon_t$ . In questo modo ci siamo ricondotti al modello (1): per ogni valore di  $\phi$  è possibile stimare i parametri  $\beta$  e  $\eta$  e i valori disaggregati della serie  $y_t$  usando la stessa metodologia Chow-Lin introdotta precedentemente per i modelli statici.

L'ultima procedura di disaggregazione temporale integrata nel comando DISAGGR è quella di Guerrero (1990), il quale ha proposto un metodo *data driven* che, data una stima preliminare, fornisce uno stimatore lineare a varianza minima (BLUE). Nel suo lavoro del 1990, Guerrero propone un approccio ARIMA. L'idea è quella di utilizzare una stima preliminare  $w_t$ <sup>1</sup> per derivare un modello ARIMA  $\phi(B)d(B)w_t = \theta(B)a_{w,t}$  che viene assunto applicabile anche per la serie da disaggregare. A partire dal modello ARIMA è possibile ottenere la rappresentazione dell'errore di previsione in termini di media mobile:

$$(12) \quad y_t - w_t = \sum_{i=0}^{t-1} \theta_i \cdot a_{w,t-i} \quad E(a \cdot a') = \sigma^2 P$$

dove  $y_t$  e  $w_t$  sono rispettivamente i valori incogniti della serie *target* e la loro stima preliminare. I valori  $\theta_i$  sono i coefficienti della rappresentazione a media mobile di  $w_t$ ,  $a_{w,t}$  e  $P$  rappresentano rispettivamente l'innovazione e la matrice di varianza covarianza che definiscono il *data generation process* della stima preliminare. Partendo da questa premessa lo stimatore lineare a varianza minima di  $y = y_1, y_2, \dots, y_t$  che soddisfi la relazione di aggregazione temporale  $Y = C \cdot y$  è dato da

$$(13) \quad y = w + \hat{A}(Y - C \cdot w) \quad \hat{A} = \theta P \theta' C' (C \theta P \theta' C')^{-1}$$

L'espressione (13) si può interpretare in modo del tutto analogo alla (6) che calcola i valori trimestrali nel modello C-L: il primo termine corrisponde alla stima preliminare, verosimilmente costituita dal *fit* di una regressione lineare; il secondo termine distribuisce i residui annuali

<sup>1</sup> Ottenibile come *fit* di una stima lineare su un set di indicatori.

secondo una matrice che tenga conto della covarianza tra gli errori a frequenza annuale e trimestrale. La procedura software TRAMO/SEATS (si veda Gomez e Maravall, 1998) è stata utilizzata per l'identificazione ARIMA della serie trimestrale che costituisce la stima preliminare. In pratica è stata sviluppata una routine che legge i parametri ARIMA regolari e stagionali prodotti da TRAMO/SEATS e li rende disponibili per il successivo uso del comando DISAGGR.

## 5. Applicazioni empiriche

In questo paragrafo verranno presentate alcune applicazioni empiriche che utilizzano le tecniche di disaggregazione temporale precedentemente descritte. In particolare, si illustreranno alcuni criteri di scelta fra i diversi metodi disponibili. Gli esempi presentati illustrano la ricostruzione di dati trimestrali, tra il 1980 e il 2004, di alcuni strumenti all'attivo delle famiglie e al passivo delle imprese<sup>2</sup>. Le serie storiche delle attività e passività di famiglie e imprese provengono dalla banca dati dei conti finanziari; gli aggregati relativi agli indicatori sono derivati a partire da serie della base dati del Servizio Studi.

Il confronto tra diversi metodi di disaggregazione temporale può essere realizzato solo quando sono disponibili informazioni vere sui valori ad alta frequenza. Nel nostro caso, in assenza di riferimenti a frequenza trimestrale, possiamo valutare esclusivamente la ragionevolezza dell'andamento e la bontà del *fit* della regressione annuale effettuata dal comando di disaggregazione temporale. Nelle applicazioni empiriche, il valore del quadrato del coefficiente di correlazione tra i valori osservati e quelli previsti viene utilizzato per orientare la scelta fra gli indicatori<sup>3</sup>. Negli esercizi seguenti abbiamo preferito privilegiare il confronto tra le statistiche delle regressioni annuali, che si basano esclusivamente sui valori osservati e su un'ipotesi predefinita riguardo alla struttura aleatoria della componente di disturbo inosservata. Questa ipotesi scaturisce dalla scelta di affidarsi a regolarità statistiche, piuttosto che a una particolare teoria economica.

Per le serie di contabilità nazionale è consolidato l'uso di determinate variabili nel ruolo di indicatori per la trimestralizzazione di

<sup>2</sup> In alcuni casi sono disponibili osservazioni a partire dal 1960.

<sup>3</sup> Questa è la statistica che è indicata nelle tavole riassuntive delle regressioni come  $R^2$ .

serie annuali. Ad esempio la produzione industriale è usata per stimare valori trimestrali del PIL. Nel caso delle variabili dei conti finanziari non esistono aggregati che, storicamente, siano stati utilizzati come *benchmark*. È stato necessario selezionare un insieme di indicatori, illustrando le specificazioni migliori sulla base di considerazioni statistiche sulla regressione effettuata sul modello osservabile, conseguente al metodo di disaggregazione temporale prescelto. La scelta degli indicatori costituisce l'elemento più critico del lavoro e rappresenta un tentativo preliminare da sottoporre a verifica empirica.

### 5.1 *Le attività delle famiglie*

Fra le attività delle famiglie abbiamo considerato tre serie storiche tra le più rilevanti: le azioni, i depositi e il totale delle attività detenute.

Le serie trimestrali fra le quali abbiamo selezionato un set di indicatori sono le seguenti:

- 1) l'indice dei prezzi al consumo (base 1980, 1960:1 – 2005:2);
- 2) l'indice di Borsa (1950:1 – 2005:3);
- 3) lo stock di moneta M2 (dato dalla somma di circolante e depositi bancari 1980:1 – 2005:1) ;
- 4) i consumi finali delle famiglie (1970:1 – 2005:2) ;
- 5) il tasso d'interesse sui titoli di Stato (1950:1 – 2005:2).

La serie annuale dell'indice dei prezzi, l'indice di Borsa e il tasso di interesse sui titoli presentano una forte correlazione con tutte le attività delle famiglie considerate. Lo stock di moneta segue strettamente i depositi. I consumi delle famiglie a prezzi correnti, ipotizzando un equilibrio tra consumo e risparmio, cresceranno con le attività finanziarie. Le statistiche descrittive delle serie utilizzate per gli esercizi sulle attività delle famiglie sono riassunte nella tavola 1.

Nelle tavole 2, 3 e 4 sono illustrati i risultati delle regressioni annuali dello stock di azioni detenute dalle famiglie sulle variabili considerate. In tutte le specificazioni econometriche, l'indice di Borsa è l'unica variabile il cui coefficiente risulta sistematicamente significativo e di segno positivo. In alcuni casi anche lo stock di moneta (M2) e i consumi famiglie (CONFINFA) presentano un coefficiente significativo di segno positivo. A puro titolo illustrativo si riportano anche i grafici per le sei disaggregazioni ottenute con il metodo di Chow-Lin e quelle ottenute con il metodo

Fernández (figg. 1 e 2). Dai grafici si vede la sostanziale somiglianza sia per i livelli sia per i punti di svolta derivanti dall'adozione di diversi modelli, che tuttavia presentano un valore sistematicamente elevato dell' $R^2$ .

Le tavole 5, 6 e 7 presentano simili regressioni per i depositi delle famiglie. In questo caso, fatta eccezione per le specificazioni indicate come *mod\_5* e *mod\_6*, l'indice di Borsa presenta un coefficiente negativo e significativo. I consumi delle famiglie influiscono positivamente per i modelli *mod\_2* e *mod\_4* con i metodi Chow-Lin e SSC. Nella specificazione *mod\_6* per i metodi Chow-Lin e Fernández, M2 ha un effetto positivo e significativo sui depositi. Le tavole 8, 9 e 10 completano l'analisi effettuata per il settore delle famiglie, considerandone il totale delle attività. L'indice di Borsa si conferma come un indicatore sistematicamente significativo e con segno positivo. La moneta e i consumi delle famiglie influiscono positivamente sul totale delle attività delle famiglie.

In sintesi, le analisi empiriche mostrano che l'indice di Borsa ha una relazione stabile non solo con le azioni e il totale delle attività finanziarie delle famiglie, ma anche con i depositi (con segno negativo)<sup>4</sup>.

## 5.2 *Le passività delle imprese*

Nell'esercizio sulle passività delle imprese abbiamo utilizzato le seguenti serie storiche: le azioni emesse, i prestiti ricevuti e il totale delle loro passività.

Le serie trimestrali utilizzate come indicatori sono:

- 1) il tasso di interesse sui prestiti (1962:1 – 2005:2);
- 2) l'indice di Borsa (1950:1 – 2005:3);
- 3) gli investimenti fissi lordi a prezzi correnti (1964:1 – 2005:2);
- 4) il prodotto interno lordo a prezzi correnti (1960:1 – 2005:2);
- 5) il tasso d'interesse sui titoli di Stato (1950:1 – 2005:2).

Il tasso d'interesse sui prestiti e sui titoli e l'indice di Borsa sono elementi che possono influire sulle scelte di finanziamento delle imprese.

<sup>4</sup> Per gli anni successivi al 1980, Caruso (2006) trova che le variazioni dei corsi azionari influenzano in senso negativo la domanda di moneta.

Gli investimenti e il prodotto sono aggregati che determinano le scelte di crescita delle imprese.

Nella tavola 11 sono riassunte le statistiche descrittive delle serie utilizzate per gli esercizi sulle passività delle imprese.

Nelle tavole 12, 13 e 14 sono illustrati i risultati delle regressioni annuali dello stock di azioni emesse dalle imprese. In tutte le specificazioni econometriche esaminate l'indice di Borsa è risultata l'unica variabile con un coefficiente sistematicamente significativo e di segno positivo. Nella specificazione indicata nel mod\_6, anche gli investimenti influiscono positivamente e in modo significativo sulle azioni emesse dalle imprese.

Le tavole 15, 16 e 17 presentano le regressioni per i prestiti richiesti dalle imprese. In questo caso non si è individuato un indicatore dominante. Sia gli investimenti sia il prodotto interno lordo influiscono positivamente e in modo significativo sui prestiti.

Le tavole 18, 19 e 20 concludono l'analisi effettuata per il settore delle imprese esaminando il totale delle passività. L'indice di Borsa torna a essere sistematicamente significativo, con segno positivo. Gli investimenti e il prodotto continuano a fornire il contributo significativo e positivo emerso nella trimestralizzazione dei prestiti.

## **6. Considerazioni conclusive**

Nella compilazione dei conti finanziari, per alcuni settori e/o strumenti, risulta arduo ottenere direttamente informazioni a frequenza trimestrale, in particolar modo per gli anni precedenti il 1990.

In questo lavoro abbiamo esaminato una possibile soluzione a questo problema, attraverso metodi indiretti basati sull'uso di indicatori correlati, osservati a cadenza trimestrale. Sebbene il lavoro sia a uno stadio iniziale, in esso si evidenzia la necessità di individuare indicatori che presentino una relazione significativa e stabile nel tempo con le variabili *target*. In questo esercizio preliminare abbiamo disaggregato temporalmente alcuni degli strumenti più rilevanti per le famiglie e le imprese. I risultati principali dell'analisi sono i seguenti:

1) fra gli indicatori esaminati, l'indice di Borsa costituisce quello più stabile per conseguire una ragionevole stima trimestrale per le voci delle attività finanziarie delle famiglie;

2) per quanto riguarda le passività delle imprese, oltre all'indice di Borsa risultano rilevanti le informazioni di natura reale relative agli investimenti e al prodotto interno lordo.

L'applicazione empirica di questi metodi ha mostrato la necessità di un'attività preliminare di *specification search* per individuare il/gli indicatori che forniscono, a livello annuale, i migliori risultati in termini di bontà del *fit*.

Questo paper rappresenta un primo passo di una ricerca che mira a stimare valori trimestrali per tutte le serie storiche dei CF. Questo ultimo esercizio, oltre ai vincoli di aggregazione temporale, richiederà il soddisfacimento di vincoli di aggregazione tra diversi strumenti finanziari e settori istituzionali. Un ulteriore sviluppo futuro della ricerca riguarda la possibilità di utilizzare questi metodi anche per effettuare stime previsive in corso d'anno dei più rilevanti aggregati finanziari.

Tav. 1

## Attività delle famiglie: statistiche per indicatori e serie da disaggregare

		Statistiche descrittive			
		media	stan. dev.	min.	max
Indice prezzi al consumo	CPI80	279.58	91.959	100	415.4
Indice di Borsa	INDBORSA	11.9	7.84	1.24	30.73
Stock di moneta	M2	409623	161269	133472	712495
Consumi finali delle famiglie	CONFINFA	430.96	202.05	105.32	784.68
Stock di abitazioni	STOCKAB	2294	1187.2	442.98	4847.2
Tasso d'interesse sui titoli	GBRATE	11.2	4.7	3.4	21.2
Azioni delle famiglie	AZIFAM	334876	214745	50299	772255
Depositi delle famiglie	DEPOFAM	422407	217570	101756	729455
Totale attività delle famiglie	TATTFIN	1438210	897794	207000	2909046

Nota: livelli espressi in milioni di euro.

Tav. 2

## Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN AZIOFAM					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-841.16 (-3.1)	-362.72 (-1.5)	244.297 (4.5)	-457.069 (-1.8)	-	-
INDBORSA	22.29 (7.7)	15.946 (6.2)	18.783 (8.2)	16.283 (6.4)	19.477 (9.6)	18.118 (7.3)
M2	1.4472 (4.1)	-	-	-	-	0.52438 (4.2)
CONFINFA	1.0291 (0.6)	4.0271 (2.6)	-	4.6528 (2.8)	-	-
GBRATE	6152 (1.7)	-	79.64 (.1)	2913.4 (1.0)	1605.4 (0.7)	-
Constant	-45900 (-4)	6201.4 (0.1)	58470 (-1.6)	-19301 (-4)	88002 (1.0)	-98034 (-1.8)
P	.792	.911	.931	.911	.99	.911
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.975	.963	.959	.967	.947	.944
$\bar{R}^2$	.968	.959	.956	.962	.944	.939

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 3

## Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ AZIOFAM					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1129.48 (-2.1)	-605.407 (-1.4)	229.847 (1.4)	-616.872 (-1.4)	-	-
INDBORSA	19.778 (6.9)	15.944 (6.3)	18.151 (8.2)	16.177 (6.3)	18.606 (9.2)	18.61 (7.1)
M2	1.4555 (3.2)	-	-	-	-	.70624 (2.63)
CONFINFA	2.7563 (0.9)	5.459 (2.0)	-	5.5222 (2.1)	-	-
GBRATE	4916.9 (1.4)	-	1580.3 (.6)	1795.7 (0.6)	1660.1 (0.7)	-
Constant	-6995.2 (-1)	4446.1 (0.1)	-54880 (-1.4)	-9621.3 (-2)	-16465 (-0.5)	-101092 (-1.7)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.971	.956	.956	.960	.947	.940
$\bar{R}^2$	.963	.952	.952	.955	.945	.934

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 4

## Regressioni annuali per lo stock di azioni delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – AZIOFAM					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-28.232 (-0.8)	24.646 (2.5)	-89.261 (-1.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	4.4434 (6.5)	4.3373 (7.5)	5.1614 (7.0)	4.4526 (24)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	.44438 (1.7)	-	.91674 (2.5)	-	-
GBRATE	N.A.	-	-18.929 (-1)	1218.9 (1.3)	454.4 (1.4)	-
Constant	N.A.	-2310.3 (-0.4)	-7604.1 (-1.5)	-12456 (-1.2)	-7436 (-2.1)	N.A.
$\phi$		.792	.832	.752	.871	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.973	.978	.975	.979	
$\bar{R}^2$		.969	.976	.970	.978	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Fig.1

Confronto tra diverse disaggregazioni temporali effettuate con il metodo Chow-Lin

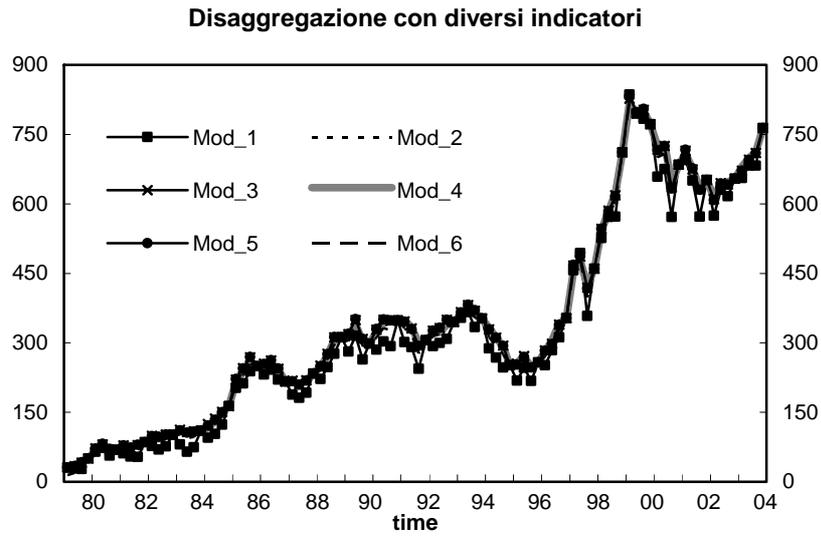
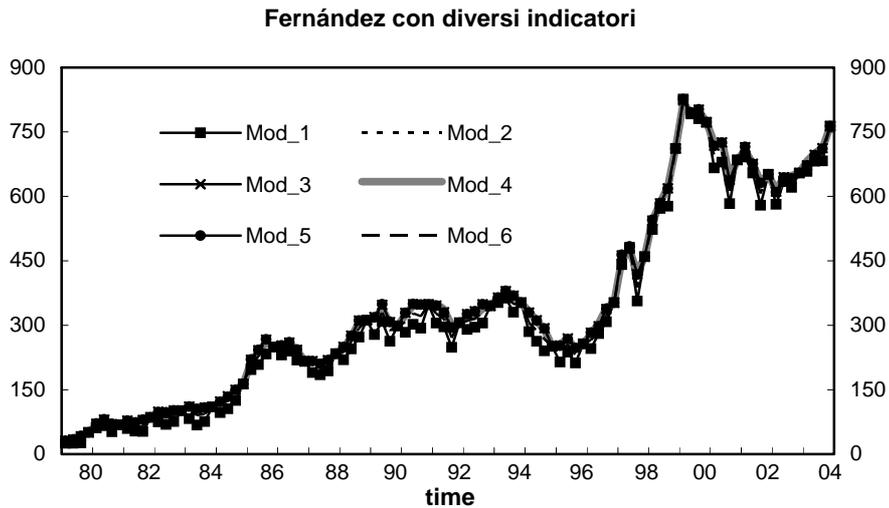


Fig. 2

Confronto tra diverse disaggregazioni temporali effettuate con il metodo di Fernández



Tav. 5

## Regressioni annuali per i depositi delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – DEPOSITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	450.19 (1.7)	181.777 (1.0)	684.929 (15)	176.507 (1.1)	-	-
INDBORSA	-4.9124 (-2.5)	-4.8841 (-3.3)	-3.7937 (-3.0)	-5.3335 (-3.6)	-38105 (-2)	1.2933 (-7)
M2	-.0078 (0.0)	-	-	-	-	1.0562 (9.6)
CONFINFA	2.1619 (1.3)	3.2967 (2.9)	-	3.319 (3.1)	-	-
GBRATE	-738 (-3)	-	-2228.2 (-1.5)	-2059.8 (-1.3)	-1242 (-5)	-
Constant	-127627 (-1.4)	-34323 (-1.0)	-46527 (-1.4)	-9316 (-0.3)	299912 (3.6)	-44188 (-0.8)
P	.911	.95	.97	.931	.99	.95
N.osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.979	.980	.966	.984	.15	.950
$\bar{R}^2$	.973	.979	.963	.981	.12	.946

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 6

## Regressioni annuali per i depositi delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – DEPOSITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	569.46 (1.6)	403.416 (1.6)	712.407 (8.2)	412.549 (1.7)	-	-
INDBORSA	-4.115 (-2.2)	-4.4707 (-3.1)	-3.9282 (-3.2)	-4.6562 (-3.2)	-2.3959 (-1.4)	-2.1056 (-1.2)
M2	-.0074 (-0.2)	-	-	-	-	.86541 (4.7)
CONFINFA	1.0492 (.5)	2.014 (1.3)	-	1.9636 (1.3)	-	-
GBRATE	-483.33 (-2)	-	-1506.2 (-1.1)	-1430.4 (-9)	-1250 (-6)	-
Constant	-114253 (-1.4)	-23899 (-9)	-20241 (-1)	-12693 (-0.4)	9890.4 (0.3)	-25964 (-0.6)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N.osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.978	.973	.963	.976	.802	.947
$\bar{R}^2$	.972	.970	.960	.973	.794	.942

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 7

## Regressioni annuali per i depositi delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – DEPOSITI					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-700.056 (-13.)	108.266 (9.)	-594.768 (-8.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	6.0305 (6.1)	2.2253 (3.2)	5.4602 (5.8)	3.2878 (12.)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	9.8718 (26.)	-	8.6759 (18.)	-	-
GBRATE		-	-1460.5 (-2.6)	-683.62 (-0.6)	1168.4 (2.6)	-
Constant	N.A.	13442 (1.5)	102.07 (0.)	17185 (1.3)	-8949.6 (-1.8)	N.A.
$\phi$		0.594	0.95	0.634	.99	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.990	.968	.990	.960	
$\bar{R}^2$		.988	.965	.988	.957	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 8

## Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – TATTFIN					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1884.678 (-6.7)	-1844.242 (-12.)	2023.192 (10.)	-1755.98 (-8.9)	-	-
INDBORSA	22.463 (7.6)	14.14 (5.6)	24.874 (6.7)	14.158 (5.4)	34.921 (5.9)	31.54 (9.5)
M2	1.7033 (4.7)	-	-	-	-	3.4781 (15.)
CONFINFA	18.266 (9.8)	24.867 (24.)	-	24.265 (18.)	-	-
GBRATE	-528.76 (-0.1)	-	-6077.4 (-1.4)	-2003.7 (-0.7)	-4937.4 (-0.7)	-
Constant	-43152 (-4)	40127 (1.6)	-162290 (-9)	55451 (1.5)	854578 (3.4)	-432867 (-3.4)
$\rho$	.792	.713	.99	.752	.99	.97
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.998	.998	.955	.998	.893	.987
$\bar{R}^2$	.998	.998	.952	.998	.889	.986

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 9

## Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – TATTFIN					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
CPI80	-1633.64 (-3.0)	-1052.51. (-1.9)	1933.59 (7.4)	-1021.49 (-1.9)	-	-
INDBORSA	23.295 (8.2)	18.244 (5.8)	24.59 (6.8)	17.614 (5.7)	28.678 (6.0)	30.18 (9.4)
M2	2.2498 (4.9)	-	-	-	-	3.1947 (9.7)
CONFINFA	14.323 (4.7)	19.458 (5.9)	-	19.286 (6.1)	-	-
GBRATE	-1204. (-0.3)	-	-5504.2 (-1.3)	-4857.9 (-1.4)	-4711.5 (-0.8)	-
Constant	-70991 (-6)	-4580.6 (-0.1)	-118794 (-1.9)	33476 (0.5)	20660 (0.2)	-352531 (-4.9)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$	.998	.997	.955	.997	.890	.987
$\bar{R}^2$	.997	.996	.952	.996	.885	.986

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 10

## Regressioni annuali per il totale attività delle famiglie

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA e CARDOSO – TATTFIN					
	mod 1	mod 2	mod 3	mod 4	mod 5	mod 6
CPI80	N.A.	-700.056 (-13.)	108.266 (9.0)	-594.768 (-8.7)	-	-
INDBORSA	N.A.	6.0305 (6.1)	2.2253 (3.2)	5.4602 (5.8)	3.2878 (12.)	N.A.
M2	N.A.	-	-	-	-	N.A.
CONFINFA	N.A.	9.8718 (26.)	-	8.6759 (18.)	-	-
GBRATE	N.A.	-	-1460.5 (-2.6)	-683.62 (-0.6)	1168.4 (2.6)	-
Constant	N.A.	13442 (1.5)	102.07 (0.)	17185 (1.3)	-8949.6 (-1.8)	N.A.
$\phi$		0.594	0.95	0.634	0.99	
N. osservazioni	25	35	45	35	55	25
$R^2$		.999	.997	.999	.990	
$\bar{R}^2$		.998	.996	.998	.990	

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

**Tav. 11****Passività delle imprese: statistiche per indicatori e serie da disaggregare**

<i>Statistiche descrittive</i>					
		media	stan. dev.	min.	max
Prodotto interno lordo a prezzi correnti	PILD	115123	113729	3037	344852
Investimenti fissi lordi	IMATD	13572	12058	482.64	37468
Tasso d'interesse sui prestiti	NTAIL	12.01	5.4	4.5	23.77
Prestiti delle imprese	PRESTITI	333724	433245	1960	1468737
Azioni emesse da imprese	AZIONI	418831	643998	1950	2322725
Totale passività delle imprese	TOT_PAS	943044	13308834	4299768	4299768

Nota: livelli espressi in milioni di euro.

**Tav. 12****Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese**

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1864.9 (-0.8)	-7711.3 (-1.2)	-	-9086.3 (-1.3)	-1046.4 (-0.4)	-2393 (-1.0)
INDBORSA	19.255 (7.7)	-	23.268 (9.1)	-	22.788 (7.8)	19.996 (7.9)
IMATD	10.364 (1.9)	12.943 (1.5)	-	-	-	17.815 (6.4)
PILD	1.034 (1.6)	1.858 (1.9)	-	-	-	-
GBRATE	-	1972 (0.3)	1016.2 (.3)	5305.9 (0.6)	-	-
Constant	-58862 (-0.9)	-5821.4 (-0.1)	191215 (1.8)	492897 (2.6)	232775 (1.701)	-26298 (-0.4)
$\rho$	.97	.950	.99	.99	.99	.97
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.958	.924	.946	.197	.940	.963
$\bar{R}^2$	.953	.915	.943	.157	.937	.960

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico.

Tav. 13

## Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1290.9 (-0.6)	-7554.2 (-1.3)	-	-8850 (-1.3)	-1017 (-0.4)	-1728.7 (-0.8)
INDBORSA	19.095 (7.9)	-	21.568 (8.9)	-	21.228 (7.7)	19.535 (8.0)
IMATD	10.281 (1.9)	10.88 (1.3)	-	-	-	15.337 (4.0)
PILD	1.1596 (1.4)	2.1487 (1.6)	-	-	-	-
GBRATE	-	4524.2 (0.6)	1163.2 (.4)	5782.9 (0.7)	-	-
Constant	-18220 (-0.4)	23386 (0.4)	-13938 (-0.3)	38316 (0.5)	-26075 (-0.6)	-12264 (-0.3)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.956	.914	.945	.194	.940	.964
$\bar{R}^2$	.951	.904	.943	.154	.937	.961

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 14

## Regressioni annuali per le azioni emesse dalle imprese

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO – AZIONI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-789.67 (-0.4)	40.776 (0.1)	-524.07 (-1.3)
INDBORSA	N.A.	-	4.9482 (26.)	-	4.9514 (20.)	4.6808 (6.9)
IMATD	N.A.	N.A.	-	-	-	1.3018 (2.9)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	45.096 (0.1)	49.886 (0.)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-5051.7 (-1.4)	18906. (2.9)	-5062.8 (-0.9)	-1539.6 (-.2)
$\phi$			.911	.99	.911	.871
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.983	.618	.983	.983
$\bar{R}^2$			.982	.588	.981	.981

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 15

## Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN – PRESTITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	995.65 (1.0)	3678.2 (2.2)	-	2853.6 (0.8)	680.89 (0.3)	7.5474 (0.)
INDBORSA	-0.66612 (-0.6)	-	3.0066 (1.6)	-	3.0525 (1.5)	.56819 (0.4)
IMATD	.79794 (0.3)	1.5444 (0.6)	-	-	-	13.556 (6.0)
PILD	2.2865 (6.8)	2.0952 (7.2)	-	-	-	-
GBRATE	-	-4509 (-2.1)	-788.33 (-0.4)	-4334.3 (-1.0)	-	-
Constant	-34133 (-0.6)	-29312 (-1.0)	260164 (3.4)	323063 (3.6)	282134 (3.1)	106386 (1.4)
P	.99	.97	.99	.99	.99	.99
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.979	.823	.030	.845	.970
$\bar{R}^2$	.969	.977	.817	-.019	.837	.968

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 16

## Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ – PRESTITI					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	1063.1 (1.0)	3755.7 (2.3)	-	3007.5 (1.1)	682.18 (0.4)	190.04 (0.1)
INDBORSA	-0.67364 (-0.6)	-	1.1589 (0.7)	-	1.4139 (0.8)	.20375 (0.1)
IMATD	.7982 (0.3)	1.483 (0.6)	-	-	-	10.88 (4.6)
PILD	2.3122 (6.0)	2.1935 (5.9)	-	-	-	-
GBRATE	-	-4081.4 (-2.0)	-736.66 (-0.4)	-4051.6 (-1.2)	-	-
Constant	-9711.2 (-0.5)	-8025.2 (-0.4)	5012.2 (0.2)	8273. (0.3)	238.51 (0.)	2163.8 (0.1)
P	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.977	.729	.006	.791	.969
$\bar{R}^2$	.969	.975	.719	-.044	.781	.966

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 17

## Regressioni annuali per i prestiti richiesti dalle imprese

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO – PRESTITI					
	mod_1	Mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-2197. (-2.7)	259.92 (1.8)	-230.29 (-1.6)
INDBORSA	N.A.	-	.7766 (11.)	-	.75532 (8.0)	-.30365 (-1.2)
IMATD	N.A.	N.A.	-	-	-	1.7833 (11.)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	407.47 (3.4)	2358.3 (2.5)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-2975.1 (0.)	10821 (4.3)	-1984.7 (-0.9)	2204.1 (-0.9)
$\phi$			.99	.99	.99	.931
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.992	.819	.990	.995
$\bar{R}^2$			.991	.805	.989	.994

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 18

## Regressioni annuali per il totale passività delle imprese

Variabili esplicative	Metodo CHOW-LIN - TOT PAS					
	mod_1	Mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1928. (-0.7)	-4368.2 (-0.7)	-	-7076.2 (-0.6)	-2139.4 (-1.2)	-4045.7 (-1.1)
INDBORSA	16.94 (5.6)	-	27.19 (5.7)	-	26.574 (4.9)	19.585 (5.1)
IMATD	10.781 (1.6)	12.919 (1.4)	-	-	-	38.124 (7.0)
PILD	4.9004 (5.3)	5.5384 (5.0)	-	-	-	-
GBRATE	-	-2646.2 (-0.3)	-2085.6 (.538)	-703.92 (-0.1)	-	-
Constant	-82187 (-0.5)	-50111 (-0.5)	626110 (3.1)	1023075 (3.5)	711426 (3.0)	218976 (1.2)
$\rho$	.99	.97	.99	.99	.99	.99
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.972	.965	.912	.161	.902	.976
$\bar{R}^2$	.968	.960	.908	.119	.897	.974

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 19

**Regressioni annuali per il totale passività delle imprese**

Variabili esplicative	Metodo FERNÁNDEZ - TOT PAS					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	-1747 (-0.6)	-4163.1 (-0.7)	-	-6595.4 (-0.7)	-2122.2 (-.5)	-3599.6 (-1.1)
INDBORSA	16.904 (5.7)	-	22.478 (5.5)	-	22.335 (4.8)	18.765 (5.1)
IMATD	10.825 (1.7)	12.249 (1.4)	-	-	-	32.219 (5.5)
PILD	4.9064 (4.7)	5.6759 (4.1)	-	-	-	-
GBRATE	-	-959.21 (-0.1)	-1864.6 (-0.4)	211.91 (0.)	-	-
Constant	-19892 (-0.4)	20933 (0.3)	5046.2 (0.1)	60131 (0.6)	-12578 (-0.2)	5306.3 (0.1)
$\rho$	1.	1.	1.	1.	1.	1.
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$	.971	.962	.911	.163	.901	.976
$\bar{R}^2$	.968	.958	.907	.121	.896	.974

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

Tav. 20

**Regressioni annuali per il totale passività delle imprese**

Variabili esplicative	Metodo SANTOS SILVA CARDOSO - TOT PAS					
	mod_1	mod_2	mod_3	mod_4	mod_5	mod_6
NTAIL	N.A.	N.A.	-	-3923.5 (-1.4)	702.38 (1.7)	-433.08 (-1.0)
INDBORSA	N.A.	-	4.4796 (21.)	-	4.4583 (16.)	2.9852 (3.9)
IMATD		N.A.	-	-	-	3.2671 (6.8)
PILD	N.A.	N.A.	-	-	-	-
GBRATE	-	N.A.	941.11 (2.6)	3431.4 (1.0)	-	-
Constant	N.A.	N.A.	-9475.9 (-2.4)	35349. (4.0)	-8572.1 (1.3)	-495.46 (-0.1)
$\phi$			.97	.99	.97	.931
N. osservazioni.	41	41	55	43	43	41
$R^2$			.992	.732	.991	.994
$\bar{R}^2$			.991	.710	.990	.992

Nota: fra parentesi c'è il t-statistico

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Banca d'Italia (2002), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali, Roma.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2000), *Guide to the Flow of Fund Accounts*, Board of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Bonci, R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Caruso, M. (2006), *Fluttuazioni del mercato azionario e domanda di moneta in Italia, 1913-2003*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 576.
- Chow, G.C. e A. Lin (1971), *Best Linear Interpolation, Distribution and Extrapolation of Time Series by Related Series*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 53, pp. 372-375.
- Engle, R. e C.W.J. Granger (1987), *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*, in "Econometrica", vol. 55, pp. 251-276.
- Fernández, R.B. (1981), *A Methodological Note on the Estimation of Time Series*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 63, pp. 471-476.
- Friedman, M. (1962), *The Interpolation of Time Series by Related Series*, in "Journal of the American Statistical Association", vol. 57, pp. 729-757.
- Gomez, V. e A. Maravall (1998), *TRAMO SEATS Instructions for the users*, Discussion Paper, n. 383, Banco de España.
- Guerrero, V.M. (1990), *Temporal Disaggregation of Time Series: An ARIMA-Based Approach*, in "International Statistical Review", vol. 58, pp. 29-46.
- Litterman, R.B. (1983), *A Random Walk, Markov Model for the Distribution of Time Series*, in "Journal of Business and Economics Statistics", vol. 1, pp. 169-173.
- Santos Silva, J.M.C. e F.N. Cardoso (2001), *The Chow-Lin Method Using Dynamic Models*, in "Economic Modelling", vol. 18, pp. 269-280.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. BRUNO

*Tommaso Di Fonzo\**

I metodi per la stima indiretta di serie trimestrali, a partire dal noto dato annuale, costituiscono una particolare applicazione di metodi più generali, sviluppati per ricavare da serie osservate a cadenza 'bassa' serie storiche aventi frequenza  $s$  volte più alta e coerenti con le osservazioni di partenza.

Nei metodi che fanno uso di indicatori di riferimento, il profilo trimestrale di una serie disponibile solo a cadenza annuale viene ricostruito con l'ausilio di informazioni trimestrali parziali e indirette, fornite da serie economiche correntemente disponibili e logicamente legate alla serie d'interesse.

Le ipotesi su cui si fondano tali metodi sono molto stringenti. Non sempre, infatti, le informazioni indirette e parziali di cui si dispone sono adeguate allo scopo. Inoltre, la nota serie annuale può essa stessa fornire valutazioni del fenomeno scarsamente attendibili, vanificando così anche un'eventuale elevata rappresentatività dell'indicatore. Può tuttavia darsi la situazione opposta, e cioè che, a fronte di informazioni di base adeguate, si faccia uso di metodi scarsamente affidabili. Ciò ha spinto numerosi autori a ricercare i modi più appropriati per usare le informazioni indirette fornite dagli indicatori nella riduzione a cadenza trimestrale di dati disponibili a cadenza annuale.

I metodi statistici utilizzati per la stima di serie storiche a cadenza infrannuale possono idealmente essere classificati in due grandi categorie: approcci che utilizzano metodologie e fonti analoghe a quelle utilizzate per la stima dei dati annuali (*metodi diretti*) e approcci statistico-matematici in cui si opera una disaggregazione temporale dei dati annuali (*metodi indiretti*).

La decisione di utilizzare l'approccio diretto dipende sostanzialmente dalla disponibilità alla cadenza temporale desiderata di fonti statistiche complete e paragonabili a quelle utilizzate a livello annuale. Molto spesso, infatti, la scarsità di informazioni dirette a cadenza

---

\* Dipartimento di Scienze Statistiche, Università di Padova.

infrannuale sui fenomeni di interesse impone l'uso di metodi matematici o statistici per la disaggregazione temporale dei dati annuali. Di questo importante problema – ben noto a chi ha, o ha avuto, a che fare con i conti economici trimestrali italiani – si occupa Bruno, presentando un'interessante applicazione ad alcune serie storiche dei conti finanziari, la cui disponibilità a cadenza trimestrale è particolarmente desiderabile per gli analisti economici.

L'attenzione di Bruno si concentra principalmente sui metodi *regression based*, che modellano l'andamento delle serie trimestralizzate sulla base della relazione, stimata econometricamente, esistente tra uno specifico indicatore e il corrispondente dato annuale. Tra tali metodi spicca quello di Chow e Lin (1971), che è particolarmente diffuso tra gli istituti di statistica di tutto il mondo<sup>1</sup> – e non soltanto per la stima dei conti trimestrali – a causa della sua semplicità d'uso e della sua robustezza in diversi contesti applicativi.

Punto di partenza dell'approccio in questione è la formulazione in termini di modello di regressione del legame esistente, a livello trimestrale, tra la serie da stimare e gli indicatori di riferimento. Il modello di regressione annuale si ottiene allora per aggregazione, e a partire da esso si possono ricavare le stime trimestrali desiderate, sotto forma di previsioni a minima varianza. La bontà del metodo di Chow e Lin dipende dunque essenzialmente dal buon accostamento esistente a cadenza annuale tra l'indicatore di riferimento e il dato da trimestralizzare.

Come è noto, la scelta a suo tempo fatta dall'Istat di adottare tale metodo per la stima dei conti economici trimestrali poggiava sul lavoro di revisione metodologica portato a termine nel 1985 da una commissione congiunta con la Banca d'Italia (Istat, 1985). Col passare del tempo, tuttavia, gli sviluppi nelle tecniche statistiche per la modellazione delle serie economiche e un'accresciuta capacità di valutazione critica delle ipotesi su cui la tecnica in questione si fonda, hanno favorito l'emergere di approcci più flessibili e/o alternativi, che hanno dimostrato in alcuni casi una maggiore stabilità dei risultati (revisioni minori).

Di questi aspetti si è occupata una commissione di studio dell'Istat, avente il compito di formulare proposte sulle strategie da utilizzare per la

---

<sup>1</sup> Si noti tuttavia che a livello di istituzioni internazionali l'approccio indiretto secondo Chow e Lin non trova unanime accoglienza. Se Eurostat (1999) lo approva e ne auspica la diffusione, tutt'altra opinione viene manifestata dall'International Monetary Fund (Bloem *et al.*, 2001).

disaggregazione temporale dei conti economici trimestrali, che ha di recente concluso i propri lavori<sup>2</sup>. Di fatto Bruno discute alcune di queste proposte, con lo scopo di valutarne la praticabilità e le differenze per ciò che attiene alle principali caratteristiche dinamiche delle serie stimate.

Il ben noto punto di partenza è che il risultato di Chow e Lin (1971) vale nell'ipotesi che sia nota la matrice di covarianza dei disturbi trimestrali del modello di regressione. Quando ciò non si dia, il che accade nella larghissima maggioranza delle situazioni reali, si pongono due problemi di non semplice soluzione e strettamente interrelati:

- (a) Come identificare il processo generatore dei disturbi trimestrali, posto che si dispone dei soli disturbi stimati con il modello di regressione annuale?
- (b) Come stimare in modo consistente i parametri che caratterizzano il processo generatore dei disturbi trimestrali a partire dal processo aggregato annualmente?

Idealmente, la versione stimata del modello disaggregato dovrebbe essere coerente con la specificazione suggerita dai dati (aggregati) disponibili, in base a un principio di *consistenza empirica* (Casals *et al.*, 2005) tra modello disaggregato (a frequenza alta) e modello aggregato (a frequenza bassa). Per gran parte delle tecniche, in particolare per quelle *regression-based*, il processo è invece esattamente opposto: il modello disaggregato viene *imposto* ai dati e il modello aggregato che consente di stimare i parametri si ottiene come meccanica conseguenza dell'aggregazione temporale; le stime vanno accettate così come sono, anche quando il modello aggregato stimato (nella forma imposta dal modello di base postulato) manifesta chiari problemi di adattamento.

Un altro elemento di debolezza è rappresentato dall'assunto di esogeneità dell'indicatore su cui tale approccio si basa. Grazie a esso, infatti, non sussistono particolari problemi per 'trasferire' la dinamica congiunturale dell'indicatore all'indicato. In molte situazioni concrete, tuttavia, indicato e indicatore sono variabili fortemente interrelate, caratterizzate semmai da nessi causali bidirezionali o, più semplicemente, soggette alle medesime influenze dell'ambiente economico da cui vengono generate. In casi del genere, l'uso di modelli di regressione, semplici o con

<sup>2</sup> Il seminario conclusivo in cui sono stati presentati i risultati della commissione si è tenuto a Roma il 3 novembre 2005 ([www.istat.it/istat/eventi/contieconomici3112005/](http://www.istat.it/istat/eventi/contieconomici3112005/)).

componenti dinamiche di qualche tipo, rischia di essere un'operazione forzata e, al limite, arbitraria.

Come è evidente, si tratta di questioni molto delicate, che nel caso della procedura di Chow e Lin, e più in generale delle tecniche che da essa direttamente discendono, vengono per lo più affrontate con semplificazioni motivate da ragioni pratiche e con argomentazioni euristiche.

Per ciò che riguarda le procedure di disaggregazione temporale di Fernández (1981) e Litterman (1983), che Bruno considera nel suo lavoro, valgono le seguenti osservazioni. Nel primo caso, anche grazie a una ovvia reinterpretazione del modello statistico su cui la procedura si fonda, è possibile apprezzare la semplicità concettuale della logica economica che il modello sottende, che trae ulteriore forza dalla possibilità di modellare i logaritmi. Per quanto riguarda il metodo di Litterman, invece, dai lavori della commissione dell'Istat sono emersi i limiti logici e statistici del modello, che è stato oggetto di approfondimenti teorici e di esperimenti di simulazione dai quali sono emerse debolezze non trascurabili, tali da sconsigliarne l'uso nella pratica di produzione corrente di serie trimestrali. Va anche detto che tali risultanze hanno trovato ulteriore conferma negli esperimenti di previsione in corso d'anno effettuati su varie serie di contabilità nazionale trimestrale italiana.

Quanto all'estensione dinamica del modello adottato per la trimestralizzazione proposta da Santos Silva e Cardoso (2001), Bruno si sofferma sulla formulazione matriciale classica del pertinente modello di regressione, che permette di evidenziare (i) le analogie, quanto meno formali, tra questa procedura di disaggregazione temporale e la formulazione standard delle procedure *Best Linear Unbiased* secondo Chow e Lin (1971), e (ii) le minori criticità dal punto di vista econometrico che caratterizzano questa procedura. Va comunque segnalato che per tale procedura è già disponibile una interessante rilettura in chiave di formulazione *state-space* del problema di disaggregazione temporale mediante indicatori di riferimento, che ne esalta la flessibilità e la possibilità di 'annidare' i modelli classici (tra cui quello di Chow e Lin) e, grazie a ciò, di derivare stringenti indicazioni sulla specificazione da adottare attraverso procedure inferenziali standard.

Quanto al metodo di Guerrero, l'ultimo che Bruno prende in considerazione nel suo lavoro, si tratta di una procedura di '*data-based benchmarking*', ossia una procedura di stima in due passi. Il primo comporta una stima preliminare della serie trimestrale. Il secondo consiste

in un aggiustamento delle stime, coerente con i noti valori annuali, sulla base di una matrice di covarianza degli errori desunta dal modello identificato e stimato per l'indicatore di riferimento. Interessante per la 'logica' che la sottende – è la dinamica trimestrale dell'indicatore di riferimento che guida l'utente nella ripartizione delle discrepanze tra stime trimestrali preliminari e dato annuale – tale procedura mostra tuttavia qualche debolezza nei casi in cui la modellazione automatica dell'indicatore non dovesse risultare adeguata.

Accanto alle questioni 'tecniche' fin qui trattate, non sembra inutile sottolineare una volta di più l'importanza di valutare sistematicamente la bontà dell'adattamento del modello sottostante la disaggregazione, utilizzando le usuali diagnostiche per serie temporali, segnatamente le innovazioni. Particolarmente rilevante risulta, inoltre, il monitoraggio in tempo reale della capacità previsiva al di fuori del periodo campionario, valutata con riferimento alla capacità di prevedere il valore totale dell'aggregato annuale.

Per concludere, e correndo il rischio che ogni schematizzazione porta con sé, sembra ragionevole ancorare la scelta di una procedura di disaggregazione temporale mediante indicatori di riferimento ai seguenti criteri operativi:

1. stabilità dei risultati (minimizzazione delle revisioni);
2. comportamento del metodo in estrapolazione (accuratezza delle previsioni in corso d'anno);
3. capacità di cogliere e replicare le caratteristiche cicliche, stocastiche e stagionali delle serie di riferimento.

In base a tali caratteristiche, semplici da definire, quanto delicate – ma non impossibili – da tradurre in indicatori di sintesi e in prassi operative, andrebbero giudicate le serie stimate da Bruno, in modo che l'utente possa giovare di una chiave di lettura efficace per scegliere tra serie stimate alternative.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Bloem, A., Dippelsman, R.J. e N.Ø. Mæhle (2001), *Quarterly National Accounts Manual. Concepts, Data Sources, and Compilation*, Washington DC, International Monetary Fund.
- Casals, J., Jerez, M. e S. Sotoca (2005), *Empirical Modeling of Time Series Sampled at Different Frequencies*, comunicazione presentata al 'Workshop on Frontiers in Benchmarking Techniques and their Application to Official Statistics', Lussemburgo, 7-8 aprile 2005.
- Chow, G. e A.L. Lin (1971), *Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution and Extrapolation of Time Series by Related Series*, in "The Review of Economics and Statistics", vol. 53, pp. 372-375.
- Eurostat (1999), *Handbook of Quarterly National Accounts*, Luxembourg, European Commission.
- Fernández, R.B. (1981), *A Methodological Note on the Estimation of Time Series*, in "The Review of Economics and Statistics", vol. 63, pp. 471-478.
- Guerrero, V.M. (1990), *Temporal Disaggregation of Time Series: An ARIMA-based Approach*, in "International Statistical Review", vol. 58, pp. 29-46.
- Istat (1985), *I conti economici trimestrali, anni 1970-1984*, Supplemento al Bollettino mensile di statistica, n. 12.
- Litterman, R.B. (1983), *A Random Walk, Markov Model for the Distribution of Time Series*, in "Journal of Business and Economic Statistics", n. 1, pp. 169-173.
- Santos, Silva J.M.C. e F.N. Cardoso (2001), *The Chow-Lin Method Using Dynamic Models*, in "Economic Modelling", vol. 18, pp. 269-280.

## È POSSIBILE TENER CONTO DELLE PENSIONI FUTURE NEI CONTI FINANZIARI ?

*Gabriele Semeraro\**

### 1. Introduzione

Nell'attuale sistema dei conti nazionali e finanziari, basato sul *System of National Accounts 93* (SNA93), non vengono considerati gli impegni pensionistici futuri delle più importanti tipologie. Sono in particolare esclusi gli impegni degli enti previdenziali pubblici, così come i fondi occupazionali a ripartizione.

La *ratio* di tale trattamento è connessa al funzionamento dello schema pensionistico. I rapporti pensionistici di tipo privatistico sono riconosciuti dallo SNA93, poiché in essi l'assicurato versa dei contributi, e la sua controparte accantona delle corrispondenti riserve, destinate a finanziare la futura pensione. L'impegno è dunque simile alla sottoscrizione di una polizza del ramo vita, con il pagamento di una lump sum al momento della morte o pensionamento, o all'acquisto di quote di un fondo comune: tali forme di investimento sono entrambe riconosciute nel sistema dei conti. In tutti i periodi che precedono la liquidazione, è infatti possibile determinare, in modo non ambiguo, la posizione individuale dell'assicurato.

Considerazioni analoghe non valgono per gli schemi a ripartizione, in cui le pensioni correnti sono finanziate da contributi correnti e trasferimenti, piuttosto che dal rendimento di attività precedentemente accumulate e investite. Gli impegni del debitore non sono dunque "incorporati" in corrispondenti riserve o attività segregate, e non sono assimilabili ai tradizionali strumenti finanziari. Nei conti si riflette solo l'eventuale squilibrio di cassa derivante dal divario tra contributi ricevuti nel periodo corrente e pensioni corrisposte nello stesso periodo, senza alcun riferimento agli impegni relativi ai periodi successivi.

---

\* Le opinioni espresse nel presente lavoro sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente l'orientamento della Banca d'Italia. Si ringraziano: Luigi Federico Signorini, Rocco Aprile, Warren C. Sanderson, per utili commenti e punti di vista alternativi. La responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è esclusivamente dell'autore

Con le attuali regole, se un sistema a ripartizione è in disequilibrio strutturale (nel senso che sta accumulando impegni pensionistici non coperti da corrispondenti contributi), ma i contributi ricevuti nel corso dell'anno eguagliano le pensioni corrisposte, non si ha alcun effetto visibile sull'indebitamento netto. Anche se, in termini economici, fosse evidente da oggi, lo squilibrio diverrebbe visibile nei conti nazionali solo in futuro. Più in generale, il disavanzo attualmente visibile in termini di cassa potrebbe fornire una sottostima del reale squilibrio che risulterebbe da opportune misurazioni per competenza.

Una proposta per l'ampliamento della registrazione di impegni per pensioni future nel sistema dei conti nazionali, quindi nei conti finanziari e nell'indebitamento netto, è stata lanciata da un gruppo di discussione nell'ambito del processo di aggiornamento dello SNA93 (si veda United Nations, 2002, Pitzer, 2002), e discussa in gruppi di lavoro presso le principali sedi internazionali (Fondo monetario internazionale, OCSE, Eurostat, Banca centrale europea e Comitato per le Statistiche monetarie, finanziarie e di bilancia dei pagamenti). L'obiettivo del presente lavoro è verificare le possibilità effettive di implementazione degli orientamenti sinora emersi, con particolare riferimento alla contabilità dei *flussi*, analizzandone le implicazioni dal punto di vista della coerenza statistica e dei possibili problemi di incentivo. *In quanto segue, la questione centrale non riguarda gli stock, bensì i flussi, e l'opportunità di modificare l'attuale nozione di deficit.*

Nella prossima sezione verranno esaminate e discusse le principali motivazioni economiche, statistiche e contabili per la modifica degli attuali criteri di misurazione, nonché lo stato dell'arte del processo decisionale. Si passa quindi a un'esposizione più dettagliata del modo in cui le pensioni vengono riconosciute nell'attuale sistema dei conti reali e finanziari, e dei metodi che si dovrebbero utilizzare per rendere effettive le proposte di modifica (sezione 3).

Nella sezione successiva si esamina la robustezza del nuovo metodo contabile, dal punto di vista della coerenza statistica, della dipendenza da parametri incerti, della sensibilità dei dati rispetto a operazioni non significative e delle possibilità di manipolazione. Sebbene molti argomenti abbiano natura più generale, particolare attenzione è dedicata agli aspetti di maggiore rilievo per i paesi europei, nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi prevista dal Patto di stabilità e crescita. Nella sezione 5 viene analizzata la capacità che avrebbero le nuove regole – ove applicate propriamente – di rappresentare gli squilibri pensionistici e fornire i corretti

incentivi per l'adozione di riforme strutturali. La sezione 6 riassume le principali conclusioni del lavoro.

## 2. Perché introdurre le pensioni future nel sistema dei conti?

### 2.1 *Insegnamenti dalla crisi dei fondi aziendali a prestazione definita*

Le proposte per la misurazione delle passività pensionistiche future *non* sono una novità degli ultimi anni (per un esempio in ciascuno dei decenni precedenti, cfr. Franco, 1995; Castellino, 1985 e Feldstein, 1974), almeno nel contesto delle previsioni di spesa e dello stock di debito (ma non dei flussi correnti di contabilità nazionale)<sup>1</sup>. Il dibattito si riferiva prevalentemente alla possibilità di incorporare le pensioni future in un unico dato di stock corrente (da sommare, eventualmente, al debito), oppure alla possibilità di prevedere i futuri flussi di spesa senza riportarli finanziariamente a un'unica data (e senza incorrere in problemi di *discounting*). I flussi correnti rilevati dalla contabilità nazionale (in particolare, l'indebitamento netto e il saldo finanziario), pertanto, non erano coinvolti. La novità degli ultimi anni è invece il tentativo di registrare le pensioni future nel sistema dei conti *nazionali e finanziari*, sviluppando una opportuna contabilità di flusso in cui il costo implicito delle pensioni future viene sommato al disavanzo corrente (Lequiller, 2004; Oksanen, 2004; OECD, 2004).

Per comprendere i recenti sviluppi, occorre partire da quanto accaduto, negli ultimi anni, nell'ambito degli schemi pensionistici aziendali nei paesi anglosassoni. Negli Stati Uniti quasi il 40 per cento degli schemi pensionistici aziendali è del tipo a prestazione definita, in cui gli oneri e i rischi legati alle pensioni future gravano sul datore di lavoro. La percentuale è ancora maggiore nel Regno Unito (Spadafora, 2004), nonostante i recenti tentativi di *winding up* verso schemi a contribuzione definita, in cui il rischio finanziario è totalmente a carico del lavoratore. Dal 2001, l'andamento negativo dei corsi azionari, a fronte di impegni pensionistici dati, ha notevolmente peggiorato la solvibilità delle imprese e il rischio corso dalle banche creditrici. Inoltre, il rifinanziamento del deficit previdenziale ha ridotto le risorse disponibili per gli investimenti produttivi, con ricadute di rilevanza macroeconomica. Negli anni

<sup>1</sup> Cfr. anche Kotlikoff (1984) e Van den Noord e Herd (1993).

precedenti era accaduto l'opposto: l'andamento favorevole dei corsi azionari, determinando un notevole surplus previdenziale, aveva indotto le imprese a ridurre gli accantonamenti pensionistici (c.d. *contribution holidays*). Tra gli elementi che avrebbero favorito la sottovalutazione, molti concordano nell'attribuire un ruolo di rilievo all'incapacità delle preesistenti regole contabili di valutare correttamente gli impegni futuri.

A partire dal 2001 la graduale introduzione degli standard contabili FRS 17 e IAS<sup>2</sup>, che prevedono metodi armonizzati e "pessimistici" per la valutazione degli impegni pensionistici aziendali, ha reso evidente la reale fragilità finanziaria di numerose imprese degli USA e del Regno Unito. Ove fossero stati già in vigore, gli IAS relativi alla valutazione degli impegni pensionistici futuri avrebbero offerto ai finanziatori, e alle stesse imprese, una valutazione realistica e meno legata a transitori miglioramenti dei pagamenti per cassa. Nello stesso periodo, non solo nel campo delle pensioni, andava affermandosi la tendenza degli statistici e dei *national accountants* ad armonizzare il più possibile le regole della contabilità nazionale con i nuovi standard della contabilità aziendale.

Con queste premesse, è naturale chiedersi se i metodi contabili per la valutazione delle pensioni future a prestazione definita possano essere estesi al caso in cui il debitore non è un'impresa, ma è lo Stato (cfr. H.M Treasury, 2002; Blake, 2003). Così come la contabilità aziendale pre-IAS tendeva a sottostimare l'effettivo aumento di passività delle imprese, la contabilità nazionale potrebbe verosimilmente sottostimare il disavanzo dello Stato, nella sua qualità sia di datore di lavoro, sia di garante della *social security*. L'analogia fornita dagli IAS e dagli errori di valutazione dei fondi aziendali, in base a segnali distorti forniti dai semplici saldi di cassa, può in effetti considerarsi uno dei più validi elementi di pressione verso la modifica dell'attuale trattamento delle pensioni nei conti nazionali.

## 2.2 *Sostenibilità, sorveglianza di bilancio e competenza, operazioni straordinarie*

Lasciando da parte la coerenza con il trattamento degli schemi aziendali e limitando l'attenzione al solo ambito dei conti pubblici, un ruolo di rilievo deve attribuirsi alla crescente preoccupazione per le tematiche della "*ageing economics*". In numerosi paesi europei, tale

<sup>2</sup> IAS e FRS 17 non sono del tutto allineati. La differenza più significativa riguarda il "*corridor*" del dieci per cento per l'esenzione dall'obbligo di immediata registrazione dei *capital gain/loss*. Ai fini del presente lavoro i due standard possono considerarsi equivalenti.

preoccupazione è legata alla costante riduzione del rapporto tra forza lavoro e numero dei pensionati, in sistemi già caratterizzati da disavanzi di cassa (con alcune eccezioni di rilievo, come il Regno Unito)<sup>3</sup>. Negli USA, sebbene il sistema previdenziale sia in sostanziale equilibrio di cassa (attualmente, in surplus), la preoccupazione è legata allo studio delle misure per fronteggiare i disavanzi previsti nei prossimi decenni, a partire dal pensionamento dei *baby-boomers* della fine degli anni cinquanta; (si veda Diamond e Orszag, 2004). In tale contesto, la crescente domanda di statistiche armonizzate in grado di cogliere le passività future riflette da un lato l'incertezza sull'*impatto complessivo dell'invecchiamento della popolazione* (Disney, 2001), dall'altro la necessità di *valutare gli effetti delle riforme pensionistiche*<sup>4</sup>.

Nel caso dei paesi appartenenti all'Unione europea, alla preoccupazione per la vera e propria sostenibilità di lungo periodo si accompagna la costante attenzione per l'efficacia della "*budgetary surveillance*", anche nel breve termine. Quest'ultima, per la parte relativa ai flussi, si basa sui conti nazionali reali e finanziari. In tale ambito, il tentativo di misurare le pensioni future può essere inquadrato nella più generale tendenza a estendere il campo di applicazione del principio della competenza economica. L'importanza di tale principio è legata all'opportunità di evitare che i governi possano trarre vantaggi contabili dal semplice "*rescheduling*" dei pagamenti relativi a impegni già sottoscritti. In effetti, molte delle più recenti (e più controverse) decisioni dell'Eurostat possono ricondursi, in ultima analisi, a decisioni sull'applicazione della competenza (si veda European Commission-DG ECFIN, 2005; Council of the European Union – Ecofin, 2005). La registrazione delle pensioni future può essere vista come il caso estremo dell'applicazione della competenza, non consentito dai regolamenti attuali, ma desiderabile in vista della revisione delle regole.

Un argomento strettamente correlato è legato al trattamento di operazioni straordinarie. I casi più noti hanno riguardato le operazioni France-Telecom in Francia, Daiko Henjo in Giappone e Belgacom in Belgio (cfr. Lequiller, 2004, Eurostat, 1997 e 2004. Al di là delle diverse

<sup>3</sup> Per un'ampia discussione relativa alla situazione europea, si veda ad esempio Castellino e Fornero (2003); si veda anche Economic Policy Committee (2003).

<sup>4</sup> La preoccupazione per l'andamento futuro della spesa pensionistica è ulteriormente rafforzata negli autori che sottolineano l'esistenza di un *trade-off* tra pensioni e altre forme di welfare che, in presenza di vincoli di bilancio, può indurre severe limitazioni della spesa sociale, a svantaggio delle fasce più deboli (Boeri e Perotti, 2002).

*technicalities*, le tre operazioni hanno in comune lo scambio di attività riconosciute dal sistema dei conti contro attività non riconosciute. Per esempio, per agevolare una campagna di privatizzazione, il governo assume gli impegni pensionistici dell'impresa nei confronti dei dipendenti, ricevendo come corrispettivo un pagamento di cassa. In ciascuno dei tre casi si sarebbe verificata un'operazione puramente finanziaria, in cui le passività pensionistiche nei confronti dei dipendenti sono state scambiate contro un pagamento lump-sum attuarialmente equivalente. Il sistema di regole attuali ha riconosciuto solo un lato dell'operazione (il movimento di cassa). Ciò avrebbe prodotto un artificiale miglioramento del saldo finanziario (indebitamento netto) del settore che ha acquisito le passività "nascoste" (si veda Lequiller, 2005). Il solo modo per evitare tali miglioramenti artificiali dei conti pubblici sarebbe il riconoscimento di *tutte* le passività pensionistiche nel sistema dei conti.

Esistono numerosi altri motivi di interesse per la misurazione delle pensioni future. Per esempio, introdurre la ricchezza pensionistica tra i regressori potrebbe migliorare la stima della funzione del consumo delle famiglie. L'intenzionale esclusione di tali argomenti consente di chiarire uno degli aspetti principali del presente lavoro. In realtà, i vantaggi derivanti da una qualche misurazione della ricchezza pensionistica possono considerarsi fuori discussione (si veda ad es. Attanasio e Brugiavini, 2003, Blake, 2002 e Blake e Orszag, 1999). L'oggetto del lavoro è stabilire se e con quale metodo si debba tener conto di tali misurazioni anche nei flussi della contabilità nazionale.

### 2.3 *Evoluzione delle regole*

Nell'ambito del processo di revisione dello SNA93, su richiesta del gruppo di lavoro di contabilità nazionale delle Nazioni Unite (ISWGNA), il Fondo monetario internazionale ha coordinato un comitato di esperti di vari paesi (*Advisory expert group*, o AEG), che ha avallato la proposta di nuove regole per la misurazione delle passività pensionistiche. La proposta prevedeva l'utilizzo di metodi attuariali per il riconoscimento degli schemi occupazionali a ripartizione operati da qualsiasi datore di lavoro, incluso lo Stato verso i propri dipendenti (De Rougemont, 2003). Il riconoscimento delle nuove passività si basava sull'estensione del concetto di "obbligazione costruttiva", previsto dallo IAS19. Si tratta della pubblica accettazione, per dichiarazione o per prassi, di responsabilità verso terzi, in grado di determinare valide aspettative. La proposta lasciava tuttavia invariata la situazione per i fondi operati dallo Stato nell'ambito della

*social security*. Tale proposta è stata presentata come un primo passo<sup>5</sup>, nella generale convinzione che fosse “troppo presto” riconoscere anche la *social security*.

A livello europeo, il *Committee on monetary, financial and balance of payments statistics* (CMFB) ha dato all'Eurostat l'incarico di studiare le possibili implicazioni del processo di revisione dello SNA, predisponendo opportune task force di esperti dei vari paesi. Fin dal primo documento, la task force coordinata dall'Eurostat ha rilevato l'importanza della revisione della SNA, sottolineando il possibile impatto sulle statistiche europee di finanza pubblica, basate sul manuale europeo SEC95. La task force ha da subito ribadito il carattere “essenziale” dell'allineamento tra il SEC95 e lo SNA: ciò in termini pratici implica l'impegno a modificare il SEC95, in caso di cambiamento dello SNA.

A sua volta la Direzione Statistica dell'OCSE ha rielaborato la proposta dell'AEG, predisponendo uno schema dettagliato per l'inclusione nei conti nazionali di tutte le passività pensionistiche, comprese quelle della *social security*. In tale schema, le varie voci relative a pensioni a ripartizione non sono contabilizzate in un conto separato, ma rientrano direttamente nella sequenza contabile che porta all'indebitamento netto. Per quest'ultimo, diventano prontamente disponibili due versioni: quella tradizionale, attualmente in uso, e quella modificata, comprensiva della passività future. Tale proposta può quindi considerarsi come il secondo passo verso l'inclusione di tutti i flussi pensionistici nell'indebitamento netto.

Dai gruppi coordinati dall'Eurostat è infine emersa (maggio 2005), in modo non unanime, una “posizione europea” (Lequiller, 2005), che prevede la registrazione di tutte le passività pensionistiche in uno schema obbligatorio, ma non compreso nel “core” dei conti nazionali (né, in particolare, nella sequenza che porta all'indebitamento netto). La discussione presso l'FMI è tuttora in corso, in attesa di raggiungere una conclusione definitiva nel 2006.

<sup>5</sup> “As a first step, the EDG proposal is restricted to employer schemes, because the benefit provided is clearly of a nature of a deferred compensation (in contrast to other pension schemes, such as those by social security) (...)” Eurostat (2004).

### 3. Il nuovo metodo: aspetti metodologici e statistici

#### 3.1 *Le pensioni future nel sistema dei conti*

Prima di descrivere le nuove proposte, è opportuno richiamare il trattamento attuale delle pensioni nei conti nazionali. Per semplificare l'esposizione, utilizzeremo il solo conto finanziario, senza ripercorrere l'intera sequenza dei conti nazionali. L'impatto sui conti reali (indebitamento netto) equivale al saldo del conto finanziario. Il conto finanziario registra i flussi di attività e passività in strumenti finanziari. I possibili strumenti finanziari sono sette: Oro e DSP (F.1), Circolante e depositi (F.2), Titoli e derivati (F.3), Prestiti (F.4), Azioni e partecipazioni (F.5), Riserve tecniche di assicurazione (F.6), Altri conti attivi e passivi (F.7). Ogni operazione che movimenti uno o più dei suddetti strumenti, detenuti o emessi da un settore, dà quindi luogo a registrazioni nel suo conto finanziario. Le operazioni puramente finanziarie (come la cessione di titoli in cambio di un pagamento di cassa) movimentano solo strumenti finanziari, per importi uguali e contrari, e non hanno quindi effetto sul saldo finanziario. Le operazioni reali (come la vendita di beni o servizi a fronte di un pagamento di cassa) modificano il saldo finanziario.

Le attuali regole contabili prevedono che gli impegni pensionistici vengano inclusi tra gli strumenti finanziari (tra le riserve tecniche di assicurazione, F.6) *solo per gli schemi con costituzione di riserve. Sono in ogni caso esclusi gli impegni degli enti previdenziali delle AA.PP*<sup>6</sup>. La tavola 1 riporta, a titolo di esempio, il pagamento di contributi ricevuto da un'impresa con un fondo a contribuzione definita per i propri dipendenti. Contestualmente al pagamento (F.2), il sistema dei conti riconosce la nascita di una passività finanziaria (F.6) dell'impresa per un pari importo. Si ha pertanto un'operazione puramente finanziaria, senza impatto sull'indebitamento netto (B.9).

---

<sup>6</sup> Nel caso in cui il governo operi in qualità di datore di lavoro, l'ultima versione del *Manual on Government Finance Statistics* del Fondo monetario internazionale (si veda FMI, 2001) ha previsto la registrazione delle passività pensionistiche. Anche in tale trattamento innovativo restano esclusi gli schemi della *social security*.

Tav. 1

## Fondo occupazionale a contribuzione definita

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		<i>Flussi attivi</i>	<i>Flussi passivi</i>
<b>F.2</b> (circolante e depositi)	Contributi versati dai dipendenti	+100	
<b>F.6</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Creazione di impegni pensionistici		+100
<b>B.9</b>	Saldo finanziario		0

Al momento del pagamento delle pensioni, si avrà nuovamente un'operazione finanziaria, con scritture esattamente opposte (esborso (-) di cassa, con riduzione di passività per un pari importo). Di conseguenza, l'effetto sul saldo finanziario sarà sempre nullo.

Nel caso della *social security*, invece, vengono riconosciuti solo i movimenti di cassa (F.2). Pertanto, il pagamento dei contributi migliora il saldo finanziario, mentre il pagamento delle pensioni lo peggiora. Il saldo sarà nullo solo se i contributi eguagliano le pensioni pagate nello stesso anno. Se una legge promette maggiori benefici senza disporre l'immediata copertura tramite maggiori contributi, lo squilibrio non è immediatamente visibile nell'indebitamento netto.

### 3.2 *Le pensioni future nei conti finanziari*

Sulla base di quanto prescritto dal gruppo di discussione FMI per le pensioni corrisposte dallo Stato in qualità di datore di lavoro, Lequiller (2004) ha proposto un metodo generalizzato che si applica anche allo Stato

in quanto responsabile della previdenza sociale<sup>7</sup>. I punti fermi sono: 1) l'abbandono della discriminazione in base alla presenza di riserve (o alla natura retributiva); 2) il riporto degli impegni futuri a dati correnti, mediante l'uso di metodi attuariali; 3) l'attribuzione delle passività nette così ottenute al responsabile dello schema pensionistico.

Sebbene il metodo sia piuttosto complesso, è possibile darne una spiegazione estremamente semplice utilizzando il solo conto finanziario. Senza conseguenze per la discussione successiva, assumeremo che alcune delle componenti considerate nella proposta siano nulle<sup>8</sup>. Consideriamo il caso di un sistema previdenziale *pay-as-you-go*, in cui esiste un'impresa privata. Lo Stato corrisponde pensioni per un importo pari a 11 e riceve contributi per 12,5. Una parte dei contributi (1,5) è a carico dei lavoratori, mentre la parte rimanente (11) è a carico dell'impresa. Assumiamo inoltre che, nonostante l'avanzo di cassa appena descritto, il sistema sia in disequilibrio e i contributi siano insufficienti rispetto all'aumento di pensioni future legalmente riconosciuto ai lavoratori: i contributi nozionali in grado di mantenere il sistema in equilibrio sono ipotizzati pari a 15,5 (3 in più rispetto ai contributi effettivamente incassati).

Nella prima parte della tavola 2 sono riportati i movimenti di cassa (F.2) corrispondenti alla riscossione dei contributi (A+B) e al pagamento delle pensioni (C). Si tratta di tutto ciò che è rilevato dal conto finanziario secondo le attuali regole. Il risultato è un accredito netto per 1,5.

La parte successiva riporta le ulteriori scritture che si avrebbero adottando il nuovo trattamento. Come visto nel paragrafo precedente, il riconoscimento di passività (o "quasi-passività") pensionistiche tra gli strumenti finanziari implica che i pagamenti di contributi (A+B) e pensioni (C) diventino operazioni puramente finanziarie: in contropartita della cassa, ci sono ora assunzioni e cancellazioni di passività in riserve tecniche di assicurazione (F.6X)<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> "My proposal is [...] to accept from the start an extension of the borderline to include the liabilities of social security." (Ibid., pag.5).

<sup>8</sup> In particolare, il termine relativo al "*property income*". Oltre a rispondere a esigenze di esemplificazione, tale scelta riflette scetticismo circa la possibilità attuariale di aggiungere tale voce al contributo nozionale per la previdenza sociale. Tale possibilità sembrerebbe richiedere il computo di "*second line reserves*" (per un commento attuariale, cfr. L'Appendice VI, a cura di John Walton, in De Rougemont, 2003).

<sup>9</sup> La lettera X indica che, per il momento, si tratta di un'estensione solo "per memoria" della voce F.6 (questo giustifica anche l'espressione "quasi passività"). Considerazioni analoghe valgono per B.9X, estensione per memoria dell'indebitamento netto B.9.

## Tav. 2

**Impatto delle passività per pensioni future sull'indebitamento netto  
delle Amministrazioni pubbliche**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		Flussi attivi	Flussi passivi
<b>F.2</b> (circolante e depositi)	A) Contributi versati dai dipendenti	+1,5	
	B) Contributi versati dal datore di lavoro	+11	
	C) Pensioni corrisposte	-11	
(B.9)	<i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(+1,5)
<b>F.6X</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Assunzione di impegni verso dipendenti (=A+B)		+12,5
	Cancellazione di impegni verso pensionati (=C)		-11
	Aggiunta attuariale		+3
(B.9S)	<i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-4,5)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-3

Si ha poi un ultimo aumento di passività, chiamato “aggiunta attuariale”, che rappresenta l’assunzione di ulteriori passività pensionistiche non coperte dai contributi di cassa. Tale termine è definito come la differenza tra i contributi correnti e i contributi attuariali, che sarebbero in grado di mantenere in equilibrio il sistema. In questa parte del conto, si sarebbe potuto indicare direttamente il complessivo contributo attuariale di equilibrio (che abbiamo assunto pari a 15,5), senza dividerlo artificialmente in tre parti (i vari contributi e, per differenza, l’aggiunta attuariale). Si è proceduto in questo modo al fine di separare la componente che dà luogo a transazioni puramente finanziarie (i contributi che, come le

pensioni, si elidono con corrispondenti voci nella parte alta del conto) dalla componente considerata operazione reale.

Sommando agli strumenti finanziari già riconosciuti (F.2) le nuove passività pensionistiche (F.6X), si ottiene una nuova versione dell'indebitamento netto. Nell'esempio, grazie al cambiamento di definizione, il saldo passa da un avanzo di 1,5 a un deficit di 3, che sembra rappresentare meglio la situazione di squilibrio.

### 3.3 Implementazione dello schema di riferimento

I risultati del gruppo coordinato dall'FMI non presentano esplicitamente formule e metodi di calcolo generali, ma partono da esempi numerici a valle rispetto ai calcoli attuariali. Gli esempi numerici sono comunque riferiti a microdati, tipicamente la singola impresa. Considerazioni analoghe valgono per la discussione successiva e per il metodo proposto da F. Lequiller (OCSE) per l'estensione alla *social security*. Per facilitare la discussione nei paragrafi successivi, è opportuno impostare il metodo in un quadro più generale, avendo riguardo all'implementazione su dati aggregati.

Si consideri uno schema a ripartizione, senza precisare se si tratti di previdenza sociale o di un fondo aziendale. I beneficiari si dividono in dipendenti e persone già pensionate<sup>10</sup>. Per il generico dipendente tuttora in attività ( $j$ ), lo stock di benefici pensionistici futuri  $E_{t_0}^j$ , corrispondente agli impegni della sua controparte, può essere scritto come:

$$E_{t_0}^j = \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \gamma_{t_0+h}^j \alpha_{t_0+h}^j \quad (3.1)$$

$t_0$  = anno corrente,  $w_t^j$  = reddito pensionistico dell'individuo  $j$  al tempo  $t$ ;

$\gamma_t^j$  = probabilità per l'individuo  $j$  di ricevere una pensione al tempo  $t$ ;

$\alpha_t^j$  = prob. per l'individuo  $j$  di essere in vita al tempo  $t$ ;  $r$  = tasso di sconto

<sup>10</sup> In quanto segue, omettiamo per semplicità la trattazione esplicita della componente da inflazione (che può essere facilmente aggiunta senza alterare le conclusioni).

Nel caso di lavoratori già pensionati, la relazione è più semplice. Lo stock  $P_t^j$  di future prestazioni pensionistiche per il pensionato  $j$  è:

$$P_{t_0}^j = \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \alpha_{t_0+h}^j \quad (3.2)$$

Sia  $N_E$  il numero totale di occupati e  $N_P$  il numero complessivo di pensionati partecipanti allo schema. Si indichino inoltre, con  $\alpha$  e  $\gamma$  le due serie di coefficienti attuariali da cui si ottengono le sequenze di valori  $\alpha_t^j$  e  $\gamma_t^j$  per ciascun individuo. Per la popolazione data di lavoratori e pensionati, la valutazione complessiva dello stock di pensioni future  $S_{t_0}$  nel periodo  $t_0$  sarà pertanto:

$$S_{t_0}(r, w, \alpha, \gamma) = \sum_{j=1}^{N_E} \left( \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \gamma_{t_0+h}^j \alpha_{t_0+h}^j \right) + \sum_{j=1}^{N_P} \left( \sum_{h=1}^{\infty} \frac{w_{t_0+h}^j}{(1+r)^h} \alpha_{t_0+h}^j \right) \quad (3.3)$$

dove  $w_t = (w_t^1, w_t^2, \dots, w_t^{N_E}; w_t^1, w_t^2, \dots, w_t^{N_P})$  e  $w = (w_1, w_2, \dots, w_t, \dots)$

Il valore ottenuto nella (3.3) è lo stock di ricchezza pensionistica delle famiglie. Per ottenere il dato di flusso da registrare nei conti finanziari è necessario identificare e isolare le componenti da escludere dalla semplice variazione dello stock (gli *Other economic flows*, o OEF)<sup>11</sup>. Per esempio, l'effetto della variazione del tasso di riferimento può, in base alla (3.3), essere approssimato mediante l'espressione  $\frac{\partial S_{t_0}(r, w, \alpha, \gamma)}{\partial r} \cdot \Delta r$ , mentre espressioni analoghe valgono per l'impatto

<sup>11</sup> Nella contabilità nazionale, gli "Other economic flows" (OEF) identificano variazioni di stock non spiegate da flussi (transazioni). Gli OEF comprendono le *revaluations* e gli *Other changes in volume*.

degli altri parametri. Tuttavia, rielaborando le conclusioni raggiunte dal gruppo EDG (pp. 38-42), il flusso può essere direttamente ottenuto per confronto di due valori successivi della (3.3), imponendo la costanza dei parametri attuariali. Per esempio, nel caso di modifiche del tasso di sconto, si ottengono immediatamente le seguenti espressioni per la variazione di stock, il flusso e la rivalutazione, rispettivamente:

$$\Delta S_{t_0} = S_{t_0+1}(r_{t_0+1}, \cdot) - S_{t_0+1}(r_{t_0}, \cdot) \quad (3.4)$$

$$FL_{t_0+1} = S_{t_0+1}(r_{t_0}, \cdot) - S_{t_0}(r_{t_0}, \cdot) \quad (3.5)$$

$$OEF_{t_0+1} = \Delta S_{t_0+1} - FL_{t_0+1} \quad (3.6)$$

Il flusso definito dalla (3.5) individua esattamente l'incremento di futuri benefici guadagnato da lavoratori e pensionati durante il periodo contabile<sup>12</sup>. La procedura per ottenere il flusso è del tutto analoga in caso di variazione simultanea di più parametri. Si ricava prima il dato di flusso sotto ipotesi di invarianza di tutti i parametri attuariali. Si ottiene quindi l'*OEF* per differenza.

Riassumendo, a monte del lavoro statistico ci sono dati disaggregati di partenza simili a quelli già presenti nei modelli di previsione di spesa governativi, i cui risultati sono utilizzati e pubblicati in vari paesi. Considerando il tasso di sconto come determinato esogenamente (per i particolari si veda il prossimo paragrafo), la sequenza di flussi è riassunta in un unico stock aggregato, che è il solo nuovo dato da fornire agli statistici. Nel caso in cui gli attuari (o la normativa) modifichino dei parametri, allo statistico occorre un secondo stock, di confronto, ottenuto ricavando dal modello i nuovi dati in base ai parametri attuariali precedenti.

<sup>12</sup> Sebbene non vi sia una definizione formale, ciò che nella proposta di Lequiller è chiamato "*Actuarial addition*" non corrisponde al flusso definito dalla (3.5). Tale contributo deve necessariamente corrispondere, invece, alla differenza

$$FL_{t_0+1} - \sum_{j=1}^{N_E} C_j^E(t_0 + 1) - \sum_{j=1}^{N_F} C_j^F(t_0 + 1),$$

tra il valore attuale dei nuovi impegni futuri (3.5) e i contributi corrisposti nell'anno corrente (si è indicato con  $N_E$  e  $N_F$ , rispettivamente, il numero dei dipendenti e dei datori di lavoro; con  $C^E$  e con  $C^F$  i contributi versati, rispettivamente, dai dipendenti e dai datori di lavoro). Lo schema del paragrafo precedente è coerente con tale impostazione (cfr. Lequiller, 2004).

## 4. Problemi statistici e di misurazione

### 4.1 Come superare le difficoltà legate al tasso di sconto

I dubbi l'efficacia del metodo proposto sono stati prevalentemente legati all'incertezza circa le principali grandezze occupazionali e reddituali che compaiono nella (3.5), soprattutto nel caso in cui lo schema sia di *social security*. Tuttavia, l'argomento che sembra aver riscosso il maggior successo è legato alla dipendenza dei risultati dal tasso di sconto. I problemi sono due: da una lato l'arbitrarietà legata alla scelta iniziale del tasso di riferimento; dall'altro gli ampi effetti dovuti a semplici modifiche del tasso nel tempo, anche in assenza di assunzione o estinzione di impegni (*volatility*). Nel caso delle imprese, entrambi gli effetti erano esaltati dalla prassi contabile pre-IAS, che consentiva di scontare le passività mediante un tasso ricavato in base a una opportuna media dei rendimenti attesi delle attività del fondo (con buoni margini di discrezionalità nella valutazione di rendimenti, pesi e aspettative). Una volta stabilito il calcolo del tasso medio, si presentava il problema successivo (ampi margini di variazione nella valutazione degli impegni del fondo, dovuti al movimento dei prezzi delle attività). I nuovi standard contabili prevedono che alle passività sia in tutti i casi applicato il tasso di rendimento di una obbligazione a lungo termine con rating a doppia A e particolari caratteristiche. Ciò riduce drasticamente sia i margini di discrezionalità, sia la sensibilità all'andamento dei mercati. Sebbene vi siano state, tra gli stessi attuari, opinioni discordanti sulla superiorità di tale metodo, esso può oggi considerarsi largamente acquisito e comunque "esogeno" rispetto alla problematica statistica: l'operazione di sconto non dipenderebbe da scelte arbitrarie dello statistico<sup>13</sup>.

Ciò non è ancora sufficiente a eliminare i dubbi nell'effetto del tasso di sconto sui dati di stock, ma l'obiezione perde molta della sua efficacia nel caso dei flussi, grazie al particolare metodo di contabilizzazione proposto. Adottando lo schema di calcolo del paragrafo precedente, si vede subito che il flusso ottenuto nella (5.3) non può risentire della volatilità del tasso di interesse. La resistenza ai cambiamenti indotti dai movimenti nei tassi è una proprietà caratteristica del nuovo metodo. L'effetto della variazione dei tassi è eliminato dal dato di flusso e incluso negli "*Other economic flows*". Di conseguenza, tutti i saldi principali (reddito, risparmio

<sup>13</sup> Non si vede per quali ragioni il tasso debba essere diverso nel caso della *social security*. Cfr. comunque Mink e Walton (2005), p. 6.

e indebitamento netto) sarebbero immuni dai temuti problemi di volatilità indotta dai tassi (De Rougemont e Lequiller, 2004, pp. 3-4)<sup>14</sup>.

In realtà, le argomentazioni legate ai tassi continuano a costituire un ottimo motivo per l'esclusione delle pensioni future dal debito di Maastricht (stock)<sup>15</sup>. Tuttavia, il tentativo di adattare al caso dei flussi di contabilità nazionale è in contrasto con le caratteristiche del metodo proposto.

#### 4.2 Possibili incongruenze nel metodo "accrued-to-date"

Altre perplessità<sup>16</sup> hanno riguardato le ipotesi sull'andamento della popolazione (comunque considerato il dato meno difficile da prevedere; cfr. Mink e Walton, 2005) e la difficoltà di prevedere la componente occupata della popolazione e il relativo reddito.

In realtà, il metodo raccomandato non richiede tali previsioni. Rispetto alla data corrente, la valutazione degli impegni non parte dal futuro (ovvero da un'ipotesi sulle pensioni che saranno pagate in un numero ipotetico di periodi futuri e di pensionati); parte invece dal passato, considerando i soli diritti maturati, sino a quel momento, per un numero noto di soggetti iscritti alla *social security*. Il flusso è quindi dato dal "present value of additional rights accrued (actuarially estimated) due to the work service delivered during the period" (De Rougemont e Lequiller, 2004, p. 3). Esso corrisponde esattamente alla definizione di "accrued-to-date liabilities" (Franco *et al.*, 2004, p. 17).

Esistono tuttavia due ulteriori aspetti, legati ai contributi, su cui non ci si è soffermati nella discussione internazionale. Come si vede facilmente nella rappresentazione formale che abbiamo dato della proposta dell'OCSE

<sup>14</sup> Naturalmente, ci si riferisce solo all'effetto contabile della variazione del tasso di interesse nell'attualizzazione dei flussi futuri, non agli effetti diretti delle variazioni dei rendimenti correnti sul reddito (per gli schemi che hanno anche *asset*).

<sup>15</sup> Per un elenco degli argomenti contrari all'inclusione delle passività pensionistiche nel debito, si veda Fenge e Werding (2003), Franco (1995), Bohn (1992).

<sup>16</sup> "While population forecasts may to some extent be reliable, it is extremely difficult to make appropriate employment and income forecasts by institutional sector over a (very) long time horizon. The compilation of future entitlements based on such assumptions may have to be revised continuously and substantially. As a consequence, fiscal variables such as government deficit and debt would be surrounded by a high degree of uncertainty and be prone to manipulation." (Mink e Walton, 2005, p. 6).

(*supra*, par. 3.3), il metodo considera l'obbligo di pagare le pensioni future, ma ignora il diritto a ricevere i futuri contributi. Se la *ratio* per il nuovo trattamento è l'inclusione nel sistema dei conti delle "obbligazioni costruttive" (par. 2.3), non è affatto chiaro il motivo di tale asimmetria. I due obblighi (per pensioni e contributi) sono spesso previsti dalla medesima legge e hanno la stessa natura. Peraltro, dovendo distinguere tra i due, l'impegno sui contributi appare più vincolante, data l'asimmetria tra le due parti. Chi deve versare i contributi non ha infatti la possibilità di modificare unilateralmente la legge, a differenza della sua controparte.

Tav. 3

**Aumento annuale delle pensioni future perfettamente finanziato  
dall'aumento dei contributi**

**Anno t**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		<i>Flussi attivi</i>	<i>Flussi passive</i>
<b>F.2</b>	Contributi incassati	+10	
	Pensioni corrisposte	-10	
(B.9)	<i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(0)
<b>F.6X</b>	Ass.ne impegni vs dipendenti		+10
	Canc.ne impegni vs pensionati		-10
	Aggiunta attuariale		+1
(B.9S)	<i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-1)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-1

segue Tav. 3

## Anno t+1

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		Flussi attivi	Flussi passivi
<b>F.2</b>	Contributi incassati	+11	
	Pensioni corrisposte	-11	
(B.9)	<i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(0)
<b>F.6X</b>	Ass.ne impegni vs dipendenti		+11
	Canc.ne impegni vs pensionati		-11
	Aggiunta attuariale		+1
(B.9S)	<i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-1)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		-1

A tale critica si potrebbe obiettare richiamando il punto di vista espresso, in altri contesti, da alcuni economisti. Per esempio Disney (2001) ha indirettamente espresso una visione coerente con il nuovo metodo, sostenendo che dalle pensioni future *non* vanno sottratti i contributi futuri dello stesso periodo; questi ultimi rappresentano infatti la base di ulteriori passività, di periodi ancora successivi. In tale visione, i sistemi retributivi sono di fatto assimilati a un sistema contributivo, in cui l'aumento di pensioni future è l'esatta contropartita dei contributi correnti. Tuttavia, limitando l'attenzione al particolare metodo proposto da FMI e OCSE, sembra che il tentativo di trattare gli schemi retributivi come se fossero contributivi possa dar luogo a dei paradossi. Nell'esempio della tavola 3 consideriamo il caso di un fondo a prestazione definita, il cui statuto prevede l'obbligo di mantenere l'equilibrio finanziario di cassa e il potere di adeguare anno per anno i contributi. Assumiamo che: (a) le pensioni e i diritti acquisiti crescano di pari passo e (b) i contributi vengano costantemente adeguati, in modo da garantire la copertura delle pensioni correnti.

Il vecchio metodo (saldo B.9) mostra in ciascun periodo un saldo nullo, che sembra riflettere adeguatamente la situazione. Il nuovo metodo mostra invece un *deficit in ciascun anno*, di interpretazione molto dubbia (almeno sotto il profilo della sostenibilità). Tale deficit sembra legato alla mancata considerazione dell'equilibrio tra prestazioni e contributi (sia di cassa, sia futuri). Non è però chiaro né il suo contenuto informativo, né la coerenza con il caso del sistema contributivo<sup>17</sup>. È facile ottenere lo stesso risultato contabile con un fondo in cui non c'è alcun obbligo, né alcun tentativo, di adeguamento dei contributi, e in cui si verifica disavanzo costante di cassa, con necessità di ricorso a finanziamenti esterni. Il fatto che il nuovo metodo possa trattare in modo identico situazioni sensibilmente diverse solleva dubbi sul vantaggio informativo della nuova nozione di deficit.

#### 4.3 Identificazione dei diritti maturati

Il secondo aspetto riguarda il caso in cui, data la natura a ripartizione dello schema, non si riesca a identificare con precisione l'anno di maturazione dei diritti pensionistici. La sola soluzione compatibile con il metodo "*accrued-to-date*" sembra essere il riconoscimento nei soli casi in cui esiste una relazione chiara, almeno tra gli anni di lavoro e la pensione (cosa che già accade in quasi tutti i paesi europei). Tale soluzione può apparire convincente, ma prepara il terreno per due potenziali difetti: uno economico, l'altro statistico. Nel corso degli anni, nei principali paesi europei, le riforme per il progressivo risanamento dei sistemi pensionistici si sono tipicamente tradotte in un'estensione del legame tra contributi e pensioni, pur senza alterare la natura *pay-as-you-go* degli schemi. Per esempio, sistemi in cui la pensione dipendeva dalle ultime retribuzioni sono stati progressivamente corretti aumentando il numero di anni di riferimento<sup>18</sup> (il caso limite è dato dal virtual funding puro, nella cui formula entrano i contributi dell'intera vita lavorativa). In un paese in cui aumenta il numero di anni su cui si estende il legame pensione/contributi, diminuisce l'età lavorativa minima per poter calcolare i diritti maturati, e

<sup>17</sup> Imponendo la stessa crescita nei contributi di un qualsiasi schema contributivo, il nuovo metodo garantirebbe saldo nullo in tutti i periodi.

<sup>18</sup> A parte l'ovvio caso dell'Italia, altri esempi sono forniti dall'adeguamento della SERPS britannica, l'adeguamento della pensione primaria e l'incremento del peso di ARRCO e AGIRC in Francia, ecc.

potrebbero aumentare le passività “misurabili” secondo il nuovo metodo<sup>19</sup>. Nel confronto del paese con sé stesso prima della riforma (ovvero con sistemi simili ma meno “virtuosi”), può quindi emergere un *disincentivo* a realizzare le riforme. Tale risultato è l’esatto contrario delle aspettative che hanno motivato la domanda di revisione delle regole contabili.

Sui problemi di incentivo economico torneremo con maggiore dettaglio nella sezione 5. Dal punto di vista puramente statistico e metodologico (seguito in questa parte) occorre limitarsi a rilevare un immediato problema di coerenza che discende dall’esempio appena visto. Non si vede alcun motivo per cui sistemi “*pay-as-you-go*” simili (come lo stesso paese prima e dopo l’aumento degli anni di riferimento) debbano essere trattati in modo diverso a causa di un semplice cambiamento nella “*award formula*”; e soprattutto non si vede alcun motivo per cui il cambiamento nella “*award formula*” (che di norma si accompagna a una *riduzione* dei futuri impegni del governo) debba risultare in un *aumento* dell’indebitamento pensionistico. A prescindere dai problemi di incentivo, sembra esserci un serio problema di qualità della misurazione.

Occorre infine aggiungere che la richiesta di un legame tra pensione e anni di lavoro è una condizione del tutto minimale. In realtà, anche in casi in cui esiste un preciso legame tra contributi (non anni) e pensioni, possono sussistere serie difficoltà per l’applicazione univoca del nuovo metodo. Considerando una pluralità di paesi, sembra che la nozione di diritti “*accrued-to-date*”, ben definita nella fase finale della carriera lavorativa, possa essere molto più ambigua negli anni precedenti. Laddove è facile calcolare la variazione di diritti corrispondente a un anticipo/posticipo sull’*ultimo* anno di lavoro, non è altrettanto facile determinare l’incremento di diritti che si acquisisce nei primi anni di lavoro.

Si consideri ad esempio il caso di una formula in cui, tra i termini utili per il calcolo della pensione, vengono richiesti il numero di anni di attività e la media delle migliori venti retribuzioni. Un soggetto ha lavorato per cinque anni, con retribuzioni diverse e crescenti. Con quali dati si calcolano i diritti *up-to-date*? Scartata l’ipotesi di riportare in avanti le cinque retribuzioni applicando un tasso di crescita, si potrebbero identificare i diritti acquisiti assumendo che il salario smetta di crescere,

<sup>19</sup> Ciò si è verificato anche in Italia, dopo le riforme pensionistiche degli anni novanta. Attualmente, per varie tipologie di lavoratori, l’INPS è in grado di calcolare gli impegni maturati sin dai primi anni dell’attività lavorativa.

eguagliando i dati successivi all'ultima delle cinque retribuzioni. Oppure, si può assumere che la attuale media raggiunta dal lavoratore sia la migliore. Un'altra ipotesi è calcolare la media uguagliando a zero tutte le retribuzioni successive. Infine, eguagliare la media alla peggiore delle cinque retribuzioni potrebbe sembrare un'ipotesi eccessivamente pessimistica, ma darebbe risultati generalmente migliori rispetto all'ipotesi precedente.

Con questo semplice esempio si intende solo richiamare l'attenzione su un aspetto: il fatto che il metodo “*accrued-to-date*” sia relativamente indipendente da ipotesi sul futuro<sup>20</sup> (popolazione, occupazione, ecc.) non significa che sia una funzione deterministica del passato. Il nuovo metodo non contiene una definizione di “diritti maturati” universalmente applicabile a tutte le situazioni. L'ovvia conseguenza è la possibilità di valutare i dati dello stesso paese in modo sensibilmente diverso, a seconda dell'interpretazione, con evidenti margini di discrezionalità o di manipolazione dei risultati.

#### 4.4 Significatività

Altri punti che meritano particolare attenzione sono l'arbitrarietà della linea di demarcazione tra tasse e contributi e le possibili incoerenze rispetto al trattamento delle altre componenti della spesa.

In sistemi a ripartizione, la classificazione degli importi come contributi, piuttosto che tasse, è largamente discrezionale. Quando non c'è un legame diretto tra i pagamenti ricevuti ed effettuati dallo Stato, e c'è inoltre evidenza sia di contributi non utilizzati per pagare pensioni, sia di pensioni non pagate solo attraverso i contributi, l'identificazione dei contributi può divenire una *fictio iuris* suscettibile di cambiare senza alcuna motivazione economica. A titolo di esempio, in Italia, nel 1995, si è verificata una riclassificazione di circa 4.5 punti tra tasse e contributi (che ha portato questi ultimi al 23,81 per cento della retribuzione). Ciò ha lasciato inalterati sia gli oneri complessivi per i datori di lavoro, sia, naturalmente, le spese e la sostenibilità complessiva. Se operazioni simili avessero impatto sull'indebitamento netto, i governi potrebbero facilmente ottenere benefici contabili del tutto ingiustificati in termini reali.

L'indebitamento netto corrispondente alla vecchia definizione non risente di tali operazioni “cosmetiche”; a prima vista, il nuovo

<sup>20</sup> In aggiunta rispetto alle ipotesi comunque incorporate nei coefficienti attuariali.

indebitamento netto potrebbe invece risentirne (la questione è stata sollevata in vari gruppi di lavoro sull'argomento). Mostriamo tuttavia nell'appendice che il nuovo metodo è in realtà robusto rispetto a questo tipo di operazioni non significative, e che *la nuova nozione di indebitamento netto, al pari della vecchia, non risente della riclassificazione tra tasse e contributi.*

Il punto sulla coerenza di trattamento tra diverse componenti di spesa si basa su una constatazione: non esiste differenza sostanziale tra le obbligazioni pensionistiche di un sistema a ripartizione e le obbligazioni legate alla spesa pubblica sanitaria (un accenno a tale punto si è avuto nel *Workshop OCSE "Accounting for implicit pension liabilities"*, ma non è stato sviluppato; cfr. Lequiller, 2004). In entrambi i casi:

- Il governo assume l'obbligo di erogare benefici negli anni successivi;
- L'"assicurato" paga degli oneri, che non sono in rapporto diretto con i benefici;
- Esiste in linea di principio un "contributo nozionale", pari all'importo che dovrebbe essere pagato a un'assicurazione privata per aver diritto ai benefici.

Se in base al principio delle obbligazioni costruttive si riconoscono nel sistema dei conti le future pensioni a ripartizione, nasce quindi una seria incoerenza rispetto ad altre rilevanti componenti della spesa. Se d'altra parte si cercasse di riconoscere nel sistema anche le *medicare liabilities* (anch'esse prive di legami con corrispondenti asset espliciti), non sarebbe più chiaro il punto di arrivo. Critiche di questo tipo sono emerse anche nella discussione del *Panel of external fiscal experts* del Fondo monetario internazionale (Aaron *et al.*, 2003).

## **5. Problemi di incentivo**

### *5.1 Diritti acquisiti prima del cambiamento di metodo*

In precedenza abbiamo discusso i soli aspetti di misurazione, per verificare la coerenza statistica del nuovo metodo prescindendo dai problemi di incentivo. In questo paragrafo e nel successivo (par. 5.2) prescinderemo dai problemi di misurazione, considerando ugualmente validi i due metodi sotto il profilo statistico e confrontandoli

esclusivamente in relazione ai diversi incentivi forniti. In accordo con lo scenario descritto nelle sezioni 1 e 2, la valutazione si riferisce al seguente uso delle passività pensionistiche: utilizzare i dati di flusso per modificare l'attuale nozione di indebitamento, da utilizzare ai fini di una regola di bilancio con soglia fissa (come la regola del tre per cento prevista dal Patto di Stabilità e Crescita).

Nel paragrafo 4.3 abbiamo già discusso un caso in cui, nonostante gli impegni pensionistici futuri si riducano, si ha un effetto contabile di aumento del disavanzo, secondo il nuovo metodo. Ciò dà luogo sia a problemi di coerenza nella misurazione, sia a problemi di incentivo. L'esempio nel paragrafo 4.3 era condotto in costanza di regole (assumendo che valga sempre il nuovo trattamento e considerando una particolare riforma pensionistica). Cerchiamo ora di valutare l'impatto di un cambiamento nelle regole, con il passaggio dalla vecchia alla nuova definizione di indebitamento netto.

Indichiamo con  $K(t)$  i diritti aggiuntivi maturati nell'anno  $t$ , con  $P(t)$  e  $C(t)$ , rispettivamente, le pensioni e i contributi pagati per cassa nello stesso anno;  $B.9(t)$  e  $B.9X(t)$  indicano i corrispondenti saldi finanziari, secondo la vecchia e, rispettivamente, nuova definizione. È possibile dimostrare le seguenti relazioni (si veda l'Appendice):

- L'effetto della voci pensionistiche su  $B.9(t)$  è  $C(t)-P(t)$ ;
- L'effetto sul nuovo  $B.9X$  è  $C(t)-K(t)$
- Il divario tra  $B.9X(t)$  e  $B.9(t)$  è quindi pari a  $P(t)-K(t)$

A titolo di esempio, consideriamo due paesi identici (A e B), in cui esistono due generazioni di lavoratori, con regimi pensionistici diversi: 1) una giovane, i cui componenti sono nella fase iniziale dell'attività lavorativa; 2) una anziana, i cui componenti sono prossimi alla pensione. Per la generazione più anziana, la pensione è totalmente retributiva; una volta raggiunta l'età pensionabile, i benefici sono essenzialmente determinati dalle ultime retribuzioni. Negli anni che precedono il raggiungimento dell'età pensionabile, le passività pensionistiche verso tale generazione sono già riconosciute dal sistema dei conti, sulla base del salario corrente. Per i giovani, una formula non perfettamente contributiva lega invece la pensione a tutti i contributi versati. Di conseguenza, anche in caso di costanza dei salari, le passività pensionistiche aumentano di anno in anno, contestualmente al versamento dei contributi.

In passato, prima dell'introduzione del nuovo metodo, entrambi i paesi hanno realizzato una riforma pensionistica, fissando un'età pensionabile più alta per entrambe le generazioni. Rispetto al paese B, il paese A ha limitato maggiormente le pensioni della generazione anziana. Assumiamo per semplicità che i salari dei lavoratori anziani ancora in attività rimangano costanti, in modo che, per tale generazione, la componente del flusso  $K$  sia nulla in tutti gli anni successivi alla riforma. Vi sarà invece una componente positiva di  $K$ , legata al progressivo versamento dei contributi da parte dei giovani. Poiché i contributi sono assunti uguali nei due paesi, anche il flusso complessivo  $K$  dovrà essere uguale.

Di conseguenza, nel confronto complessivo,  $P(t)-K(t)$  sarà maggiore nel paese B, che paga più pensioni a parità di flusso  $K$ . Dalla terza relazione richiamata, ciò significa che per tale paese lo scarto del nuovo saldo dal deficit tradizionale è più favorevole. Se ne trae una prima, diretta, conclusione: *il cambio di metodo premia il paese meno virtuoso. Non vale quindi l'analogia con quanto accaduto alle imprese introducendo gli IAS<sup>21</sup>. In quel caso, l'introduzione del nuovo metodo peggiorava univocamente i conti delle imprese meno avvedute negli anni precedenti.*

Ciò equivale a rilevare che il solo indebitamento netto non può sostituire il efficacemente contenuto informativo del dato di stock<sup>22</sup>.

## 5.2 *Scheduling*

Consideriamo ora un caso relativo a un solo paese, *in costanza di regole statistiche*: il nuovo metodo è già in vigore e il paese deve valutare l'impatto di due possibili riforme pensionistiche. Mostriamo che può esserci un incentivo permanente a rinviare gli effetti delle riforme.

Assumiamo nuovamente l'esistenza di una generazione giovane, i cui componenti sono nella fase iniziale dell'attività lavorativa, e di una generazione anziana, i cui componenti sono prossimi alla pensione. Dopo la riforma, come nell'esempio precedente, assumiamo per semplicità  $K=0$  per la generazione anziana, mentre i diritti della nuova generazione sono progressivamente acquisiti contestualmente al versamento dei contributi.

<sup>21</sup> Come osservato nel paragrafo 2.1, tale analogia era uno degli argomenti in favore dell'adozione del nuovo metodo.

<sup>22</sup> In caso di approvazione della proposta OCSE, l'indebitamento netto sarebbe il solo indicatore direttamente rilevante per le regole di bilancio a subire modifiche.

Le due riforme in esame prevedono una riduzione di diritti complessivamente simile, ma distribuita diversamente nel tempo. La prima riforma consiste nel ridurre allo stesso modo i diritti delle due generazioni. La seconda riforma prevede di riversare la maggior parte degli oneri sulla generazione giovane, *rinviano gli effetti della manovra*. Assumiamo che, nell'anno in cui viene approvata la riforma, la riduzione dei diritti della generazione anziana sia comunque in grado di mantenere l'indebitamento netto al di sotto della soglia prevista dalla regola di bilancio, per entrambe le riforme.

La tavola 4 fornisce un esempio che si applica a ciascuno degli anni che seguono la riforma, purché siano ancora corrisposte pensioni alla generazione anziana. Le colonne di destra mostrano il conto finanziario calcolato in ciascuna delle tre ipotesi (assenza di riforma, riforma 1 e riforma 2). Rispetto allo *status quo*, la riforma 1 prevede sia minori pensioni<sup>23</sup>, sia minore crescita dei diritti futuri ( $K$  passa da 13 a 12), a parità di contributi versati. La riforma 2 lascia quasi invariate le pensioni corrisposte alla vecchia generazione (da 16 passano a 15), riducendo maggiormente la crescita dei diritti futuri dei giovani (ciò risulta in un minore  $K$ ), a parità di contributi versati. Rispetto alla riforma 1, la 2 prevede quindi maggiori pensioni oggi a fronte di minori pensioni domani. Sebbene la riforma 2 costituisca un sostanziale rinvio della manovra al futuro, il differimento non solo non peggiora il saldo B.9X, ma addirittura lo migliora (naturalmente, considerazioni analoghe non valgono affatto per il tradizionale B.9).

Il principale motivo per cui la riforma 2, pur prevedendo maggiori uscite di cassa, non peggiora il saldo B.9X è mostrato dalle righe centrali della tavola 4 (il conto delle quasi-passività pensionistiche). In tale sezione, il pagamento di maggiori pensioni correnti apporta un beneficio contabile, perché viene interpretato come maggiore cancellazione di passività pensionistiche. *Ceteris paribus*, il fatto di pagare più pensioni *correnti*

<sup>23</sup> Gli effetti su  $P$  e  $K$  possono essere equivalentemente interpretati in termini di minore reddito, o in termini di innalzamento dell'età pensionabile.

Tav. 4

## Differimento degli effetti di una riforma

Strum.	Descrizione	Assenza di riforma		Riforma 1		Riforma 2	
		A	P	A	P	A	P
F.2 B.9)	C) Contributi incassati	+10		+10		+10	
	P) Pensioni corrisposte	-16		-12		-15	
	(Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole)		-6		-2		-5
F.6X B.9S)	Ass.ne impegni vs dipendenti =C		+10		+10		+10
	Canc.ne impegni vs pensionati =P		-16		-12		-15
	(Per memoria: contributo attuariale complessivo (K))		(13)		(12)		(11)
	Aggiunta attuariale = K-C		+3		+2		+1
	(Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche)		+3		0		+4
B.9X	Saldo finanziario (nuova definizione = B.9+B.9S)		-3		-2		-1

migliora il conto pensionistico (B.9S)<sup>24</sup>. La stessa sezione mostra un secondo aspetto, risultante dal tentativo di estremizzare l'applicazione della competenza. Si tratta della possibilità di *scambiare cassa corrente con promesse sul futuro*, lasciando inalterato il saldo pensionistico B.9S<sup>25</sup>. Per un paese già gravato da squilibri pensionistici e soggetto a un vincolo di bilancio sul B.9X, l'impressione è che questi aspetti del nuovo metodo

<sup>24</sup> Ciò non pone alcun problema di coerenza interna al nuovo metodo, ma può creare problemi di incentivo. Delle perplessità in tal senso erano state espresse anche da Franco *et al.*, (2004), in caso di estensione del metodo *accrued-to-date* ai flussi: "Pensions would be considered as loan repayment (...) An increase in contribution rates would, ceteris paribus, have no effect either on current or future deficits. (Ibid., p. 27)".

<sup>25</sup> Peraltro, con un *trade-off* controintuitivo: in caso di aumento delle pensioni correnti, per lasciare invariato il saldo pensionistico B.9S occorre *aumentare* (invece di diminuire) i diritti futuri.

possano ampliare i margini di manovra, piuttosto che indurre l'immediato perseguimento di misure di effettivo riequilibrio.

Una misurazione più accurata sarebbe fornita da uno *specifico conto pensionistico*, con la serie delle previsioni di spesa pensionistica per gli anni successivi (concetto estraneo all'ambito della contabilità nazionale), integrato dal *dato di stock*. In entrambi i casi discussi, il dato di stock avrebbe comunque fornito indicazioni più attendibili<sup>26</sup>. La potenziale distorsione di incentivi risulta invece dal tentativo di riassumere gli squilibri pensionistici all'interno della contabilità nazionale, modificando l'indicatore *di flusso* soggetto alla regola di bilancio "automatica": si tratta di un'idea buona (la nozione di passività pensionistica) utilizzata nel modo sbagliato.

### 5.3 Conseguenze

Nei paragrafi precedenti abbiamo mostrato esempi che sollevano seri dubbi sulla generale capacità del nuovo metodo di rappresentare adeguatamente gli squilibri pensionistici attraverso l'indebitamento netto e di fornire i corretti incentivi per l'adozione di riforme strutturali (cfr. Fenge e Werding, 2003)<sup>27</sup>.

Tenendo conto sia dei casi favorevoli discussi all'inizio della sezione 3, sia dei contro-esempi visti successivamente, sembra che il nuovo indebitamento netto sia più efficace nel cogliere gli squilibri mentre si stanno formando, senza attendere che il disavanzo si manifesti in termini di cassa. Tuttavia, sembra che la sua introduzione in paesi in cui lo squilibrio si è già manifestato possa non essere altrettanto efficace. Una ragione intuitiva si può trovare osservando che, al di là della complessità del metodo, si tratta di una questione di diverso "*time of recording*" degli stessi flussi. Su questo punto sembrano concordare anche gli autori del metodo:

<sup>26</sup> Il dato di stock sarebbe rimasto più alto nel paese meno virtuoso (primo esempio) e avrebbe contrastato l'indicazione derivante dal minor deficit nella scelta tra le due riforme, restando univocamente più basso negli anni successivi alla riforma 1 (secondo esempio).

<sup>27</sup> In un contesto diverso, nell'ambito delle misurazioni di stock, Franco *et al* (2004) osservano come l'entità delle passività per pensioni *unfunded* future potrebbe non implicare conseguenze univoche circa la sostenibilità o gli squilibri futuri (Ibid., p. 21 e sgg.). Sono quindi presentati e discussi un caso di differenza nelle passività pensionistiche (rispetto al PIL) a parità di sostenibilità e un caso in cui, nonostante un rilevante cambiamento nella sostenibilità causato da uno shock demografico, non si verifica differenza nelle passività pensionistiche relative al PIL.

*“In the long-term, and taking into account a whole cycle of pension debt creation and extinction, the cumulated deficit of the previous account and of this one are equal. The timing is however different, the last one giving a better picture in terms of structural deficit.”* (De Rougemont e Lequiller, 2004, p. 6).

Una chiave di lettura per comprendere l'apparente paradosso si ottiene ricordando la situazione degli USA, in cui la *social security* è correntemente in avanzo di cassa e l'avanzo sarà mantenuto per i prossimi due decenni. Tuttavia, molti economisti temono lo smantellamento della *social security* in occasione degli squilibri che si manifesteranno nei decenni successivi (Diamond e Orszag, 2004). Il nuovo metodo sembra appositamente disegnato per fronteggiare una situazione del genere: ove fosse applicato, trasformerebbe da subito l'attuale avanzo in disavanzo, fornendo un quadro più coerente con le preoccupazioni degli economisti.

Il punto è che, considerando quanto osservato sul *time of recording*, può darsi che non esista un metodo in grado di penalizzare simultaneamente gli USA e i paesi europei – ovvero chi è nella fase di creazione dello squilibrio, e chi è in quella di rientro, fornendo incentivi ugualmente validi rispetto alla semplice contabilizzazione di cassa.

Occorre infine rilevare che i controesempi che abbiamo presentato non dimostrano affatto la superiorità del metodo tradizionale rispetto al nuovo. Si è solo mostrato che esistono casi in cui le situazioni di squilibrio sono meglio rappresentate e penalizzate dal nuovo metodo, e casi in cui vale l'esatto contrario. Ciò sembra indicare, piuttosto che il vantaggio di un metodo sull'altro, la generale impossibilità di riassumere in un solo dato corrente (B.9 o B.9X) le informazioni che risulterebbero dalla *serie* storica di previsioni di spesa pensionistica<sup>28</sup> e dal dato di stock. Le distorsioni di incentivo che abbiamo discusso sembrano derivare dal tentativo di condensare troppe informazioni in un solo dato. Se l'obiettivo è misurare meglio gli squilibri pensionistici, senza creare artificiali distorsioni derivanti dal metodo di aggregazione, non è necessario rimanere nell'ambito della preesistente contabilità nazionale. Lo sviluppo di specifici conti pensionistici armonizzati potrebbe dare risultati migliori, rispetto a un cambiamento di definizione dell'indebitamento netto.

<sup>28</sup> La serie storica consentirebbe di valutare meglio le riforme pensionistiche, senza cancellare, peraltro, l'informazione sull'entrata in vigore degli effetti (cfr. la fine del paragrafo precedente).

## 6. Conclusioni

Dopo aver ripercorso nella prima parte le motivazioni implicite nelle attuali regole, e discusso le argomentazioni principali per la loro revisione, si può anzitutto concludere che esistono delle ottime ragioni per valutare una modifica del sistema dei conti reali e finanziari.

Dalla formalizzazione e da un esame del particolare metodo proposto da OCSE e FMI, attualmente discusso nelle sedi statistiche internazionali, occorre anche rilevare che molte delle obiezioni sinora avanzate non sono del tutto giustificate. Il metodo proposto sembra fronteggiare in modo efficace i problemi di discrezionalità e volatilità del tasso di sconto, e la sua implementazione pratica non richiede informazioni completamente nuove rispetto a quelle già utilizzate nei modelli di previsione della spesa pensionistica. Inoltre, il metodo non dipende direttamente da previsioni di lungo termine sulla popolazione o sul numero di occupati, essendo basato sulla formula *accrued-to-date*.

A fronte di tali vantaggi, il metodo presenta dei problemi di sensibilità rispetto a operazioni non significative. È sicuramente meno sensibile a operazioni straordinarie (del tipo Belgacom), ma è anche in grado di generare, partendo da situazioni simili, effetti completamente diversi sull'indebitamento netto. Altri dubbi riguardano le asimmetrie di trattamento rispetto alla spesa sanitaria e il ruolo dei contributi futuri, il cui trattamento può generare degli autentici paradossi. Infine, la formula *accrued-to-date* può essere ben definita per lavoratori prossimi alla pensione, ma può fornire notevoli gradi di libertà per tutti gli altri lavoratori.

Al di là di tali problemi di misurazione e di coerenza statistica, la nuova proposta solleva delle questioni di carattere economico, legate ai potenziali effetti di incentivo. Per un verso, ove fosse già in vigore, il nuovo metodo consentirebbe di cogliere gli squilibri pensionistici appena iniziano a formarsi. Per i paesi soggetti a regole di bilancio basate sull'indebitamento netto, ciò creerebbe un disincentivo immediato a riversare gli oneri delle riforme sulle generazioni successive. Tuttavia, la situazione cambia radicalmente quando, invece di essere stato già in vigore, il nuovo metodo deve essere introdotto in economie già gravate da squilibri. Il passaggio dal vecchio al nuovo deficit potrebbe *peggiorare* la posizione di un paese che aumenta la copertura delle pensioni tramite i contributi. Inoltre, il cambiamento di definizione potrebbe ridurre, invece di aumentare, l'indebitamento netto di un paese già in disequilibrio

pensionistico. Infine, un paese che tarda a introdurre una riforma pensionistica potrebbe essere avvantaggiato rispetto a un paese che la introduce prima.

Si è ricordata nel paragrafo 2.3 la diffusa opinione secondo cui sarebbe “troppo presto” per l’estensione del nuovo metodo alla *social security*. Dall’analisi svolta sembra che il nuovo metodo sia in grado di fornire gli incentivi corretti nella fase iniziale dello squilibrio: per esempio, in casi come quello degli USA, dove il disavanzo sarà visibile per cassa solo tra venti anni. Il metodo sembra invece fornire risultati opposti in sistemi in cui lo squilibrio si è già manifestato. In un certo senso, per molti paesi europei, si può dire che sia “troppo tardi”, piuttosto che “troppo presto”.

Una stima, per quanto approssimata, dell’andamento delle passività pensionistiche, fornisce sicuramente delle utili indicazioni (per una lista delle applicazioni, si veda Franco 1995, pag. 11). I dubbi riguardano l’opportunità di legare tali stime al calcolo dell’indebitamento netto utilizzato per le regole di bilancio europee. In tale contesto, sulla base degli esempi forniti, esistono anche seri dubbi sulla capacità del nuovo metodo di fornire i corretti incentivi per l’adozione di riforme strutturali. A tale fine, sembra essere più efficace la creazione di un conto pensionistico separato, insieme al miglioramento di altri indicatori, quali le previsioni della spesa in rapporto al PIL e dell’aliquota di equilibrio (concetti esterni al sistema dei conti nazionali)<sup>29</sup>. Non sembra invece che un indicatore aggregato quale l’indebitamento netto, insieme alla regola di bilancio basata su una soglia, sia in grado di fornire le indicazioni necessarie. Lo sviluppo di un’adeguata contabilità pensionistica potrebbe determinarsi più efficacemente in uno schema più analitico e separato dalla contabilità nazionale ordinaria.

---

<sup>29</sup> Secondo le linee indicate alla fine del paragrafo 5.2, il conto pensionistico dovrebbe includere il dato di stock che, in situazioni come quelle descritte nei due esempi, appare un indicatore più efficace dell’indebitamento netto modificato.

## APPENDICE

## Tav. A1

**Indipendenza del nuovo indebitamento netto dalle modalità di finanziamento (attraverso tasse o contributi)**

Strumento finanziario	Descrizione	Conto finanziario	
		Flussi attivi	Flussi passivi
<b>F.2</b> (circolante e depositi)  (B.9)	C1) Contributi dai dipendenti	+1,5	
	C2) Contributi dal datore di lavoro	+11	
	P) Pensioni corrisposte	-11	
	T) Tasse versate dal datore di l.	+10	
	<i>Per memoria: saldo finanziario secondo le attuali regole</i>		(+11,5)
<b>F.6X</b> (riserve tecniche di ass.ne)	Assunzione di impegni verso dipendenti (=C1+C2)		+12,5
	Cancellazione di impegni verso pensionati (=P)		-11
	D) Aggiunta attuariale=K-C1-C2		+3
(B.9S)	<i>Per memoria: saldo delle quasi-passività pensionistiche</i>		(-4,5)
<b>B.9X</b>	Saldo finanziario (nuova def.ne) = B.9+B.9S		=7

Consideriamo lo stesso esempio numerico fornito nel paragrafo 3.2, con la sola aggiunta di entrate per tassazione ordinaria (T) per un importo di 10, a parità di tutto il resto. In particolare, il contributo attuariale complessivo (che qui chiamiamo K), ricavato in base alla (3.3) secondo la definizione “*accrued-to-date*”, è ancora uguale a 15,5. Per memoria, la parte bassa della tavola A1 mostra il disavanzo pensionistico risultante dal nuovo trattamento. Il saldo finanziario complessivo (B.9X) è dunque pari

alla somma del saldo finanziario tradizionale (parte alta della tavola A1) e del nuovo saldo pensionistico.

Supponiamo che vi sia una riclassificazione tra tasse e contributi, in grado di lasciare inalterati gli oneri complessivi per l'impresa e le entrate dello Stato. Per esempio, le tasse si riducono di 4 (passando a 6) mentre i contributi aumentano per lo stesso importo (passando da 11 a 15). Naturalmente, ciò non ha effetto sul saldo finanziario tradizionale.

Passando alla parte bassa della tavola A1, i contributi complessivi devono aumentare di 4. Tuttavia, l'aggiunta attuariale  $D$  (che misura la differenza tra il valore attuale dei diritti aggiuntivi maturati nell'anno ( $K$ ) e i contributi effettivamente pagati) si riduce esattamente per lo stesso importo. Pertanto, il saldo pensionistico ( $B.9S$ ) resta invariato esattamente come il saldo finanziario tradizionale ( $B.9$ ). L'indebitamento netto dato dalla nuova definizione ( $B.9X=B.9+B.9S$ ) resta a sua volta inalterato.

Il risultato, non casuale, mostra una proprietà del nuovo metodo (ove applicato secondo le modalità che abbiamo chiarito). Il disavanzo pensionistico da aggiungere al saldo tradizionale è *univocamente determinato dalla differenza tra il contributo attuariale (diritti aggiuntivi guadagnati nell'anno) e le pensioni corrisposte per cassa ( $P$ )*. È quindi indipendente dalle modalità di finanziamento (attraverso tasse piuttosto che contributi). Valgono inoltre le seguenti proprietà:

- L'effetto sul  $B.9$  attuale è  $C-P$ ;
- L'effetto sul nuovo  $B.9X$  è  $(C-P)+(P-K)=C-K$
- Il divario tra  $B.9X$  e  $B.9$  è quindi  $P-K$

Pertanto, in un sistema virtualmente contributivo, con  $C=K$ , il  $B.9X$  è sempre nullo, a differenza di  $B.9$ . Inoltre  $B.9$  risente della dinamica della popolazione, mentre  $B.9X$  ne è indipendente (dato che  $C$  e  $K$  sono riferiti agli stessi soggetti (i lavoratori attuali), mentre  $P$  no). Per il divario tra i due saldi,  $P$  si riferisce al periodo corrente, mentre  $K$  (pur essendo maturato nell'anno) si riferisce ai periodi futuri.

### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aaron, H., Barr, N., Bosworth, B., Disney, R., Holzmann, R., Gramlich, E., Palacios, R. e M. Petrie (2003), *Comments on 'Recognition of Government Pension Obligations'*, Nota presentata dal Gruppo "External Fiscal Experts of the Panel of the Fiscal Affairs Department", International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/>.
- Attanasio, O.P. e A. Brugiavini (2003), *Social Security and Households' Saving*, in "The Quarterly Journal of Economics", vol. 118, n. 3, pp. 1075-1119.
- Blake, D. (2002), *The Impact of Wealth on Consumption and Retirement Behaviour in the UK*, UBS Pensions Programme at LSE, Discussion Paper, n. 429.
- Blake, D. (2003), *Aspects of the Economics of Ageing: Call for Evidence*, Report to the House of the Lords.
- Blake, D. e M. Orszag (1999), *Annual Estimates of Personal Wealth Holdings in the UK since 1948*, in "Applied Financial Economics", vol. 9, pp. 397-421.
- Boeri, T., Börsch-Supan, A., Brugiavini, A., Disney, R., Kapteyn, A. e F. Peracchi (a cura di) (2001), *Pensions: More Information, Less Ideology: Assessing the Long-Term Sustainability of European Pension Systems: Data Requirements, Analysis and Evaluations*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.
- Boeri, T. e R. Perotti (2002), *Meno pensioni, più welfare*, Bologna, il Mulino.
- Bohn, H. (1992), *Budget Deficits and Government Accounting*, in "Carnegie-Rochester Conference. Series on Public Policy", n. 37, dicembre, pp. 1-83.
- Castellino, O. (1985), *C'è un secondo debito pubblico (più grande del primo)?*, in "Moneta e Credito", n. 149.
- Castellino, O. e E. Fornero (2003), *Pension Policy in an Integrating Europe*, Cheltenham, Edward Elgar.

- Council of the European Union (Ecofin) (2005), *Report of the Ecofin Council to the European Council, Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact*, Bruxelles, 21 marzo 2005.
- De Rougemont, P. (2003), *The Treatment of Employer Retirement Pension Schemes in Macroeconomic Statistics – The EDG on Pensions December 2003 Report*, Rapporto allo Intersecretariat Working Group on National Accounts delle Nazioni Unite, <http://www.imf.org/external/np/staueps/index.htm>
- De Rougemont, P. e F. Lequiller (2004), *Accounting for Implicit Pensions Liabilities: Proposals from National Accountants for a Change of SNA93/ESA1995*, Paper presentato all'OECD Workshop on Accounting for Future Liabilities, 4 giugno.
- Diamond P.A. e P.R. Orszag (2004) *Saving Social Security: A Balanced Approach*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Disney, R. (2001), *How Should We Measure Pension Liabilities in EU Countries?*, in Boeri *et al.*, (2001).
- Economic Policy Committee (2003), *The Impact of Ageing Populations on Public Finances: Overview of Analysis Carried Out at EU Level and Proposals for a Future Work Programme*, EPC/ECFIN/435/03/final, Bruxelles, ottobre.
- European Commission - DG ECFIN (2005), *The Sustainability of Public Finances Based on the 2004 Updates of Stability and Convergence Programmes*, note for the attention of the Economic Policy Committee, Bruxelles, 13 aprile.
- Eurostat (1997), *Eurostat Rules on Accounting Issues*, News Release, n. 10/97, 3 febbraio.
- \_\_\_\_\_ (2004), *Payments to Government by Corporations in the Context of the Transfer to Government of their Pension Obligations*, News Release, n. XX, 25 febbraio.
- Feldstein, M. (1974), *Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation*, in "Journal of Political Economy", n. 5, settembre-ottobre.
- Fenge, R. e M. Werding (2003), *Ageing and Fiscal Imbalances across Generations: Concepts of Measurement*, Cesifo Working Paper n. 842, gennaio.

- Franco, D. (1995), *Pension Liabilities – Their Use and Misuse in the Assessment of Fiscal Policies*, in “Economic Papers”, European Commission, n. 110.
- Franco, D., Marino, M.R. e S. Zotteri (2004), *Pension Expenditure Projections, Pension Liabilities and European Union Fiscal Rules*, paper presentato all’International Workshop on the Balance Sheet of Social Security Pensions, Hitotsubashi University, Tokyo, 1-2 novembre.
- Fondo monetario internazionale (2001), *Government Finance Statistics Manual 2001*, Washington DC.
- H.M. Treasury (2002), *Valuing the Unfunded Pension Liabilities of By-Analogy Schemes for FRS17*, (Rapporto Glicksman), agosto.
- Kotlikoff, L.J. (1984), *Economic Impact of Deficit Financing*, in “IMF Staff Papers”, vol. 33, pp. 549-581.
- Lequiller, F. (2004), *Lessons from the OECD Workshop ‘Accounting for Implicit Liabilities’*, OECD paper, Parigi.
- Lequiller, F. (2005), *Towards a Compromise for the New SNA*, OECD paper for the meeting of the Task Force on Employers’ Retirement Schemes scheduled for September 21-23, 2005.
- Mink, R. e R. Walton (2005), *Employer Retirement Pension Schemes*, Paper presentato al meeting del Financial Accounts Working Group del 10-11 giugno, <http://www.imf.org/external/np/sta/ueps>.
- OECD (2004), *Classification and Glossary of Private Pensions*, Parigi.
- Oksanen, H. (2004), *Public Pensions in National Accounts and Public Finance Targets*, European Economy Economic Paper, July.
- Pitzer, J. (2002), *The Treatment of Pension Schemes in Macroeconomic Statistics*, IMF Discussion paper, novembre.
- Spadafora, F. (2004), *Il pilastro privato del sistema previdenziale. Il caso del Regno Unito*, Banca d’Italia, Temi di discussione, n. 503, giugno.
- United Nations (2002), *Report of the Task Force on National Accounts*, (Rapporto per la trentatreesima sessione della Statistical Commission, 5-8 marzo), <http://unstats.un.org/unsd/default.htm>.

Van den Noord, P. e R. Herd (1993), *Pension Liabilities in the Seven Major Economies*, OECD Economics Department Working Paper, n. 142.

## DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. SEMERARO

*Elsa Fornero\**

1. Le promesse previdenziali di un sistema pubblico a ripartizione sono una grandezza fondamentale sia dal punto di vista delle famiglie, delle quali rappresentano la *ricchezza previdenziale*, sia per la Pubblica amministrazione, della quale costituiscono il *debito previdenziale*. Attualmente, però, né queste promesse, né, conseguentemente, la loro variazione, entrano nella contabilità finanziaria, la quale tiene conto soltanto dei movimenti di cassa, ossia dei contributi correnti, per le entrate, e delle pensioni correnti, per le uscite.

A partire da questa constatazione, il lavoro di Gabriele Semeraro analizza e valuta la proposta – discussa in gruppi di lavoro presso le principali sedi internazionali, come l'OCSE e l'FMI – di riportare, mediante l'uso di metodi attuariali, gli impegni futuri a valori correnti, e di attribuire le passività (nette) così ottenute al responsabile dello schema pensionistico, correggendone i flussi per la parte di competenza. Si tratterebbe pertanto di *rilevare* il debito pensionistico e di contabilizzarne le variazioni nei flussi finanziari: una questione, peraltro, che travalica il sistema contabile e che influenza i comportamenti, con conseguenze che vanno al di là del sistema pensionistico.

Il lavoro soppesa vantaggi e limiti della proposta, considerandone le conseguenze sulla trasparenza dei conti, sui possibili riflessi in termini di *budget surveillance*, sulla capacità di limitare l'uso di operazioni di finanza straordinaria a fini di “abbellimento contabile” e, infine, sul sistema di incentivi a riforme “virtuose”, atte a rafforzare la sostenibilità nel tempo dei sistemi previdenziali.

Poiché le conseguenze sui flussi finanziari discendono direttamente dalla nozione di *debito previdenziale*, e poiché quest'ultima è tutt'altro che universalmente accettata (lo stesso Semeraro nel suo lavoro non se ne mostra del tutto convinto), può essere opportuno iniziare questa discussione riprendendo brevemente questa nozione.

---

\* Università di Torino e CeRP.

2. *La nozione di debito previdenziale.* – Considerando un sistema pensionistico, in un dato istante si hanno (Castellino, 1985<sup>1</sup>):

- una popolazione di *pensionati*, ciascuno dei quali, di regola, non deve più assolvere a obblighi contributivi e che, in forza della sua storia passata, ha acquisito il diritto a un flusso vitalizio di pagamenti;
- una popolazione di *attivi*, ciascuno dei quali dovrà ancora versare contributi per un certo numero di anni, al termine dei quali entrerà nella popolazione dei pensionati. I diritti di ogni lavoratore dipendono in buona misura dalla sua storia passata, e quindi dai contributi da lui già versati<sup>2</sup>.

I diritti pensionistici già maturati verso l'insieme dei pensionati e dei lavoratori costituiscono un impegno dello Stato, a fronte del quale – se, com'è nella maggior parte dei sistemi pubblici, il sistema è fondato sulla *ripartizione* – non sono state accantonate riserve di sorta.

Castellino propone quindi tre diverse definizioni di debito pensionistico:

- i. valore attuale delle prestazioni promesse dalla legislazione vigente agli attuali pensionati e agli attuali appartenenti alle forze di lavoro, al netto dei contributi che, sempre secondo la legislazione vigente, i secondi dovranno ancora versare;
- ii. come in i), ma estendendo il calcolo a un orizzonte infinito, ossia sommando a i) il valore attuale delle prestazioni promesse ai futuri entranti nelle forze di lavoro, anche se oggi non ancora nati, al netto dei contributi che essi verseranno;
- iii. come in i), ma limitando, per contro, il calcolo al valore attuale dei “diritti acquisiti”, cioè alla somma delle prestazioni promesse agli attuali pensionati e della quota già maturata (*accrued*) delle prestazioni promesse agli attuali appartenenti alle forze di lavoro.

La definizione ii), che fa ricorso a ipotesi di *steady state*, è la più ampia, ma anche la più sfuggente, in quanto implica previsioni demografiche ed economiche le quali, essendo proiettate su un orizzonte infinito, possono essere discutibili sul piano del realismo. Essa potrebbe

<sup>1</sup> Per il concetto di debito previdenziale, il riferimento d'obbligo è Castellino (1985). Si vedano anche Beltrametti (1996) e Disney (2001).

<sup>2</sup> Si considera versata dal lavoratore anche la quota formalmente a carico del datore di lavoro.

però essere adottata – insieme ad altri indicatori di flusso ai quali si fa correntemente riferimento, come gli andamenti della spesa in rapporto al PIL e dell’aliquota di equilibrio – come *test della solvibilità del sistema previdenziale*: se le previsioni mostrassero che il debito tende progressivamente a salire in rapporto al PIL (o alla massa dei redditi soggetti a prelievo contributivo), se ne potrebbe dedurre che il “servizio” del debito previdenziale diventa a mano a mano troppo oneroso e quindi prima o dopo *insostenibile*. Si ritrova qui la nota rilevanza del tasso complessivo al quale salgono il PIL e l’insieme dei redditi ossia del valore di  $(n+g)$ : se il sistema promette un rendimento più alto del tasso implicito, il gettito contributivo non è – in atto e in prospettiva – sufficiente a finanziarlo.

La definizione iii), prevalente in letteratura, presenta un elemento di arbitrio rispetto alla i), non essendo univoca la definizione di “*quota già maturata*”. Tuttavia, in un regime di prestazioni finanziate a ripartizione ma determinate secondo principi di equivalenza attuariale, ossia in un sistema contributivo a capitalizzazione nozionale (*Notional defined contributions* o NDC<sup>3</sup>), la differenza tra i) e iii) si riduce, fino ad annullarsi allorché, nel caso i), lo sconto delle grandezze future avviene al tasso atteso di crescita del PIL. È appena il caso di ricordare come lo schema contributivo nozionale sia alla base della riforma italiana del 1995, peraltro caratterizzata da eccessiva lentezza di applicazione.

Adottando quest’ultima definizione, Castellino sottolinea l’analogia tra il *debito previdenziale* e il debito pubblico *tout court*, rappresentato da titoli: mentre il debito palese è sottoscritto mediante versamenti volontari, il debito previdenziale è “sottoscritto” (peraltro obbligatoriamente) mediante il pagamento dei contributi. Quanto alla dinamica, il debito palese potrà essere *estinto* mediante un eccesso di entrate sulle spese (inclusi, fra le seconde, gli interessi sul debito stesso), ma lo stesso accade per il debito pensionistico in presenza di un eccesso delle entrate diverse dai contributi sulle spese diverse dalle pensioni, o in presenza di finanziamento con debito palese. Per contro il debito potrà essere *rinnovato* attraverso nuove emissioni, ma lo stesso accade, per il debito pensionistico,

<sup>3</sup> Il sistema contributivo nozionale prevede il finanziamento a ripartizione di uno schema previdenziale per il resto funzionante in modo assai simile a un’assicurazione privata, con determinazione delle prestazioni secondo il principio di equivalenza attuariale tra contributi e prestazioni. Il tasso di rendimento dei contributi non è quindi arbitrariamente fissato dal legislatore, né determinato dal mercato finanziario, come accadrebbe nella capitalizzazione effettiva, bensì coincide con il tasso di crescita della massa retributiva o, approssimativamente, con il tasso di crescita del PIL, ciò che assicura (o quasi) l’equilibrio finanziario della ripartizione.

con la corresponsione dei contributi, giacché questa si accompagna alla promessa di nuove prestazioni future e quindi equivale all'emissione di nuovo debito<sup>4</sup>. Ne deriva l'importante conseguenza che il debito previdenziale sussiste indipendentemente dal fatto che il sistema previdenziale sia in equilibrio o in disavanzo.

L'analogia tra il debito palese e il debito previdenziale non è ovviamente perfetta, né completa. In particolare, il debito previdenziale non è negoziabile, e pertanto non è vulnerabile agli shock derivanti da variazioni del saggio di interesse. Tuttavia, se pure non strettamente equivalente al debito palese, non ne è nemmeno così diverso da poter essere ignorato quando si voglia una contabilità dei flussi finanziari che, più che non i movimenti di cassa, rispecchi gli impegni assunti dall'ente previdenziale, e la loro dinamica, o quando si voglia costruire uno stato patrimoniale del settore pubblico.

**3.** *Gli effetti del debito sulla contabilità dei flussi finanziari.* – Seguendo questa impostazione, la proposta esaminata nel lavoro di Semeraro considera il pagamento delle pensioni come rimborso di impegni preesistenti (e pertanto vede la relativa uscita di cassa “compensata” dalla riduzione del debito), mentre stabilisce che al saldo finanziario della Pubblica amministrazione concorrano, con segno positivo, l'incasso dei contributi e, con segno negativo, l'aumento delle passività (ossia del debito previdenziale).

In simboli, con il *metodo vigente* il saldo finanziario è pari a “contributi meno prestazioni”, ossia:

$$C(t) - P(t) \quad (I)$$

mentre con il *nuovo metodo* proposto il saldo finanziario sarebbe pari a “contributi meno l'aumento del debito pensionistico”, ossia

$$C(t) - K(t) \quad (II)$$

Mentre non muove obiezioni di principio al nuovo metodo, l'autore ne considera però non marginali i problemi di misurazione e di applicazione, e non necessariamente corretta la sottostante struttura di incentivi.

<sup>4</sup> Si suppone che il sistema continui a funzionare in base al principio di equivalenza attuariale, ossia che si tratti di un sistema contributivo, a capitalizzazione nozionale.

- a) Sotto il profilo della misurazione, va considerata, anzitutto, la forte sensibilità della misurazione al cambiamento delle ipotesi sottostanti. In particolare, sottolinea Semeraro, possono essere sensibili gli effetti della variazione, da un periodo all'altro, del tasso applicato allo sconto degli impegni futuri. La soluzione suggerita dall'autore – che appare del tutto ragionevole – è di scorporare tali effetti e di registrarli in una voce separata (*other economic flows*).
- b) Il metodo proposto considera l'obbligo di pagare le pensioni future, ma ignora il diritto a ricevere i futuri contributi. Secondo Semeraro, non è affatto chiaro il motivo di tale asimmetria. Tuttavia, se si accetta di considerare le promesse pensionistiche come un particolare tipo di debito pubblico, i futuri contributi rappresentano l'emissione di nuovo debito, e quindi non vanno dedotti nel calcolo dello stock. L'autore ribadisce la sua contrarietà in un diverso modo, proprio richiamando il funzionamento di un sistema NDC: se l'equivalenza attuariale garantisce che in quest'anno e in ogni anno futuro ci sarà equilibrio fra contributi e prestazioni, che senso ha mostrare uno squilibrio annuale? Secondo l'impostazione sopra formulata la risposta è che l'operazione ha senso così come ha senso accertare l'aumento del debito pubblico pur quando si sa che in futuro esso sarà sempre rinnovato. In altri termini, ha senso registrare un debito pur quando esso non presenti problemi di sostenibilità; ovviamente, il significato è anche maggiore in una situazione nella quale la discrepanza tra le pensioni promesse e i contributi pagati oggi è maggiore (come tipicamente accade in un sistema retributivo) di quella giustificata dal tasso  $n+g$ .
- c) Semeraro sottolinea poi le difficoltà di previsione. Ovviamente, queste non vanno sottovalutate, ma ci si deve domandare se un'approssimazione anche rozza non sia pur sempre meglio di una completa assenza di dati.
- d) Né va trascurata, secondo Semeraro, la sostanziale ambiguità della linea di demarcazione tra imposte e contributi. Il punto non pare limpidamente espresso dall'autore. In ogni caso: per i flussi correnti, il problema si pone anche con il vecchio metodo; per il calcolo del valore attuale delle grandezze future, se si adotta (come sopra descritto nella definizione iii) di Castellino e come fa Disney (2001) la soluzione delle *accrued liabilities*, né i contributi né le imposte rilevano, e quindi l'eventuale indeterminatezza della distinzione tra gli uni e le altre non inficia la bontà del metodo.

- e) Un ulteriore, importante elemento di debolezza del nuovo metodo consiste nella difficoltà di stabilire dei confini, ossia nell'inesistenza di una differenza sostanziale tra le obbligazioni pensionistiche e le obbligazioni (future) legate ad altre spese pubbliche, in particolare a quella sanitaria. Poiché il debito previdenziale misura il valore attuale di erogazioni future della Pubblica amministrazione, ci si può domandare perché non si debbano includere nel passivo dello stato patrimoniale di questo settore – con corrispondente variazione dei flussi – anche i valori attuali di altre erogazioni che la Pubblica amministrazione dovrà effettuare, quali le spese per la sanità pubblica o la giustizia o la sicurezza. L'osservazione è sicuramente fondata, ma non risolutiva. Infatti, benché tutte queste spese rientrino nelle aspettative dei cittadini e nei compiti irrinunciabili di uno stato moderno, fa anche parte delle regole del gioco che esse siano finanziate con entrate correnti, ossia con il gettito di tributi che verranno corrisposti "a fondo perduto", senza far nascere nei contribuenti la nozione di avere con ciò acquisito un diritto da esercitare in futuro. La differenza fondamentale tra il pagamento di questi tributi e il versamento degli oneri previdenziali sta dunque nel fatto che, nel secondo caso, l'individuo sa di pagare quello che è sostanzialmente un premio assicurativo, che fa nascere in lui il diritto di ricevere prestazioni pensionistiche future e nella Pubblica amministrazione il dovere di corrisponderle.
- f) Vanno inoltre considerati i problemi legati alla struttura di incentivi sottostante il nuovo metodo contabile. Semeraro muove qui un'obiezione sul piano delle possibili conseguenze dell'adozione del nuovo metodo, il quale condurrebbe al paradosso di premiare i paesi meno virtuosi nel fare riforme, oppure meno coraggiosi nell'applicarle. Semeraro considera, per esempio, il caso di due paesi, A e B, i quali attuano una riforma pensionistica riducendo le promesse; il paese A è tuttavia più severo di B con la generazione anziana. Dopo la riforma, entrambi i paesi adottano il nuovo metodo contabile. Poiché il saldo finanziario è dato, col vecchio metodo, dalla (I) e col nuovo dalla (II), la differenza tra il nuovo e il vecchio è (II) – (I), ossia:

$$C(t) - K(t) - [C(t) - P(t)] = P(t) - K(t) \quad (III)$$

Poiché A è stato più severo di B con gli anziani, nei primi anni successivi alla riforma B paga più pensioni,  $P(t)$  è più alto in B che in A, e quindi la differenza fra il risultato del nuovo metodo e quello del vecchio è maggiore (in senso algebrico: ambedue possono essere

negative) in B che in A. Questo sembra all'autore un paradosso. In realtà, lo *stock* del debito previdenziale (si ricordi che nella simbologia dell'autore K è la variazione di questo stock), al momento della riforma è stato per ipotesi ridotto più in A che in B. Il paradosso individuato dall'autore deriva dal fatto ch'egli guarda soltanto alle differenze (tra vecchio e nuovo metodo) future, ma non guarda (perché già avvenuta in passato, prima dell'adozione del nuovo metodo) alla riduzione dello stock.

4. *Un'innovazione positiva.* – Semeraro conclude esprimendo più dubbi che certezze a proposito dell'introduzione del nuovo metodo, basato sulla nozione di debito, di registrazione dei flussi finanziari di un sistema pensionistico. I vantaggi del nuovo metodo appaiono legati alla sua capacità di segnalare con anticipo gli squilibri del sistema, di aumentare la trasparenza di quest'ultimo, di ridurre le possibilità di manipolazioni contabili<sup>5</sup>. Per contro, i dubbi appaiono motivati da questioni metodologiche e di misurazione e, più ancora, dalla possibilità che il cambiamento nel metodo premi comportamenti meno virtuosi o che “arrivi tardi”, dopo che le riforme, all'insegna della sostenibilità, sono state fatte e quando già il sistema converge verso un maggiore equilibrio finanziario (dei flussi tradizionalmente misurati).

Semeraro sottolinea, in particolare, la preoccupazione che il passaggio al nuovo metodo possa peggiorare la posizione di un paese che aumenta la copertura delle pensioni tramite i contributi, giacché le prime sono estinzione di debito, mentre i secondi ne sono nuova emissione; e che, per contro, possa segnalare una riduzione dell'indebitamento netto di un paese in squilibrio. Considerando quest'ultimo caso, tuttavia, ciò segnalerebbe semplicemente che il paese paga pensioni (estingue debito) per importi superiori al nuovo debito creato: è quindi corretto che il saldo finanziario (rispetto al precedente metodo) migliori.

<sup>5</sup> Non meno che per il sistema pensionistico pubblico, il nuovo metodo è rilevante per i sistemi privati finanziati a ripartizione, com'è il caso, in Italia, delle casse dei liberi professionisti. Se ci si limita infatti a guardare ai dati di bilancio secondo la contabilità tradizionale, molte casse possono compiacersi di presentare un surplus, dovuto al forte numero di attivi in rapporto ai pensionati. Se però si introducesse una contabilità basata sul debito previdenziale, tale avanzo si dimostrerebbe fittizio e, trasformandosi in un disavanzo, cesserebbe di costituire un alibi per il mantenimento dello *status quo*. Fornendo uno strumento diagnostico più accurato, il nuovo metodo potrebbe pertanto indurre gli schemi pensionistici privati a superare le false illusioni generate da una contabilità un po' miope e a intraprendere riforme volte a correggere lo squilibrio nascosto.

In definitiva, nell'operazione di bilanciamento di vantaggi e svantaggi attesi dall'introduzione del nuovo metodo sembra possibile essere meno scettici di quanto non sia Semeraro. Pur se i suoi dubbi e le sue perplessità appaiono generalmente fondati, essi non sembrano inficiare la bontà, la lungimiranza e la significatività del nuovo metodo, qualità che discendono tutte dalla forza del concetto di debito previdenziale sul quale esso si basa. A parere di chi scrive il concetto è robusto e, pertanto, bene fanno le organizzazioni internazionali a proseguire lungo questa strada: una contabilità più trasparente e fondata su basi più solide non può che rappresentare un'innovazione positiva.

#### RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Beltrametti, L. (1996), *Il debito pensionistico in Italia: significato, dimensioni e implicazioni*, Bologna, il Mulino.
- Castellino, O. (1985), *C'è un secondo debito pubblico (più grande del primo)?*, in "Moneta e Credito", n. 149.
- Disney, R. (2001), *How Should We Measure Pension Liabilities in EU Countries?*, T. Boeri, A. Börsch-Supan, A. Brugiavini, R. Disney, A. Kapteyn e F. Peracchi (a cura di), *Pensions: More Information, Less Ideology: Assessing the Long Term Sustainability of European Pension Systems: Data Requirements, Analysis and Evaluations*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.

## LA RICCHEZZA FINANZIARIA NEI CONTI FINANZIARI E NELL'INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE

*Riccardo Bonci, Grazia Marchese e Andrea Neri\**

### 1. Introduzione

Le principali fonti per la stima della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e delle sue componenti sono costituite dai conti finanziari (CF) e dall'indagine sui bilanci delle famiglie (IBF). Al momento le due fonti producono informazioni indipendenti e non immediatamente raffrontabili.

I conti finanziari dei settori istituzionali sono pubblicati trimestralmente dalla Banca d'Italia<sup>1</sup> e seguono le definizioni e i metodi stabiliti nel Sistema europeo dei conti (SEC95); serie coerenti con lo schema SEC95 sono disponibili a partire dal 1995. I dati di base per la compilazione del conto finanziario del settore delle famiglie, le cui unità non redigono un bilancio, sono tratti in ampia misura dalle segnalazioni statistiche di vigilanza delle banche e degli altri intermediari finanziari. Per alcuni strumenti finanziari, tuttavia, non sono disponibili informazioni dirette a frequenza trimestrale; le consistenze possedute dalle famiglie vengono quindi stimate ricorrendo, principalmente, al cosiddetto "metodo residuale". Un caso rappresentativo è quello delle "azioni e altre partecipazioni": noti il totale del passivo, desunto dai bilanci delle società, e le detenzioni degli altri settori, anch'esse tratte dai bilanci o da altre fonti dirette, quali ad esempio le statistiche della posizione patrimoniale sull'estero nel caso del settore "resto del mondo", l'ammontare in mano alle famiglie è ottenuto per differenza<sup>2</sup>. Un discorso analogo vale per i titoli (del debito pubblico o di imprese), per i quali solo una parte delle attività delle famiglie, e cioè quelle a custodia presso le banche e gli altri intermediari finanziari, può desumersi dalle segnalazioni statistiche di vigilanza senza ricorrere a procedure di stima; per la parte detenuta

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi. Desideriamo ringraziare Luigi Cannari, Giovanni D'Alessio, Andrea Generale e Luigi Federico Signorini per gli utili suggerimenti; Giacomo Cau e Massimo Coletta per l'ausilio fornito nelle elaborazioni sui conti finanziari. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

<sup>1</sup> Supplemento trimestrale al Bollettino Statistico "Conti finanziari".

<sup>2</sup> Tale approccio costituisce la procedura standard seguita per la stima del portafoglio di titoli e azioni delle famiglie anche nei conti finanziari di numerosi altri paesi.

direttamente si procede come per le azioni, attribuendo al settore delle famiglie i titoli sul mercato non in possesso degli altri settori. Le stime ottenute “a residuo” soffrono inevitabilmente di errori di misura più elevati, risentendo delle approssimazioni nei dati relativi a tutti i restanti settori istituzionali.

L’indagine sui bilanci delle famiglie è realizzata dalla Banca d’Italia a partire dal 1965 ed è condotta ogni due anni su un campione di circa 8000 famiglie, selezionate secondo uno schema a due stadi (comuni e famiglie), con stratificazione delle unità di primo stadio (comuni) secondo la regione e la classe di ampiezza demografica del comune.

In accordo con il piano di campionamento, a ciascuna famiglia viene attribuito un peso inversamente proporzionale alla sua probabilità di inclusione nel campione; i pesi vengono successivamente modificati sia per aumentare la precisione degli stimatori (correggendo gli eventuali problemi di copertura della lista e di mancata risposta), sia per allineare la struttura del campione a quella della popolazione per alcune caratteristiche note<sup>3</sup>.

Una quota consistente del campione (il 45 per cento nell’indagine relativa all’anno 2002) è rappresentata da famiglie *panel*, ossia già intervistate in occasione di precedenti rilevazioni. L’obiettivo principale dell’indagine consiste nel fornire un quadro approfondito della situazione economica e della ricchezza delle famiglie italiane, nonché delle relazioni tra le caratteristiche economiche e quelle socio-demografiche dei nuclei e della loro evoluzione nel tempo.

I dati utilizzati nel lavoro sono quelli dell’archivio storico (release 3.2 del dicembre 2004) e sono disponibili sul sito internet della Banca d’Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

Il presente lavoro, dopo aver posto su base confrontabile i singoli strumenti finanziari considerati nelle due fonti, si propone di analizzare le cause delle ampie discordanze che si osservano fra le rispettive stime. Lo sforzo preliminare di armonizzazione dei dati costituisce la peculiarità della ricerca, inquadrabile in un filone recente di letteratura rivolto al confronto tra i risultati delle indagini campionarie e le corrispondenti stime macroeconomiche: Antoniewicz (2000) e Eymann e Börsch-Supan (2002),

---

<sup>3</sup> I risultati dell’indagine sono allineati alle distribuzioni Istat per sesso, classe di età, condizione professionale, ampiezza comunale e area geografica di residenza degli individui.

ad esempio, hanno condotto analisi simili a quella che ci si prefigge con questo lavoro, rispettivamente per gli Stati Uniti e la Germania<sup>4</sup>.

Le differenze fra stime macro e stime campionarie della ricchezza finanziaria possono essere attribuite, in linea di principio, a una molteplicità di fattori, dei quali ci si propone di indagare il ruolo e l'importanza relativa.

Una prima causa va ricercata nelle differenze di natura definitoria, ossia nelle diverse definizioni del settore di riferimento, nell'insieme degli strumenti finanziari considerati e nei diversi criteri di valutazione di ciascun aggregato.

Dal lato delle fonti campionarie, inoltre, ogni indagine produce inevitabilmente errori legati alla natura stessa del procedimento di inferenza statistica (*errori campionari*). Gli errori di questo tipo vengono valutati misurando la precisione degli stimatori.

Ulteriori fonti di errore sono riferibili al processo di misurazione e di stima (*errori non campionari*). In generale, tali errori vengono distinti nelle seguenti tipologie (cfr. Cicchitelli, Herze e Montanari, 1992):

- errori di copertura, causati dall'incompletezza delle liste dalle quali le unità vengono estratte (*non coverage*);
- errori da mancate risposte di alcune unità estratte per la rilevazione;
- errori di misura intesi in senso lato, come discrepanze tra dati rilevati e dati effettivi. Tale situazione può verificarsi quando gli intervistati non ricordano (effetto memoria) o non desiderano rivelare quali strumenti possedano (*non-reporting*) e/o il loro ammontare (*under-reporting*).

Studi specifici sono stati condotti per valutare, in particolare, l'effetto delle suddette cause sulle stime delle principali variabili rilevate nell'IBF<sup>5</sup>. Tali studi hanno confermato che le grandezze di fonte indagine sottostimano sia le componenti della ricchezza reale sia quelle della ricchezza finanziaria; per queste ultime, inoltre, il fenomeno risulta maggiormente accentuato.

<sup>4</sup> Antoniewicz (2000) confronta i dati della *Survey on Consumer Finance*, realizzata ogni tre anni dalla Federal Reserve, con i dati dei *Flow of Funds* per gli anni 1989, 1992, 1995 e 1998. Eymann e Börsch-Supan (2002) mettono a confronto i dati della *Income and Expenditure Survey*, condotta da *Statistisches Bundesamt*, con le stime aggregate della Bundesbank per il 1993.

<sup>5</sup> Cfr., fra gli altri, Cannari e D'Alessio (1990, 1992, 1993), Brandolini *et al.* (2002) e Biancotti, D'Alessio e Neri (2004).

Nei CF le principali fonti di errore sono rappresentate dagli errori di misura e, tra questi, dai potenziali errori commessi nel ripartire le consistenze degli strumenti finanziari tra i diversi settori istituzionali. L'importanza di simili errori, naturalmente, varia con lo strumento considerato, in relazione alle particolari caratteristiche dei dati elementari e alle differenze nelle metodologie statistiche adottate; ad esempio, è probabile che risultino più elevati quando la stima è effettuata a residuo.

Anche le stime macro, inoltre, sono potenzialmente affette da errori di tipo campionario, in quanto non tutte le fonti su cui si basano i CF hanno natura censuaria. In linea teorica, dunque, sarebbe opportuno considerare anche la variabilità di tali stime. Nei fatti, però, la complessa struttura dei CF e l'eterogeneità delle basi-dati utilizzate, rendono l'operazione estremamente complessa e praticamente non realizzabile. Si è comunque tentato di quantificare il grado di affidabilità dei dati macro prendendo come *proxy* la stabilità delle stime presenti nelle varie pubblicazioni dei CF (ovvero l'assenza di revisioni troppo grandi sui dati già pubblicati), come sarà descritto nel paragrafo 4.

Un altro importante fattore di divergenza, che tuttavia esula dal campo di analisi di questo lavoro, è legato alle diverse finalità informative delle due fonti. L'IBF si propone di fornire stime rappresentative del portafoglio della famiglia mediana rispetto alla distribuzione della ricchezza; i CF intendono misurare il valore aggregato di ciascuna voce della ricchezza finanziaria del settore: nelle stime macro, quindi, il peso delle famiglie più abbienti è maggiore che nei dati di fonte campionaria<sup>6</sup>. Se le scelte d'investimento delle famiglie più ricche sono significativamente diverse da quelle dei nuclei la cui ricchezza assume un valore mediano, ciò si rifletterà necessariamente in una diversa rappresentazione del portafoglio tra le due fonti.

La suddetta differenza non elimina i potenziali vantaggi che potrebbero scaturire da una riconciliazione fra CF e IBF. Da un lato i CF potrebbero essere utilizzati, almeno per gli strumenti misurati con ridotto margine di errore, come informazioni ausiliarie per migliorare le stime campionarie, ad esempio attraverso tecniche di calibrazione, ossia di modifica dei pesi utilizzati per il riporto all'universo. D'altro lato, le stime campionarie potrebbero essere impiegate per colmare, almeno in parte, le lacune presenti nei dati aggregati del settore famiglie.

---

<sup>6</sup> Sul punto si veda. Cannari, D'Alessio e Paiella (2004).

Il lavoro è strutturato come segue. Come primo passo viene disegnata la mappa delle corrispondenze tra l'impianto metodologico alla base dei conti finanziari (il SEC95) e quello dell'indagine, per quanto riguarda definizioni e concetti relativi agli aggregati che compongono la ricchezza finanziaria delle famiglie. Diventa così possibile identificare un insieme di strumenti, comuni alle due fonti, ricondotti a criteri di valutazione omogenei (par. 2). Per ciascuno strumento vengono quindi illustrate le differenze fra stime aggregate e stime campionarie (par. 3). Successivamente, sono presentati i risultati di un esperimento volto ad individuare il peso delle cause che spiegano le differenze fra le stime provenienti dalle due fonti (par. 4). Nel percorso seguito per i raffronti emergono alcuni aspetti dell'IBF e dei CF suscettibili di miglioramenti; si avanzano quindi primi suggerimenti in tal senso e si indicano i possibili vantaggi di un utilizzo integrato delle due fonti (par. 5). Si sintetizzano, infine, le principali conclusioni (par. 6).

## **2. La ricchezza finanziaria nei conti finanziari e nell'indagine sui bilanci delle famiglie**

Un passo propedeutico al confronto tra le stime della ricchezza finanziaria delle famiglie fornite dall'IBF e dai CF è quello della riconciliazione delle definizioni del settore e degli strumenti finanziari; per questi ultimi, inoltre, vanno uniformate le modalità di valutazione.

In generale, per riconciliare le due fonti si è agito principalmente dal lato dei CF, correggendo i dati fino al raggiungimento della coerenza con i criteri seguiti nell'IBF; la direzione dell'aggiustamento è stata determinata dal fatto che le informazioni più dettagliate, necessarie per il raccordo, sono presenti solo nei CF. La definizione del settore delle famiglie ha invece richiesto un aggiustamento in entrambi i sensi: i dati dell'IBF sono stati corretti per avvicinarli alla definizione ufficiale della contabilità nazionale e, allo stesso tempo, da quest'ultima è stato escluso il settore delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Nei paragrafi che seguono vengono illustrate nel dettaglio le strategie adottate per rendere omogenei il settore di riferimento, gli strumenti finanziari e i criteri di valutazione.

## 2.1 La riconciliazione del settore di riferimento

Nei CF (coerentemente con il SEC95 e così come indicato dall'Istat) il settore delle famiglie include le famiglie consumatrici, le famiglie produttrici e le Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (ISF)<sup>7</sup>. Le famiglie produttrici si identificano con quelle che svolgono un'attività non organizzata in forma societaria e, comunque, con un numero di addetti non superiore alle cinque unità. Nell'IBF, d'altra parte, oltre alle famiglie consumatrici sono comprese nel settore tutte le famiglie che svolgono un'attività produttiva, indipendentemente dalla forma societaria e dal numero dei dipendenti.

La situazione di partenza e gli aggiustamenti effettuati sono riassunti nella tavola 1.

**Tav. 1**

### Il settore famiglie nei conti finanziari e nell'indagine

Fonte	Famiglie consumatrici	Famiglie produttrici		Istituzioni senza scopo di lucro (ISF)
		Fino a 5 addetti	Più di 5 addetti	
CF	Si	Si		Si
IBF	Si	Si	Si	
Nel presente confronto	Si	Si		

Dal lato dei CF i dati sono stati depurati delle componenti imputabili alle ISF, ricorrendo a elementi di stima di entità variabile a seconda dei casi: per i depositi bancari, le obbligazioni ed i titoli di Stato italiani (tra le attività) e i prestiti bancari (tra le passività) si sono utilizzate informazioni dirette sull'ammontare detenuto dalle ISF, desunte dalle segnalazioni statistiche di vigilanza (pur disponibili solo a partire dal 1998); per il 1995 si è ipotizzato un peso delle ISF sul totale (ISF e famiglie in senso stretto) pari alla media degli anni 1998-2002 (calcolata per singolo strumento)<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. l'Appendice II.

<sup>8</sup> La scelta è stata supportata dall'osservazione che il peso delle ISF nei singoli strumenti si è mantenuto relativamente stabile negli anni per cui il dettaglio è disponibile.

In assenza di informazione diretta, per alcune voci si è scelto di applicare agli aggregati il peso assunto dalle ISF in strumenti finanziari simili (riportati tra parentesi) e per i quali tale dettaglio è invece noto. Si è proceduto in questo modo per i conti correnti postali (assimilati ai c/c bancari), i buoni postali fruttiferi (assimilati ai BOT), le azioni e quote di fondi comuni italiani, le obbligazioni estere (obbligazioni italiane) e i titoli di Stato esteri (titoli di Stato italiani).

Infine, anche in considerazione della natura *non-profit* delle ISF, si sono ipotizzate nulle le attività di queste istituzioni in titoli esteri diversi dai titoli di Stato (azioni, partecipazioni e altri titoli emessi da non residenti), in crediti commerciali e in riserve tecniche di assicurazione.

I risultati, riportati nella tavola A2, indicano che l'importanza delle ISF è del tutto marginale: il loro peso sul totale (famiglie e ISF) è inferiore al 2 per cento quando si guarda al totale delle attività finanziarie; la quota è leggermente superiore (intorno al 3 per cento) per i depositi e le passività finanziarie.

Dal lato dell'IBF, invece, la disponibilità di informazioni dirette sul numero dei dipendenti ha reso possibile escludere dal calcolo delle grandezze finanziarie le componenti possedute dalle famiglie produttrici con più di cinque addetti, consentendo l'avvicinamento alla definizione propria dei CF senza alcun ricorso a ipotesi di stima.

## 2.2 *L'identificazione degli strumenti finanziari da confrontare*

Le componenti della ricchezza finanziaria disponibili in ciascuna delle due fonti e i relativi criteri di valutazione sono sintetizzati nella tavola A1, in Appendice. Come si vede, le classificazioni adottate presentano un diverso grado di dettaglio e in qualche caso coprono fenomeni diversi. Gli strumenti finanziari posti a confronto nel lavoro sono elencati nella tavola A3.

La ricchezza detenuta sotto forma di contante (biglietti e monete) è stata esclusa dall'analisi, per l'impossibilità di ricavare dall'indagine un ammontare direttamente paragonabile a quello dei CF<sup>9</sup>. Altri strumenti

<sup>9</sup> La parte del questionario che potrebbe essere utilizzata per stimare l'ammontare detenuto dalle famiglie in biglietti e monete è quella in cui si chiede "Di solito, che somma di denaro avete in casa per le normali esigenze della famiglia?" Tale domanda però fornisce una stima media dell'ammontare posseduto nel corso dell'anno che non è immediatamente confrontabile con la stima dei CF riferita a fine anno. La scelta di escludere biglietti e monete dall'analisi della (continua)

sono stati esclusi per la non disponibilità del dato nell'una o nell'altra fonte: è questo il caso dei prestiti alle cooperative e del TFR<sup>10</sup>, dal lato delle attività, e dei debiti commerciali, nonché di quelli verso le altre famiglie, dal lato delle passività.

Ulteriori correzioni hanno riguardato le assicurazioni vita, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali.

Nell'IBF non viene attualmente chiesto agli intervistati il montante complessivo accumulato in fondi pensione e assicurativi; vengono però chiesti i premi pagati annualmente e l'anno in cui sono iniziati i versamenti: la consistenza ad una certa data è stata dunque ricostruita a partire da tali informazioni.

I dati sulle gestioni patrimoniali, per i quali si prevede una domanda esplicita nell'IBF, non sono pubblicati in evidenza separata nei CF, dove le varie poste sono incluse nei singoli strumenti d'investimento. Per tale ragione, la stima campionaria è stata attribuita agli strumenti in base alla composizione media del portafoglio delle Società di gestioni patrimoniali rilevata nei vari anni (dati pubblicati nel Bollettino Statistico della Banca d'Italia).

### 2.3 *La riconciliazione dei criteri di valutazione*

I criteri generali seguiti per la registrazione degli strumenti finanziari nei CF sono quelli del valore di mercato (con l'eccezione di depositi e prestiti) e della competenza economica (in contrapposizione alla registrazione per cassa).

La valutazione di mercato richiede che la valorizzazione degli strumenti finanziari rifletta in ogni momento la loro effettiva quotazione e tenga quindi conto delle variazioni di prezzo dovute, ad esempio, ai movimenti dei tassi d'interesse (ciò accade in particolare per i titoli di Stato e le obbligazioni). La registrazione per competenza, ossia nel momento nel quale si manifesta il diritto alla prestazione economica, indipendentemente

---

ricchezza delle famiglie è stata adottata anche in altri studi (cfr. Brandolini *et al.*, 2003; Guiso, Haliassos e Jappelli, 2002).

<sup>10</sup> La consistenza del TFR non può essere agevolmente stimata a partire dall'indagine in quanto la stima richiederebbe per ciascun dipendente informazioni sul numero di anni in cui ha lavorato nella sua ultima occupazione e il valore lordo degli stipendi percepiti in tale periodo. Dall'indagine sono invece disponibili i redditi netti. Inoltre, manca ogni indicazione del TFR pagato dalle famiglie ai propri collaboratori domestici.

dal fatto che ad esso sia effettivamente associato un movimento di cassa, comporta, tra l'altro, la contabilizzazione degli interessi nel momento della loro maturazione, sotto forma di reinvestimento nel relativo strumento finanziario<sup>11</sup>.

## Tav. 2

### La valutazione degli strumenti finanziari nelle due fonti (raggruppati per categorie)

Strumenti	CF	IBF (e usata nel confronto)
Depositi	valore nominale + ratei d'interesse	valore nominale
Titoli di Stato	valore di mercato + ratei d'interesse	valore nominale
Obbligazioni	valore di mercato + ratei d'interesse	valore nominale
Azioni	valore di mercato	valore di mercato
Prestiti	valore nominale + ratei d'interesse	valore nominale

Entrambi i fattori sono motivo di differente valutazione rispetto all'IBF. La tavola 2 sintetizza il metodo di valutazione di alcune macro-categorie di strumenti finanziari nelle due fonti poste a confronto.

Per uniformare la valutazione delle attività e delle passività finanziarie si è intervenuti unicamente sulle consistenze dei CF, riconducendole ai criteri di valutazione propri dell'IBF.

Poiché si utilizzano dati a frequenza annuale, per alcuni strumenti, quali i depositi bancari (in conto corrente e a risparmio), i conti correnti e i libretti di deposito postali, la valutazione per cassa coincide, almeno in linea di principio, con quella per competenza: alla fine dell'anno, infatti, gli interessi vengono effettivamente contabilizzati e pertanto anche gli intervistati dovrebbero includere tale componente negli ammontari dichiarati. Sulla base di questa ipotesi non sono state apportate correzioni alle consistenze dei CF.

Nel caso dei certificati di deposito e dei buoni fruttiferi postali, invece, gli interessi vengono contabilizzati solo alla scadenza: i dati dei CF

<sup>11</sup> Nel caso dei titoli di Stato, in particolare, la registrazione per competenza si applica sia alla cedole in corso di maturazione sia agli scarti all'emissione.

sono quindi stati considerati al netto dei ratei, rendendo il criterio di valutazione omogeneo con quello dell'IBF.

Per i titoli di Stato e le obbligazioni la valutazione dei CF, originariamente al mercato, è stata ricondotta al nominale. Pare infatti ragionevole assumere che, nel rispondere al questionario, gli intervistati dell'indagine valutino tali attività al valore nominale e al netto degli interessi maturati ma non accreditati, di non facile determinazione da parte delle famiglie<sup>12</sup>.

Per quanto riguarda il valore delle azioni e delle quote di fondi comuni, si è ipotizzato che la valutazione nell'IBF sia, così come nei CF, ai prezzi di mercato: in questo caso non è stato dunque apportato alcun correttivo alle due fonti.

Il valore dei prestiti di fonte CF, infine, è stato ricondotto al valore nominale detraendo i ratei di interesse.

### **3. Le componenti della ricchezza finanziaria netta a confronto**

Il confronto fra stime aggregate e stime campionarie è realizzato da due punti di vista: (i) nel paragrafo 3.1 si calcolano le differenze, sia in valore sia come percentuale di copertura del dato micro rispetto a quello macro, tra le consistenze dei vari strumenti finanziari in essere alla fine dell'anno secondo le due fonti, dopo la riconciliazione per le definizioni e i criteri di valutazione; (ii) nel paragrafo 3.2 si confronta la composizione del portafoglio (guardando ai pesi relativi dei vari strumenti sul totale attivo/passivo) e la sua evoluzione nel periodo analizzato.

#### *3.1 Il confronto tra le stime delle consistenze*

##### *I depositi*

La categoria dei depositi comprende i depositi bancari, i certificati di deposito, i pronti contro termine, i libretti postali e i buoni postali fruttiferi. La stima nei CF è basata sulle segnalazioni statistiche di vigilanza delle

---

<sup>12</sup> Nel questionario, comunque, viene chiesto per ogni strumento finanziario l'ammontare posseduto a fine anno dalla famiglia. Anche se in linea teorica tale valore dovrebbe essere vicino al valore di mercato, nel presente lavoro abbiamo ipotizzato che le famiglie tendano a rispondere pensando al valore di acquisto (valore nominale).

banche<sup>13</sup>, dei fondi comuni monetari e degli intermediari finanziari non bancari, dal bilancio della Banca d'Italia, da segnalazioni dell'UIC e delle Poste S.p.A. (per il risparmio postale). Per questa categoria di attività finanziarie, la disponibilità di informazioni settorizzate fa sì che i dati sulle famiglie non risentano di particolari ipotesi di stima.

A partire dal 1998 la stima campionaria dei depositi bancari rappresenta quasi il 70 per cento della corrispondente stima aggregata (tav. A3). Negli stessi anni, considerando la variabilità campionaria, la differenza fra le due stime è pari a circa 8 volte l'errore standard delle stime IBF (tav. A4).

Fra le varie categorie di depositi, quelli bancari in conto corrente presentano il divario più contenuto: dal 1998 il grado di copertura delle stime micro raggiunge circa i tre quarti delle stime CF. La maggiore differenza si rileva per i certificati di deposito e i pronti contro termine (per questi ultimi, il dato IBF nel 2002 è inferiore al 10 per cento della stima CF).

Considerando l'ultimo anno disponibile, il 2002, i depositi postali stimati dall'IBF sono un terzo di quelli dei CF; la discrepanza è ancora più accentuata per i buoni fruttiferi postali, per i quali le stime campionarie sono pari al 14 per cento delle stime macro.

#### *I titoli di Stato*

Nei titoli di Stato sono compresi i titoli a breve e a medio/lungo termine emessi dalle Amministrazioni centrali (BOT, CCT, BTP, CTZ, ecc.) e dalle Amministrazioni locali.

Nei CF le consistenze di titoli di Stato esistenti sul mercato sono calcolate a partire da fonti interne alla Banca d'Italia (dati raccolti nelle procedure d'asta), integrate da fonti del Mercato telematico dei titoli di Stato (MTS). Nella stima di questa voce è tuttavia presente, come accennato nel paragrafo introduttivo, una componente residuale: l'ammontare dei titoli nel portafoglio delle famiglie viene stimato utilizzando le informazioni sulla parte detenuta a custodia presso le banche (informazioni di vigilanza), sullo stock in circolazione (passività del settore

<sup>13</sup> Dal settembre 2000 le poste relative a depositi e impieghi bancari sono calcolate sull'universo delle banche. In precedenza la stima era effettuata su un campione rappresentativo di circa il 92 per cento dei depositi e di circa il 95 per cento dei prestiti.

pubblico) e sulla detenzione degli stessi titoli da parte dei settori che redigono un bilancio.

Il rapporto di copertura micro/macro oscilla tra il 30 ed il 57 per cento (cfr. tav. A3). Le stime sui BOT, per i quali la correzione per i diversi criteri di valutazione è la meno rilevante, sono molto simili nel 1998 e nel 2002; nel 2000 la fonte IBF indica, invece, un valore quasi doppio rispetto ai CF.

La distanza fra le stime aumenta per gli strumenti con un minor grado di diffusione fra le famiglie e in particolare per i BTP, per i quali il valore nell'IBF è circa un quinto di quello dei CF.

#### *Le obbligazioni e le quote di fondi comuni*

Come per i titoli di Stato, nei CF la stima delle obbligazioni detenute dalle famiglie incorpora una componente residuale. Il totale delle obbligazioni sul mercato, da cui vengono sottratte le quantità all'attivo degli altri settori, è ottenuto a partire dalle informazioni di fonte Borsa Italiana S.p.A. (per gli scambi sul Mercato obbligazionario telematico), dalle segnalazioni statistiche di vigilanza (per le obbligazioni bancarie) e dall'anagrafe titoli dell'UIC (per i titoli emessi dalle Società non finanziarie, dagli altri intermediari finanziari, dalle imprese di assicurazione e dagli Enti locali). Gli aggregati sono calcolati al valore di mercato, tenendo conto delle rivalutazioni/svalutazioni dei titoli (a seguito, tra l'altro, di variazione dei tassi d'interesse) e degli scarti all'emissione. Il peso delle ISF è stimato in misura dell'1 per cento.

Le differenze con l'IBF sono rilevanti: le stime campionarie delle obbligazioni sono prossime al 16 per cento delle stime macro (tav. A3). La sola variabilità campionaria non consente di colmare il *gap*.

Diversamente dalla ricchezza in obbligazioni, il valore aggregato delle quote di fondi comuni detenuti dalle famiglie è rilevato in maniera diretta nei CF, a partire dalle informazioni di vigilanza prodotte dalle società di gestione dei fondi (con l'informazione sul sottoscrittore delle quote). Tale aggregato comprende anche i redditi da capitale conseguiti sulle quote stesse, stimati dall'Istat.

Anche per questo strumento le due fonti forniscono informazioni significativamente diverse: in media i valori di origine campionaria rappresentano circa il 30 per cento delle stime macro (tav. A3).

### *Le azioni e altre partecipazioni*

In base alle definizioni del SEC95, nella voce “azioni e altre partecipazioni” sono classificate tutte le attività finanziarie, escluse le quote di fondi comuni, che rappresentano un diritto di proprietà su una società o quasi-società, detenute dal settore delle famiglie. In particolare, lo strumento dovrebbe comprendere:

1. il valore delle partecipazioni in famiglie-imprese individuali, società semplici e società di fatto con numero di addetti superiore a cinque<sup>14</sup>;
2. il valore delle partecipazioni in società di persone;
3. il valore delle partecipazioni in società di capitali (quotate e non).

È importante sottolineare come il valore complessivo delle aziende classificate tra le famiglie produttrici (imprese individuali, società semplici e di fatto fino a cinque addetti) non debba essere invece incluso nella voce “azioni ed altre partecipazioni”. In tali casi, per convenzione, non è infatti possibile distinguere fra “impresa” e “famiglia”, in quanto la prima non gode di autonomia decisionale e non ha un proprio bilancio separato da quello della famiglia (o comunque non è possibile ricostruirlo); dunque non ha neppure un proprio valore di mercato. I CF registrano le sole componenti finanziarie dell’ipotetico stato patrimoniale dell’azienda, attribuendole alla famiglia che la possiede. Le altre componenti, quali lo stock di capitale fisso, le scorte e l’avviamento (anch’esse attribuite alla famiglia) sono invece considerate componenti della ricchezza reale (cfr. tav. A8, in Appendice).

Nei CF la stima delle azioni e altre partecipazioni complessivamente presenti sul mercato è ottenuta a partire dalle informazioni sui bilanci delle società di capitali contenute nell’archivio Cerved, una fonte di tipo censuario per questa categoria di imprese. Sono invece del tutto assenti stime per il valore delle quasi-società con più di cinque addetti e delle società di persone (le componenti 1 e 2 nella classificazione utilizzata sopra).

<sup>14</sup> La soglia dimensionale di cinque addetti distingue, nei dati di contabilità nazionale, le “società e quasi-società” dalle famiglie. Le imprese individuali, società di fatto e società semplici con più di cinque addetti vengono considerate, per convenzione, dotate di autonomia decisionale rispetto alle famiglie proprietarie. Il riferimento al numero di cinque addetti, pur coerente con i principi generali del SEC95, è una scelta peculiare adottata dall’Italia (Istat).

Il valore attribuito alle famiglie è ottenuto in modo residuale, sottraendo al totale in circolazione le consistenze che risultano detenute dagli altri settori istituzionali, per i quali sono invece disponibili informazioni dirette.

Dal lato dell'IBF, gli investimenti in azioni e altre partecipazioni sono distinti (seguendo la terminologia utilizzata nella compilazione della Bilancia dei pagamenti) in *investimenti diretti*, costituiti dalle partecipazioni in società nelle quali la famiglia detiene una quota di controllo o che comunque permetta di svolgere un ruolo attivo di gestione, e *investimenti indiretti*, che comprendono le restanti partecipazioni che costituiscono il portafoglio finanziario delle famiglie.

Ai fini del confronto con i CF, la stima campionaria è stata costruita come somma del valore degli investimenti indiretti in azioni, di società quotate e non, e partecipazioni in società a responsabilità limitata (di cui alla sezione C del questionario)<sup>15</sup> e del valore delle partecipazioni in società di capitali sulle quali si esercita un ruolo di controllo o gestione, per la quota di competenza (di cui all'allegato B4 del questionario)<sup>16</sup>. Per uniformità con i CF sono stati dunque esclusi dalla stima campionaria sia il valore delle imprese non societarie con oltre 5 addetti sia il valore delle società di persone. Nel questionario (allegato B3)<sup>17</sup> è identificata un'ulteriore tipologia di attività produttive, denominata "imprese familiari". Tra queste, quelle eventualmente costituite in forma di società di capitali avrebbero dovuto essere incluse nelle stime; tuttavia, l'assenza di informazioni riguardo alla forma giuridica e al valore della partecipazione preclude al momento questa possibilità.

In media, nel periodo considerato, le stime campionarie costituiscono circa il 23 per cento delle corrispondenti stime aggregate. Le differenze risultano minori per le partecipazioni in società quotate, che in

<sup>15</sup> La domanda recita quanto segue: "Qual è l'ammontare di azioni di società quotate in Borsa (al valore di mercato), di azioni di società non quotate (al valore di presumibile realizzo) e di quote di società a responsabilità limitata (al valore di presumibile realizzo) possedute dalla sua famiglia (a fine anno di riferimento)?"

<sup>16</sup> In questo caso il valore della partecipazione è rilevato sulla base della seguente domanda: "Qual è il valore di mercato della società, con riferimento alla sola quota spettante?"

<sup>17</sup> Lo schema del questionario dell'IBF è riportato in Appendice al Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia: "Note metodologiche e informazioni statistiche – I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", disponibile anche sul sito Internet della Banca ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

media, nel periodo, sono circa il 30 per cento del valore riportato nei CF (tav. A3).

Il confronto risente in modo rilevante della scarsa diffusione di tali strumenti finanziari e della loro concentrazione nelle mani delle famiglie più abbienti, che hanno una minore probabilità di partecipare all'indagine o rispondere in modo veritiero: secondo stime campionarie la quota di famiglie che possiede azioni di società quotate non raggiunge, nel periodo in esame, il 10 per cento; le famiglie che risultano, invece, soci/gestori di società di capitali sono circa il 2 per cento.

#### *I titoli esteri*

La voce include i titoli di Stato e le obbligazioni emesse da Amministrazioni estere, le azioni e partecipazioni in società estere e gli altri titoli emessi dal resto del mondo.

Le statistiche macro sono basate principalmente su informazioni settorizzate fornite dall'Ufficio italiano dei cambi (UIC). Le stime campionarie coprono circa il 3 per cento dei valori aggregati, facendo registrare la maggiore distanza fra gli strumenti finanziari considerati nel confronto (tav. A3).

#### *Le assicurazioni vita e i fondi pensione*

La voce comprende il montante accumulato dalle famiglie per investimenti in polizze assicurative e fondi pensione.

Il dato dei CF è basato sulle statistiche ottenute dai bilanci delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione (forniti dall'Isvap e dalla Covip), integrate da informazioni di fonte Istat, e include le somme accantonate per la liquidazione del trattamento di fine rapporto ai dipendenti (TFR), assimilate ai fondi pensione.

Non potendo stimare tale grandezza anche dall'IBF, nel confronto tra le fonti il TRF è stato escluso dalle stime macro. Per quanto riguarda le restanti componenti (assicurazioni vita e fondi pensione) la stima campionaria è stata costruita a partire dalle informazioni sul premio annuo

pagato e sull'anno in cui sono iniziati i versamenti di ciascun componente della famiglia<sup>18</sup>.

Il *gap* tra le due fonti aumenta negli anni esaminati: nel 1995 il valore dell'IBF è circa l'80 per cento dei CF, ma scende al di sotto del 40 per cento nel 2002 (tav. A3).

### *I crediti commerciali*

Il confronto dei crediti commerciali tra i dati aggregati e quelli provenienti dall'IBF, a parità di definizione dello strumento, non può essere effettuato. Le stime nei CF, infatti, nonostante le integrazioni apportate con il passaggio al SEC95, ultimato nel 2000, sono ancora incomplete. In quella circostanza è stata per la prima volta pubblicata una stima dei debiti e dei crediti commerciali interni al settore delle società non finanziarie e tra queste e le famiglie (produttrici); in precedenza la rilevazione era limitata ai rapporti tra le società non finanziarie e i non residenti (fonte Bilancia dei pagamenti)<sup>19</sup>. Sono tuttora assenti i dati relativi agli altri settori istituzionali, primo tra tutti il settore delle Amministrazioni pubbliche.

Le stime correntemente pubblicate nei CF, ottenute aggregando i dati dell'archivio Cerved sui bilanci delle società di capitali, risentono inoltre di diversi problemi: (i) come ricordato in precedenza, non sono incluse le imprese che non hanno la forma giuridica di società di capitali; (ii) l'archivio Cerved non riporta informazioni sui crediti e debiti commerciali per circa il 60 per cento delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata; (iii) la componente attribuita alle famiglie come contropartita dei debiti delle società non finanziarie (si assume che le famiglie non abbiano passività nella forma di crediti commerciali e non intrattengano rapporti con unità non residenti) è calcolata a residuo, deducendo dal passivo delle imprese la parte finanziata dal resto del mondo.

<sup>18</sup> Per la stima del montante è stato ipotizzato un tasso di rivalutazione del 3 per cento. Inoltre per l'IBF del 2000 è stato necessario un ulteriore processo di ricostruzione, in quanto in tale anno è stato chiesto solo il totale dei versamenti effettuati a livello familiare. La stima finale è stata ottenuta in due passi: in primo luogo, utilizzando la componente *panel*, è stato ricostruito il montante a livello familiare per le famiglie presenti anche nelle altre edizioni dell'IBF. Per i restanti casi il valore è stato stimato sulla base all'età del capo famiglia e all'area geografica (risultate le variabili più rilevanti in un'analisi preliminare).

<sup>19</sup> I crediti commerciali erano inclusi nei prestiti fino al 1998.

La corrispondente stima campionaria, invece, almeno in linea teorica è esaustiva dei rapporti di credito delle famiglie produttrici, non escludendo a priori alcun settore fra le controparti. Essa è ottenuta dai crediti commerciali dichiarati dai liberi professionisti, gli imprenditori individuali e le imprese familiari fino a cinque addetti. Nel periodo in esame, la stima campionaria risulta pari a 3-4 volte quella dei CF.

#### *Le passività finanziarie*

Tra le passività finanziarie, per il confronto IBF-CF si sono considerati i prestiti (sia a breve che a medio/lungo termine) concessi alle famiglie da banche, assicurazioni e altre società finanziarie<sup>20</sup>. Sono stati invece esclusi i prestiti da altri soggetti interni al settore delle famiglie, quali parenti o amici, poiché il fenomeno non è rilevato nei CF.

Dal lato dei CF la stima è ottenuta a partire dalle segnalazioni di vigilanza, che indicano in modo esplicito il settore di destinazione dei finanziamenti. L'incidenza delle Istituzioni senza scopo di lucro è pari a circa il 3 per cento per questo fenomeno. Una volta sottratta tale quota, la stima campionaria risulta pari a circa la metà di quella aggregata.

### *3.2 Il confronto dei portafogli e della loro dinamica*

Poiché i totali di riferimento differiscono, le diversità nella composizione del portafoglio tra le due fonti non riflettono necessariamente le discrepanze osservate tra le consistenze in valore. In generale il portafoglio delle famiglie è “meno rischioso” secondo i dati dell'indagine che secondo quelli dei conti finanziari. Tale risultato riflette, in parte, la circostanza che gli strumenti a più alto rischio sono anche i più concentrati nella fascia delle famiglie più abbienti, alle quali si associa una più bassa probabilità di partecipazione all'indagine (come già osservato in occasione del confronto tra le consistenze di azioni e partecipazioni).

Se si classificano tra le attività “meno rischiose” i depositi, bancari e postali, e i titoli di Stato e tra le attività “più rischiose” le obbligazioni (di imprese), le quote dei fondi comuni, le azioni, le partecipazioni e i titoli esteri, l'immagine dell'attitudine verso il rischio che emerge dalle due fonti è molto diversa (cfr. tav. A5). Se in base all'indagine le attività meno rischiose pesano per più del 50 per cento nel portafoglio del 2002, contro il 31 per cento delle attività più rischiose, secondo i dati dei conti finanziari

<sup>20</sup> Si tratta di prestiti, mutui e credito al consumo.

le percentuali sono praticamente invertite, con quasi la metà del portafoglio investito in attività “rischiose”.

Nel 1995, invece, il peso degli strumenti meno rischiosi era simile per le due fonti (circa il 30 per cento). Dalla tavola A6 emerge come la divergenza nel seguito manifestatasi sia riconducibile principalmente a una crescita delle consistenze dei depositi (in particolare quelli postali) molto più sostenuta nell’indagine che nei CF. La dinamica del peso dei titoli di Stato è invece somigliante nelle due fonti: la quota del portafoglio investita in questi titoli scende dal 30 al 9 per cento sia per l’indagine sia per i CF, a fronte di consistenze dimezzate in valore tra il 1995 e il 2002.

Anche nell’ambito degli strumenti più rischiosi emergono alcune differenze: mentre l’incidenza dei fondi comuni è simile nelle due fonti (il loro peso passa da circa il 5 a circa il 12 per cento negli anni considerati), la quota di ricchezza investita in azioni e obbligazioni risulta circa il doppio nei conti finanziari rispetto all’indagine; per entrambe le fonti, e per i CF in misura maggiore, il loro peso sul totale delle attività si è accresciuto significativamente nel periodo considerato, raggiungendo un picco nel 2000 (28 e 18 per cento, rispettivamente nei CF e nell’IBF) a cui ha fatto seguito una flessione nel biennio successivo. Il peso dei titoli esteri, che nel 2002 non arriva a coprire l’1 per cento del portafoglio secondo l’IBF, è invece superiore all’8 nei CF; il trend, in crescita sino al 2000 e poi in ripiegamento, è simile nelle due fonti.

Per finire, le dinamiche temporali delle passività finanziarie appaiono coerenti sia nella direzione sia nell’intensità e indicano un trend crescente: dal 1995 al 2002 l’indebitamento delle famiglie risulta aumentato del 65 per cento secondo l’IBF e del 78 per cento secondo i CF.

#### **4. Le determinanti delle discordanze fra le due fonti**

L’analisi sin qui condotta ha evidenziato l’esistenza di significative differenze fra le stime campionarie e quelle aggregate delle componenti della ricchezza finanziaria delle famiglie. Eliminate, per quanto possibile, le cause di discordanza legate alle definizioni e ai criteri di valutazione delle variabili, quelle residue sono riconducibili agli errori di stima e di misura da cui sono affette le due fonti.

Le principali tipologie di errori possono essere individuate in:

- i) errori campionari, valutabili attraverso la precisione degli stimatori;
- ii) errori non campionari, fra cui emergono per importanza:
  - ii.a) mancata partecipazione: questo errore riguarda sostanzialmente l'IBF ed è causato dall'esistenza di una correlazione negativa fra probabilità di partecipazione e livello di reddito/ricchezza familiare;
  - ii.b) errori di misura legati all'*under-reporting*: possono essere causati da "effetti memoria" o dalla reticenza degli intervistati. Nell'indagine, ad esempio, è ragionevole assumere che le famiglie più ricche siano più reticenti a dichiarare informazioni veritiere;
  - ii.c) errori di misura legati ad ipotesi di stima: riguardano principalmente i CF e possono verificarsi, ad esempio, al momento della ripartizione del valore di un determinato strumento fra i vari settori istituzionali (in certi casi, infatti, la ripartizione è effettuata in base a coefficienti stimati);
  - ii.d) altri errori di misura legati alle tecniche di raccolta e produzione dei dati: rientrano in questa tipologia una vasta gamma di errori che possono colpire entrambe le fonti. Alcuni esempi sono: gli errori dovuti al questionario; quelli causati dall'intervistatore; gli errori nell'immissione dei dati; nel caso delle principali fonti dei CF, ossia delle segnalazioni di vigilanza, gli errori nella classificazione delle operazioni e/o nell'identificazione del settore istituzionale di appartenenza del cliente, ecc.

Mentre nei CF la stima delle attività e passività delle famiglie si fonda su una molteplicità di fonti e di metodi che rendono estremamente complessa, e nei fatti non praticabile, l'individuazione e la quantificazione dei vari errori, nell'IBF questa operazione è possibile per gli errori campionari e per i primi due tipi di errori non campionari (mancata partecipazione e *under-reporting*), grazie soprattutto a precedenti studi in materia. Per tale motivo l'approccio di seguito adottato per identificare il peso delle componenti ricordate è basato su una simulazione che parte dalle stime campionarie. L'idea di fondo è quella di valutare come cambierebbe il valore delle attività finanziarie delle famiglie risultante dai dati micro qualora venissero rimosse alcune cause di distorsione.

#### 4.1 *La mancata partecipazione all'indagine e l'under-reporting*

Il nucleo centrale del procedimento consiste nel correggere il *bias* dovuto alla mancata partecipazione all'IBF e all'*under-reporting*.

Per far fronte al problema della mancata partecipazione, si è fatto ricorso al metodo proposto da D'Alessio e Faiella (2002). Alla base del loro contributo vi è l'idea che le famiglie con maggiore probabilità di non risposta siano sottorappresentate nel campione e che dunque occorra aumentarne il peso nel riporto all'universo. I due autori stimano le probabilità di non partecipare all'indagine delle varie tipologie familiari (distinte a seconda delle modalità di alcune variabili socio-economiche e demografiche) attraverso un modello logistico, classificando come "non rispondenti" le famiglie che è stato necessario contattare più volte per ottenere l'intervista. L'ipotesi sottostante al modello è dunque che il comportamento dei non rispondenti sia simile a quello dei rispondenti più difficili da contattare (ad esempio quelli che avevano inizialmente rifiutato l'intervista). Nel presente lavoro, per ottenere stime corrette delle attività finanziarie delle famiglie, i pesi originari per il riporto all'universo sono stati dapprima aggiustati per le probabilità di non partecipazione all'indagine (ottenute applicando il modello di D'Alessio e Faiella) e successivamente riallineati alle caratteristiche note della popolazione.

Per sanare le conseguenze indesiderate dell'*under-reporting*, le attività finanziarie sono state corrette, utilizzando la procedura di Cannari *et al.* (1990), rivista poi in Cannari e D'Alessio (1993). Il metodo è basato sull'integrazione dei dati dell'IBF con quelli rilevati da un'apposita indagine condotta nel 1987 dalla Banca Nazionale del Lavoro sulle caratteristiche della propria clientela e sulle sue scelte finanziarie. L'ipotesi sottostante è che le risposte all'indagine BNL, grazie alla più stretta relazione tra intervistatore e intervistato, siano più attendibili di quelle dell'IBF e quindi possano essere utilizzate per correggere i risultati di quest'ultima. La procedura di correzione è articolata in due stadi. In primo luogo, utilizzando i dati dell'indagine BNL è stata stimata per ciascuna tipologia familiare la probabilità di possedere uno specifico strumento finanziario; tali probabilità sono state quindi utilizzate per imputare il possesso dei vari strumenti al totale delle famiglie italiane. Nella seconda fase si è proceduto alla valorizzazione della consistenza di ciascuna attività detenuta, desumendola dal valore medio dei corrispondenti dati BNL.

Il risultato delle procedure di aggiustamento per la mancata partecipazione e per l'*under-reporting* è sintetizzato nella tavola A9. Per vincoli sulla disponibilità dei dati BNL, l'esperimento è stato condotto solo su quattro "macro aggregati" finanziari: i depositi, i titoli di Stato, gli altri titoli (azioni, partecipazioni, obbligazioni e fondi comuni; sono escluse le gestioni patrimoniali, che non sono state rilevate nel 1987) e le passività

finanziarie. Per quanto riguarda le azioni, tuttavia, è stato possibile aggiustare i dati campionari solo per la componente relativa agli investimenti di tipo *indiretto* (indicati nella sezione C del questionario) e non anche per le partecipazioni in società di cui si riveste un ruolo di controllo o gestione. Di conseguenza, per effettuare il confronto su basi più omogenee, si è provveduto a scorporare la componente di investimento *diretto* anche dai CF, utilizzando una stima del suo peso ricavata dall'IBF.

La prima e la seconda colonna della tavola A9 indicano il rapporto fra stime campionarie e stime aggregate prima e dopo le sole correzioni legate alle definizioni e ai criteri di valutazione, i cui effetti sono stati illustrati nel precedente paragrafo. La terza e quarta colonna mostrano come cambia il rapporto dopo aver aggiustato, rispettivamente, per la mancata partecipazione e l'*under-reporting*. L'ultima colonna mostra l'intervallo di confidenza delle stime campionarie finali: quando l'intervallo contiene il valore 100 (casi contrassegnati da un asterisco) il *gap* residuale tra le due fonti è imputabile alla variabilità campionaria (le due stime sono quindi statisticamente equivalenti). La procedura presenta comunque alcuni limiti che suggeriscono di interpretare i risultati finali con molta cautela. In primo luogo, come ricordato, la voce "altri titoli" non è perfettamente confrontabile fra le due fonti<sup>21</sup>. Inoltre, i coefficienti utilizzati per la correzione dell'*under-reporting* sono rimasti invariati rispetto allo studio (su dati del 1987) nel quale il metodo è stato originariamente proposto. Infine, per mancanza di informazioni, tale correzione non è stata applicata alle passività finanziarie.

La prima fase della correzione, quella cioè in cui i risultati dell'indagine vengono modificati per tener conto della mancata partecipazione, recupera solo in parte il *gap* con i CF: nel 2002 ad esempio, il rapporto tra le stime micro e quelle macro sale di circa 9 punti percentuali per i depositi, di 6 punti per i titoli di Stato e di circa 3 punti per le passività finanziarie totali e gli altri titoli.

Tale risultato deve comunque essere interpretato come la correzione massima consentita dai dati a disposizione. Non essendo infatti note informazioni sui non partecipanti, l'unica ipotesi possibile è che la

<sup>21</sup> Nella tavola, per ragioni di chiarezza, si è preferito adottare una definizione degli strumenti quanto più omogenea possibile con la tavola A3. Nelle ultime due colonne però, le correzioni riguardano aggregati definiti in modo leggermente diverso. Le stime IBF dei titoli di Stato e degli altri titoli non includono infatti le gestioni patrimoniali (comprese invece nella tav. A3). La ragione è che nel 1987 tale strumento finanziario non è stato rilevato dall'indagine.

ricchezza dei non rispondenti sia simile a quella dei rispondenti difficili da contattare. In realtà, però, esistono varie tipologie di non risposta. In particolare, una categoria di non rispondenti che sicuramente la procedura non riesce a cogliere è costituita dalle famiglie con ingenti patrimoni, che non solo hanno una bassa probabilità di entrare a far parte del campione (dato il loro esiguo numero nella popolazione), ma sono anche estremamente difficili da contattare. La ricchezza finanziaria di tali famiglie è presente nei CF, mentre non è catturata dalle indagini campionarie.

La seconda fase della procedura di aggiustamento, che aggiunge la correzione per l'*under-reporting*, consente di avvicinare in modo significativo le stime delle due fonti. I migliori risultati sono ancora una volta registrati per i depositi e i titoli di Stato: a partire dal 1998, con la sola eccezione del secondo aggregato nel 2000, le stime macro cadono nell'intervallo di confidenza delle stime campionarie. Anche per la "altri titoli", sebbene il *gap* tra le stime micro e quelle macro resti rilevante soprattutto negli anni più recenti, la correzione avvicina notevolmente le due stime: considerando nel confronto il dato CF depurato dalle partecipazioni *dirette*, il rapporto di copertura giunge al 90 per cento circa nel 1998, salvo ridiscendere al 55 nel 2002.

Per le passività finanziarie, come si è detto, la correzione dell'*under-reporting* non è disponibile. Osservando però l'effetto medio di tale correzione sulle altre voci, l'impressione è che il *gap* con le stime macro (considerando anche la variabilità campionaria) possa essere colmato.

Nel valutare la coerenza tra le stime IBF "aggiustate" e quelle macro si deve tener presente che le prime sono influenzate dalla particolare struttura del portafoglio delle famiglie alla fine degli anni ottanta, significativamente diversa da quella prevalente nel periodo del confronto<sup>22</sup>. Quanto più il peso attribuito a un determinato strumento finanziario in fase di aggiustamento dei risultati dell'IBF per un determinato anno è elevato rispetto a quello che si registra effettivamente nella popolazione in quell'anno, tanto più la procedura seguita tenderà a sovra-espandere i risultati originari dell'indagine, e viceversa. Al contempo, tuttavia, il confronto con i CF potrebbe risentire anche dell'eventuale *bias* indotto dal

<sup>22</sup> Come si è detto, nella procedura di aggiustamento la probabilità di possedere un determinato strumento finanziario e il valore mediano posseduto sono stimati sui dati dei clienti BNL del 1987. Attualmente è in corso un esperimento, simile a quello realizzato in collaborazione con la BNL, che consentirà, fra l'altro, di superare molti dei limiti dell'esercizio qui condotto.

limitato grado di diffusione di certi strumenti e dalla loro concentrazione nelle mani di famiglie più agiate che hanno una minore probabilità di partecipare all'indagine. Tale distorsione tenderebbe naturalmente a deprimere le stime IBF. Per gli strumenti come i depositi, per i quali si può assumere che l'influenza di quest'ultimo fattore sia scarsa, i risultati sembrano riflettere piuttosto chiaramente il primo aspetto. Il rapporto fra le stime IBF e i CF sale infatti vistosamente fra il 1995 e il 1998 (anno in cui arriva a superare l'unità), mentre la quota dei depositi sul totale delle attività finanziarie (nelle accezioni della tav. A9) risultante dai CF subisce una drastica caduta (dal 31,3 al 22,5 per cento); il rapporto aumenta ancora nel 2000, quando, in base ai CF la quota dei depositi si colloca sotto il 20 per cento, per flettere nel 2002, in concomitanza con una ripresa dell'incidenza dei depositi sul totale delle attività finanziarie risultanti dai CF.

#### 4.2 *Gli altri errori di misura*

Un' ulteriore causa di discrepanza fra le stime dell'indagine e quelle dei conti finanziari è costituita dagli errori di misura elencati nei precedenti punti ii.c) e ii.d); per questi sono però disponibili solo informazioni di natura qualitativa.

Dal lato dei CF, le informazioni di base utilizzate per le voci della ricchezza finanziaria netta sono tratte in gran parte dalla Matrice dei conti, nell'ambito delle segnalazioni statistiche rese all'Istituto dagli intermediari vigilati (in primo luogo le banche)<sup>23</sup>, o dalle segnalazioni sulle transazioni finanziarie con l'estero, fatte all'UIC; queste fonti, che complessivamente coprono circa tre quarti dei dati elementari alla base dei CF, sono assoggettate dalla Banca a severi controlli di qualità<sup>24</sup>. Tuttavia, fra le

<sup>23</sup> Gli intermediari bancari e finanziari trasmettono alla Banca d'Italia, in virtù delle prescrizioni normative da questa emanate ovvero su base volontaristica, flussi informativi periodici necessari all'esercizio delle funzioni di vigilanza creditizia e finanziaria, di politica monetaria e di sorveglianza del sistema dei pagamenti.

<sup>24</sup> I dati provenienti dalla Matrice di conti, ad esempio, sono assoggettati dalla Banca a svariate tipologie di controlli prima di essere resi disponibili per l'utilizzo interno. In sintesi, si effettuano (i) controlli di archiviazione, per il rispetto dei protocolli tecnici previsti; (ii) controlli formali, sulla rispondenza dei dati alle caratteristiche dei fenomeni censiti; (iii) controlli sulla coerenza tra le varie parti della singola segnalazione e tra questa e altre segnalazioni concernenti fenomeni correlati; (iv) controlli statistici (o andamentali), volti a verificare la congruità anche dinamica dei dati. Di norma, pertanto, vengono recepiti nei CF già nella versione rettificata; è tuttavia possibile che, limitatamente a fenomeni specifici, quali ad esempio i titoli in deposito, i dati possano risentire di eventuali aggiornamenti normativi e/o di segnalazioni problematiche di alcuni intermediari.

restanti fonti compaiono basi informative di grande dimensione, quali l'archivio Cerved (bilanci dell'universo delle società di capitali italiane), sulle quali è difficile attuare controlli di qualità esaustivi; in altri casi, i dati elementari sono essi stessi frutto di stime<sup>25</sup>. Altri importanti motivi di revisione delle stime aggregate sono legati al processo di affinamento metodologico, reso possibile dalla disponibilità di nuove fonti o, più in generale, di informazioni aggiuntive che inducono a modifiche dei modelli di stima o all'inclusione nello schema di fenomeni prima non rilevati. Vi sono, infine, revisioni non connesse a "errori" ma a cambiamenti di classificazione a fronte di mutamenti nelle funzioni delle unità istituzionali, o conseguenti a decisioni assunte nelle competenti sedi internazionali sul trattamento contabile di determinate transazioni.

Come *proxy* di affidabilità dei dati CF, si è costruito un indicatore descrittivo della loro variabilità, che sia di ausilio nell'individuare i casi in cui è più plausibile considerare le stime aggregate come un *benchmark* per quelle di fonte campionaria. A questo fine, nella tavola A10 sono riportati rispettivamente il numero di revisioni di entità significativa (maggiori, in valore assoluto, del 5 per cento), la media delle revisioni sui dati annuali (in valore e in termini di variazioni percentuali rispetto alla pubblicazione precedente) e il coefficiente di variazione (rapporto tra la deviazione standard dei dati pubblicati e la loro media) per gli strumenti considerati nell'analisi<sup>26</sup>.

La situazione che emerge è piuttosto eterogenea. Per gli strumenti la cui fonte è costituita da informazioni dirette tratte dalle segnalazioni statistiche degli intermediari bancari e finanziari, quali i depositi bancari, le quote di fondi comuni e le passività finanziarie, le revisioni sono di importi percentuali ridotti (meno del 3 per cento, in media, nel periodo 1995-2003). La situazione è analoga per le principali attività sull'estero (titoli e azioni),

<sup>25</sup> I controlli andamentali e di plausibilità economica sulle serie storiche, eseguiti di *routine* durante il processo di produzione dei CF, sia sulle informazioni di input sia sugli aggregati finali oggetto di pubblicazione, pur conducendo non di rado all'individuazione di errori residui, non azzerano la probabilità di successive revisioni dei dati elementari.

<sup>26</sup> Nel leggere i risultati non bisogna dimenticare, tuttavia, che esiste una certa discrezionalità dello stesso produttore delle statistiche nello scegliere se, e in che misura, recepire le revisioni: la decisione può dipendere anche da considerazioni sulla grandezza relativa del fenomeno rispetto alle altre voci e sull'impatto che la revisione avrebbe sulle altre statistiche (la spaccatura per settore di contropartita di molti strumenti finanziari, fa sì che i conti finanziari siano caratterizzati da un'elevata interdipendenza tra i dati). Ne consegue che le revisioni sul passato non possono essere attribuite soltanto alla disponibilità di informazioni nuove e/o diverse, come sarebbe invece necessario per ottenere una buona misura di affidabilità (o robustezza) costruita in questo modo.

che si avvalgono delle segnalazioni rese all'UIC direttamente o tramite il sistema bancario, e per le riserve assicurative.

Laddove le componenti stimate sulla base di fonti indirette e/o determinate a residuo hanno un peso maggiore, anche l'ampiezza e la variabilità delle revisioni sono più elevate. È questo il caso dei titoli di Stato a breve termine, con oscillazioni per i BOT e i CCT rispettivamente del 6 e del 15 per cento rispetto alla media nel periodo considerato, e delle azioni e altre partecipazioni. Per questo strumento il coefficiente di variazione delle stime, già elevato per le azioni quotate (6,3 per cento) per le quali sono note con modesto margine di errore le quantità in essere e i portafogli degli investitori istituzionali, sale ulteriormente (quasi l'8 per cento) per le non quotate e le quote di S.r.l., per le quali anche l'ammontare complessivo in circolazione risente di procedure di stima. Nonostante l'impiego di metodologie "a residuo", la variabilità delle stime è invece più contenuta per gli altri titoli di Stato (principalmente i BTP) e per le obbligazioni (rispettivamente il 2 e il 3,5 per cento), probabilmente per effetto di una migliore qualità delle informazioni analitiche di base.

Anche l'IBF prevede una serie di controlli di qualità sulle informazioni rilevate, realizzati dall'intervistatore, dalla società di rilevazione e dal Servizio Studi<sup>27</sup>.

I controlli di qualità, pur limitando il fenomeno degli errori di misura, non possono comunque eliminarlo completamente. Un'indicazione della sua importanza (tav. A11) può ricavarsi dall'indice di Heise (1969) che, a condizione di disporre di almeno tre rilevazioni sulle stesse unità *panel* e sotto ipotesi non troppo restrittive, permette di separare l'effettiva variazione temporale della grandezza esaminata dagli errori di misura (cfr. Biancotti, D'Alessio e Neri, 2004)<sup>28</sup>. Tale indice varia fra un valore

<sup>27</sup> La rilevazione dei dati è effettuata in prevalenza con l'aiuto del computer (CAPI, *Computer-assisted personal interviewing*). L'intervistatore, qualora rilevi un dato anomalo o un'incoerenza tra risposte fornite a diverse domande richiede, se possibile, spiegazioni all'intervistato e le annota sul questionario. La società di rilevazione controlla singolarmente ogni questionario nella fase di codifica prima di trasferire i dati su supporto elettronico. I questionari privi dei fondamentali requisiti di qualità vengono eliminati. In una fase successiva, mediante programmi di controllo, la stessa società individua i dati anomali e le incoerenze; per questi casi, si verifica dapprima se l'errore ha origine nel processo interno (ad esempio nella fase di codifica o di digitazione dei dati), nel qual caso viene rimosso. Se viceversa, l'errore risiede nel questionario viene contattata direttamente la famiglia (in generale telefonicamente) per chiedere conto della reale situazione. Il Servizio Studi effettua ulteriori verifiche di qualità; i dati anomali riscontrati sono sottoposti all'attenzione della società di rilevazione che provvede alla verifica diretta presso le famiglie.

<sup>28</sup> Il metodo si basa sulla considerazione che, in presenza di errori di misura indipendenti nel tempo e non legati alla variabile osservata, i coefficienti di autocorrelazione stimati risultano in valore (continua)

minimo di zero ed un valore massimo di uno; a valori maggiori corrispondono crescenti gradi di affidabilità delle stime.

Tra le attività finanziarie (per il cui totale l'indice è pari a 0,68), i titoli di Stato presentano una maggiore affidabilità degli altri titoli, dei depositi, e delle passività finanziarie (rispettivamente 0,74 contro 0,64, 0,38 e 0,54). Questo ordinamento sembra riflettere, da un lato, il fatto che, nella percezione delle famiglie, che tendono a mantenerli in portafoglio sino alla scadenza, i titoli di Stato, differentemente dalle azioni o dalle quote dei fondi comuni, non sono esposti a fluttuazioni di mercato e ne viene dichiarato il valore facciale, piuttosto facile da ricordare. Dall'altro, è presumibile che per i depositi di vario tipo intervengano difficoltà di memoria, in ragione del grado di liquidità dello strumento e alla frequenza con cui vi si attinge.

Questi risultati consentono di aggiungere alcune qualificazioni a quanto osservato in precedenza riguardo alla prossimità tra le stime micro "aggiustate" e quelle dei CF (tav. A9). Ad esempio, per l'aggregato dei *depositi*, poiché il dato dei CF appare altamente affidabile, ne esce rafforzata l'ipotesi che la procedura di correzione per l'*under-reporting*, riflettendo, come si è detto, una composizione del portafoglio delle famiglie (quella del 1987) molto diversa dall'attuale, comporti una sovrastima dello strumento da parte del dato di fonte IBF.

L'aggregato dei *titoli di Stato* mostra un buon grado di affidabilità sia nell'indagine sia nei CF. Anche in questo caso è molto plausibile che i pesi utilizzati per la correzione per l'*under-reporting* abbiano condotto a un sovra-aggiustamento dei dati IBF, persino più marcato di quello dei depositi. Nell'ultimo decennio la caduta della quota dei titoli di Stato nell'attivo finanziario delle famiglie è stata infatti molto drastica: secondo i CF è passata da oltre il 30 per cento nel 1995 al 7 per cento nel 2000 (quando la stima micro "aggiustata" è pari a 1,7 volte il dato macro), per tornare lievemente a crescere negli anni successivi. Inoltre, poiché i titoli di Stato hanno una diffusione piuttosto modesta tra le famiglie (9,4 per cento, secondo l'IBF, nel 2002, contro il 78 per cento dei depositi bancari e il 17 di quelli postali) non si può escludere che i dati micro siano anche affetti,

---

assoluto minori di quelli che si otterrebbero su variabili rilevate senza errore; l'entità della sottostima è funzione dell'errore di misura. Ipotizzando che le variabili rilevate nei tre tempi siano tra loro legate tramite modelli autoregressivi del primo ordine, il metodo ricava una stima dell'affidabilità della misurazione del fenomeno confrontando il prodotto delle correlazioni tra i periodi adiacenti con la correlazione tra il primo e il terzo periodo.

all'origine, da un *bias* negativo non trascurabile; in tal caso, la sovrastima risultante dalla correzione per l'*under-reporting* sarebbe anche maggiore di quella che traspare dai dati della tavola A9.

L'aggregato degli "altri titoli", dominato dalla componente azionaria, in entrambe le fonti è quello misurato con minore affidabilità; per tale ragione la ricerca di una coerenza fra stime campionarie e dati macro presenta un maggior grado di aleatorietà. Si può tuttavia ipotizzare che le correzioni apportate alle stime micro siano state, in questo caso, insufficienti: si è infatti assistito a un forte aumento del peso di questo aggregato nel portafoglio finanziario delle famiglie rispetto a quello utilizzato nella procedura di aggiustamento dei dati (secondo i CF, nel solo quinquennio 1995-2000 il peso è cresciuto dal 33 al 65 per cento).

Infine, per le passività, la forte stabilità delle stime CF autorizza a considerare queste ultime come un *benchmark* per quelle di fonte IBF, per le quali non è disponibile la correzione per l'*under-reporting*, da utilizzare eventualmente per procedure alternative di calibrazione dei dati.

## 5. Alcuni suggerimenti per una migliore integrazione

L'esame delle differenze di definizione e classificazione tra l'indagine e i conti finanziari ha messo in luce alcuni aspetti suscettibili di miglioramenti, sia nella metodologia dell'indagine sia in quella dei conti finanziari. In questo paragrafo si espongono sinteticamente alcuni suggerimenti in tal senso, demandando a futuri progetti di ricerca il compito di svilupparli e sperimentarli.

Per quanto riguarda l'indagine, un aspetto cruciale del raccordo con le grandezze della contabilità finanziaria è quello della misurazione del valore delle imprese<sup>29</sup>. Ai fini del presente lavoro rileva, in particolare, la quota del valore dell'impresa, assimilabile all'investimento diretto, che entra a far parte della ricchezza finanziaria delle famiglie. Nel questionario questa informazione è contenuta in tre distinte sezioni, riferite rispettivamente: 1) ai capifamiglia che sono gestori di società; 2) ai liberi professionisti, imprenditori individuali, lavoratori autonomi e simili; 3) alle imprese familiari. Mentre per il primo gruppo di soggetti viene rilevato

<sup>29</sup> Per un'analisi sulle differenze che esistono fra definizioni e metodi usati in contabilità nazionale rispetto a quelli usati nell'IBF nella definizione della ricchezza in aziende, si veda Bonci *et al.* (2005).

direttamente il valore di mercato della quota posseduta, agli altri due gruppi viene rivolta una domanda sul supposto valore dell'azienda in caso di cessione, che tuttavia non specifica in modo chiaro se tale valore sia da considerarsi al lordo o al netto delle passività finanziarie. Per migliorare la misurazione di questa grandezza sarebbe opportuno un duplice intervento. Da un lato la domanda in questione potrebbe essere riformulata in modo più chiaro, escludendo esplicitamente le passività. Dall'altro, la struttura delle due corrispondenti sezioni del questionario, che già prevede la rilevazione delle principali voci del conto patrimoniale dell'impresa gestita o controllata, potrebbe essere completata inserendo tra le passività la posta relativa al TFR, che è l'unica mancante; ciò consentirebbe di ottenere come differenza tra il totale dell'attivo e quello del passivo l'ammontare del patrimonio netto<sup>30</sup>, ossia il valore dell'impresa da includere tra le attività finanziarie delle famiglie.

Inoltre, nella sezione riferita alle imprese familiari non è possibile distinguere quante di queste sarebbero da considerare tra le famiglie e quante tra le imprese, mancando l'informazione sulla forma giuridica dell'azienda che, assieme al numero di addetti, è una variabile chiave per la classificazione secondo i principi del SEC95. Sarebbe quindi opportuno aggiungere una domanda che discrimini, se non altro, tra le società semplici e di fatto, le società di persone e le società di capitali; mediante l'utilizzo incrociato dell'informazione sul numero degli addetti, già oggi disponibile, sarebbe in tal modo possibile assegnare ciascun soggetto all'uno o all'altro settore istituzionale e, conseguentemente, attribuire all'attivo delle famiglie la partecipazione al capitale di quelle unità classificabili tra le imprese.

Un problema ulteriore dell'indagine riguarda la rilevazione delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione. Per tali strumenti le stime campionarie sembrano negli anni allontanarsi sempre di più da quelle aggregate; potrebbe dunque essere opportuna una più chiara individuazione nel questionario del tipo di polizze e/o di piani integrativi disponibili sul mercato.

Per quanto riguarda i conti finanziari, l'analisi condotta nei precedenti paragrafi ha posto in evidenza come nell'impianto attuale siano assenti: 1) la partecipazione nelle imprese costituite in forma diversa dalle società di capitali; 2) i crediti commerciali delle famiglie produttrici diversi

<sup>30</sup> Questa informazione potrebbe altresì essere sfruttata, in fase di controllo, per verificare la coerenza con la risposta fornita riguardo al presunto valore dell'azienda.

da quelli detenuti nei confronti delle società non finanziarie<sup>31</sup>; 3) i prestiti dei soci e degli azionisti alle cooperative. L'indagine, soprattutto se affinata lungo le direttrici sopra abbozzate, potrebbe fornire una stima per queste voci, sia pure non con la frequenza e la tempestività richieste per la pubblicazione dei CF<sup>32</sup>.

Con riferimento al punto 1), si è accennato a come il questionario dell'indagine, opportunamente integrato, potrebbe consentire la stima del valore del patrimonio netto delle imprese in questione<sup>33</sup> e dunque della corrispondente attività finanziaria delle famiglie (partecipazioni). A scopo meramente illustrativo si è tentata una prima, grossolana valutazione di questo aggregato, dopo aver sopperito alla mancanza del dato sul TFR nello stato patrimoniale dell'impresa con informazioni tratte da fonti alternative<sup>34</sup>. La stima ottenuta in prima battuta è stata successivamente calibrata, allo scopo di attenuare il *bias* legato alla mancata partecipazione all'indagine o all'*under-reporting*, utilizzando come informazione ausiliaria il numero dei dipendenti di questo tipo di società nella popolazione, di fonte censuaria. Per il 2002, il valore finale stimato per le partecipazioni delle famiglie in società non di capitale risulterebbe pari a circa il 6,1 per cento del totale attività finanziarie delle famiglie (valutate al prezzo di mercato) attualmente pubblicato nei conti finanziari, con un intervallo di confidenza fra il 4,3 e il 9,3 per cento.

Per una stima aggregata del valore dei crediti e dei debiti commerciali delle famiglie produttrici (punto 2) sarebbe possibile utilizzare direttamente il risultato dell'indagine che, come ricordato, nel rilevare le principali componenti dello stato patrimoniale dell'azienda gestita o controllata, copre i rapporti di debito/credito commerciale nei confronti di

<sup>31</sup> In realtà, anche i crediti e i debiti commerciali delle famiglie consumatrici sono assenti nei CF e richiederebbero una valutazione; su tali strumenti finanziari non è tuttavia disponibile alcuna fonte.

<sup>32</sup> I conti finanziari hanno frequenza trimestrale e sono pubblicati con un ritardo di circa quattro mesi rispetto al mese finale del trimestre di riferimento.

<sup>33</sup> In particolare, le componenti dello stato patrimoniale da considerare sarebbero: a) *lo stock di capitali fissi, di scorte e il valore delle immobilizzazioni immateriali*, rilevati negli allegati B2 e B3 del questionario con la seguente domanda: "Quanto crede che potrebbe valere la sua ditta/azienda se lei volesse venderla, cessando di svolgerci l'attività, considerando gli eventuali strumenti per l'esercizio dell'attività, le scorte di magazzino e l'avviamento ed escludendo il valore degli immobili?"; b) *il valore dei fabbricati non residenziali* (allegato D1); c) *i crediti e debiti commerciali e le passività finanziarie* (allegati B2 e B3); d) *il valore del fondo di Trattamento fine rapporto (TFR)*, attualmente non rilevato dall'indagine.

<sup>34</sup> Utilizzando l'archivio Cerved, che contiene i bilanci dell'universo delle società di capitali italiane, si è calcolato il valore medio del TFR per dipendente e lo si è utilizzato come coefficiente da applicare alle imprese dell'indagine attraverso l'informazione sul numero dei loro dipendenti.

tutte le possibili controparti<sup>35</sup>. Per attenuare le distorsioni legate alla non risposta e/o all'*under-reporting*, il valore campionario potrebbe essere calibrato utilizzando le passività finanziarie dei CF, dato che, come visto, presenta un'elevata affidabilità. Applicando, sempre a titolo esemplificativo, tale procedura, nel 2002 i crediti commerciali avrebbero un peso di circa il 2,3 per cento (rispetto all'attuale 0,2) sulla ricchezza finanziaria lorda rilevata dai CF. Analogamente, i debiti commerciali delle famiglie corrisponderebbero a circa il 4 per cento delle passività finanziarie complessive.

Infine, una soluzione analoga potrebbe essere adottata per quanto riguarda i prestiti alle cooperative (punto 3). In questo caso, la stima fornita dall'IBF potrebbe essere calibrata con la consistenza dei depositi bancari rilevata dai conti finanziari, anch'essa molto affidabile. Nel 2002, ad esempio, questa soluzione porterebbe a stimare l'aggregato in misura pari allo 0,2 per cento delle attività totali delle famiglie.

Complessivamente le integrazioni esemplificate comporterebbero una rivalutazione delle attività e delle passività finanziarie delle famiglie attualmente pubblicate nei CF<sup>36</sup> dell'ordine, rispettivamente, dell'8 e del 4 per cento.

## 6. Conclusioni

Le stime di fonte campionaria della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane e quelle pubblicate nei conti finanziari non sono immediatamente raccordabili e producono risultati *prima facie* fortemente dissimili.

Lo studio effettua in primo luogo una riconciliazione dettagliata dei dati delle due fonti; successivamente procede all'identificazione delle cause sottostanti alle ampie discordanze residue, ricercandole fra le diverse

<sup>35</sup> I vari lavori che si sono occupati del problema si sono concentrati sostanzialmente sulla stima dei crediti e debiti commerciali riferiti al totale delle imprese non finanziarie. Tali studi sono concordi nel ritenere che l'ammontare pubblicato sia sottostimato del 37 per cento circa il valore vero (Bartiloro e Di Giacinto, 2001; Beretta e Del Prete, 2001; Bronzini e Cannari, 2003); in alcuni casi sono state anche proposte nuove metodologie di stima (Bronzini e Cannari, 2003; Bartiloro e Coletta, 2004). I crediti e i debiti commerciali delle famiglie non si esauriscono però nei rapporti con le imprese non finanziarie, ma riguardano anche gli altri settori istituzionali (ed in particolare le Amministrazioni pubbliche e il resto del mondo).

<sup>36</sup> Il valore delle attività finanziarie è quello utilizzato nell'analisi che non include il fondo TFR.

tipologie di errori, campionari e di misura, che affliggono le stime e tenta di quantificarne la relativa importanza.

I principali risultati possono riassumersi come segue.

La riconciliazione della definizione del settore e dei criteri di valutazione degli strumenti tra le due fonti accresce il rapporto di copertura tra le stime campionarie e quelle aggregate per il totale delle attività finanziarie fra un minimo di 5 e un massimo di 9 punti percentuali negli anni considerati; per le passività il miglioramento è compreso fra 2 e 4 per cento. L'apporto della correzione è maggiore per i depositi (postali) e per i titoli di Stato rispetto agli altri strumenti finanziari ed è da attribuirsi principalmente allo scorporo dei ratei d'interesse dalla valutazione fornita nei CF. Il grado di accostamento fra le due stime rimane comunque piuttosto basso, raggiungendo un massimo del 36 per cento per le attività (nel 1998) e del 49 per cento per le passività (1995).

Una delle ragioni principali della discrepanza residua sembra da ricercarsi nella difficoltà, da parte dell'indagine, di misurare correttamente l'ammontare degli strumenti finanziari meno diffusi (ad esempio i titoli esteri, i pronti contro termine, i buoni postali fruttiferi, le obbligazioni private, le azioni e partecipazioni, ma anche, in misura crescente negli anni più recenti, i BTP), che tendono ad essere appannaggio delle famiglie più ricche, per le quali è più bassa la probabilità di partecipare alla rilevazione. Le famiglie con patrimoni ben superiori alla media non solo hanno una minore disponibilità a "contrattare" l'intervista, ma sono anche molto più difficili da raggiungere. Nell'indagine *Survey of Consumer Finances* (SCF) condotta sulle famiglie degli Stati Uniti, pur essendo presenti problemi simili, le famiglie più abbienti sono sovra-campionate, grazie alla disponibilità di informazioni di natura fiscale, e dunque tale problema assume una minore rilevanza. Nel presente lavoro non si è tentato di affrontare questo aspetto, la cui trattazione richiederebbe la conduzione di indagini *ad hoc* o il ricorso a informazioni ausiliarie con cui riponderare le stime.

Si è invece valutato l'effetto della mancata partecipazione, ipotizzando che la ricchezza dei non rispondenti sia assimilabile a quello dei rispondenti più difficili da intervistare. Il fenomeno sembra avere un impatto modesto: correggendo i dati per questo fattore, il rapporto di copertura con le stime macro aumenta nel 2002 di 9 punti percentuali per i depositi, di 6 punti per i titoli di stato e di circa 3 punti per le passività finanziarie totali e gli altri titoli.

L'impatto maggiore sulle stime è senz'altro quello esercitato dall'*under-reporting*: intervenendo sui dati micro per sanare gli effetti di questo fattore, nel caso dei depositi e dei titoli di Stato, che, per entrambe le fonti, sono gli aggregati meno soggetti ad altre tipologie di errori di misura, le differenze residue tra il dato di fonte IBF e quello aggregato raggiungono una dimensione compatibile con quella dell'intervallo di confidenza delle stime campionarie. Le differenze restano ancora rilevanti per l'insieme degli altri titoli, comprensivo di azioni, partecipazioni, obbligazioni e quote di fondi comuni; il fatto che la misurazione di tale aggregato risulti caratterizzata da un ridotto grado di affidabilità priva comunque il confronto di un solido ancoraggio e assoggetta i risultati dell'esercizio per questo strumento a un maggior grado di aleatorietà.

Nel corso dell'analisi è altresì emerso che le ipotesi sulla composizione del portafoglio sottostanti alla procedura di aggiustamento per l'*under-reporting*, se lontane dalla composizione effettiva nella popolazione, possono introdurre distorsioni significative nelle stime di fonte campionaria. Ciò suggerisce l'opportunità di ripetere, a intervalli temporali non troppo distanti, esperimenti analoghi a quello condotto con la BNL nel 1987, i cui risultati sono stati presi a riferimento per le elaborazioni contenute in questo studio.

Il lavoro di riconciliazione ha inoltre messo a fuoco alcuni aspetti, sia dell'indagine sia dei conti finanziari, suscettibili di miglioramenti, sui quali sono stati avanzati primi suggerimenti che potranno essere ripresi e sviluppati in studi futuri. L'aspetto più rilevante riguarda la stima delle partecipazioni delle famiglie nelle imprese diverse dalle società di capitali. Il dato, attualmente assente dalla struttura dei conti finanziari, potrebbe essere stimato con l'ausilio dell'indagine, a condizione di integrare le sezioni del questionario relative alle principali poste del conto patrimoniale dell'impresa familiare, o della società non di capitale di cui il capo famiglia è socio o gestore, in modo da poter desumere, per differenza tra l'attivo e il passivo, l'ammontare del patrimonio netto, ossia il valore da ascrivere tra le attività finanziarie del settore delle famiglie. Sempre utilizzando le informazioni dell'indagine sulle voci del conto patrimoniale, potrebbero essere stimati i crediti/debiti commerciali delle famiglie produttrici, oggi presenti nei conti finanziari solo limitatamente ai rapporti con le società non finanziarie.

**APPENDICE I**

**TAVOLE**

**Attività e passività finanziarie delle famiglie nell'indagine e nei conti finanziari:  
voci pubblicate e criteri di registrazione**

INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE (IBF)		
AF	ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
A	Depositi bancari, cert. di deposito e p.c.t.	valore nominale
A1	Depositi bancari in c/c	
A2	Depositi bancari a risparmio	
A3	Nominativi	
A4	al portatore	
A5	Certificati di deposito	
A6	Pronti contro termine	
B	Depositi postali	valore nominale
B1	C/c e libretti di deposito postale	
B2	Buoni fruttiferi postali	
C	Titoli di Stato italiani	valore nominale
C1	BOT	
C2	CCT	
C3	BTP	
C4	CTZ	
C5	Altri titoli di Stato	
D	Obbligaz. e quote di fondi comuni italiani	
D1	Obbligazioni	valore nominale
D2	Quote di fondi comuni	valore di mercato
E	Azioni e partecipazione italiane	valore di mercato
E1	Azioni quotate	
E3	Azioni di società non quotate	
E4	Quote di S.r.l.	
E5	Quote di società di persone	

CONTI FINANZIARI (CF)	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Biglietti, monete e depositi a vista presso Istituzioni finanz. monetarie presso altri residenti presso resto del mondo	biglietti e monete al valore facciale; depositi al valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Atri depositi presso Istituzioni finanz. monetarie presso altri residenti presso resto del mondo	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Titoli a breve termine emessi dalle Amm. pubbliche emessi da altri residenti emessi dal resto del mondo	valore di mercato e comprensivi dei ratei d'interesse (accettazione bancarie al valore nominale)
Titoli a medio/lungo termine emessi da Istituzioni finanz. mon. emessi dalle Amm. centrali: CCT emessi dalle Amm. centrali: altri emessi dalle Amm. locali emessi da altri residenti emessi dal resto del mondo	valore di mercato e comprensivi dei ratei d'interesse (titoli emessi dalle Amm. locali al valore nominale)
Azioni e altre partecipazioni emesse da residenti Di cui: azioni quotate emesse dal resto del mondo	valore di mercato

segue Tav. A1

**Attività e passività finanziarie delle famiglie nell'indagine e nei conti finanziari:  
voci pubblicate e criteri di registrazione**

INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE ITALIANE (IBF)		
AF	ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
F	Gestioni patrimoniali	valore di mercato
F1	Presso banche	
F2	Presso SIM	
F3	Gestioni fiduciarie	
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	
G1	Obbligazioni e titoli di Stato esteri	valore nominale
G2	Azioni e partecipazioni estere	valore di mercato
G3	Altro emesso da non residenti	
H	Prestiti alle cooperative (Coop, ecc.)	valore nominale
I	Assicurazioni vita e fondi pensione	
L	Crediti commerciali	

PF	PASSIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
PF1	Debiti verso banche e soc. finanziarie	valore nominale
PF2	Debiti commerciali	
PF3	Debiti verso altre famiglie	

CONTI FINANZIARI (CF)	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Quote di fondi comuni emesse da residenti emesse dal resto del mondo	valore corrente di rimborso
Riserve tecniche di assicurazione Riserve ramo vita e fondi pensione Riserve premi e sinistri	valore corrente dei diritti degli assicurati al pagamento del capitale o di una rendita
Altri conti attivi e passivi Crediti commerciali Altri	

PASSIVITÀ FINANZIARIE	VALUTAZIONE
Prestiti a breve termine di Istituzioni finanz. monetarie di altre società finanziarie	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Prestiti a medio/lungo termine di Istituzioni finanz. monetarie di altre società finanziarie di Amm. pubbliche	valore nominale e comprensivi dei ratei d'interesse
Riserve tecniche di assicurazione Riserve ramo vita e fondi pensione	valore corrente dei diritti degli assicurati al pagamento del capitale o di una rendita

**Tav. A2****Il peso delle istituzioni sociali private e della diversa  
valutazione delle consistenze nei CF**

Incidenza percentuale sul valore originario dei CF degli importi detenuti dalle istituzioni senza scopo di lucro

	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie	1,8	1,4	1,6	1,6
A	Depositi bancari	2,8	2,6	3,9	3,3
B	Depositi postali	1,5	1,3	1,5	1,8
C	Titoli di stato italiani	2,1	2,4	3,0	2,4
D	Obbligazioni e quote di f. comuni	1,1	1,0	1,2	1,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	1,1	0,9	1,2	1,2
G	Titoli esteri	0,4	0,3	0,3	0,4
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	0,0	0,0	0,0	0,0
PF	Passività finanziarie	3,6	2,7	2,0	2,8

Incidenza percentuale sul valore originario dei CF dei ratei di interessi e diversi criteri di valutazione

	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie	6,7	11,1	9,5	9,2
A	Depositi bancari	0,6	0,2	0,1	0,1
B	Depositi postali	26,4	30,6	31,4	30,6
C	Titoli di stato italiani	2,3	10,2	11,0	8,8
D	Obbligazioni e quote di f. comuni	27,7	6,0	3,4	1,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	0,0	0,0	0,0	0,0
G	Titoli esteri	0,2	0,5	0,5	0,7
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	0,0	0,0	0,0	0,0
PF	Passività finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0

Tav. A3

**La ricchezza finanziaria delle famiglie: stime campionarie, CF e grado di copertura**  
(dopo riconciliazione; dati in milioni di euro e in percentuale della stima IBF sulla corrispondente voce dei CF)

Codice IBF	Strumenti finanziari	1995			1998			2000			2002		
		IBF	CF	%	IBF	CF	%	IBF	CF	%	IBF	CF	%
AF	Attività finanziarie (= AF1+AF2+AF3+G+AF4)	437.258	1.309.452	33,4	667.400	1.837.583	36,3	786.150	2.365.497	33,2	744.961	2.396.453	31,1
AF1	Depositi (= A+B)	152.799	409.480	37,3	248.796	412.579	60,3	281.634	469.782	59,9	320.351	557.851	57,4
A	Depositi bancari, certificati di dep., p.c.t.	138.553	332.316	41,7	229.708	319.480	71,9	241.822	360.241	67,1	274.120	421.467	65,0
A1	depositi bancari in c/c	84.310	169.017	49,9	161.946	210.745	76,8	204.312	246.012	83,0	217.502	296.704	73,3
A2	depositi bancari a risparmio	25.467	40.856	62,3	48.563	43.490	111,7	23.877	49.756	48,0	45.733	53.236	85,9
A5	certificati di deposito	18.469	75.790	24,4	14.037	34.175	41,1	7.480	26.030	28,7	6.372	24.217	26,3
A6	pronti contro termine	10.307	46.653	22,1	5.162	31.071	16,6	6.153	38.443	16,0	4.513	47.312	9,5
B	Depositi postali	14.246	77.165	18,5	19.088	93.099	20,5	39.812	109.541	36,3	46.231	136.383	33,9
B1	c/c e libretti di deposito postale	6.380	27.106	23,5	10.858	30.205	35,9	28.263	40.717	69,4	35.432	59.689	59,4
B2	buoni fruttiferi postali	7.866	50.059	15,7	8.230	62.894	13,1	11.549	68.824	16,8	10.799	76.694	14,1
AF2	Titoli di Stato (= C)	132.437	397.541	33,3	93.672	222.121	42,2	96.274	167.476	57,5	66.924	212.926	31,4
C	Titoli di stato italiani	132.437	397.541	33,3	93.672	222.121	42,2	96.274	167.476	57,5	66.924	212.926	31,4
C1	BOT	75.837	167.283	45,3	42.629	46.542	91,6	46.825	24.809	188,7	30.356	32.094	94,6
C2	CCT	30.763	116.445	26,4	21.261	60.450	35,2	19.135	39.193	48,8	14.214	34.849	40,8
C3	BTP	20.373	99.777	20,4	21.107	99.052	21,3	24.653	93.437	26,4	18.216	136.492	13,3
C4+C5	CTZ e altri titoli di Stato	5.464	14.036	38,9	8.675	16.077	54,0	5.661	10.037	56,4	4.138	9.492	43,6
AF3	Altri titoli (= D+E+F)	84.958	430.467	19,7	228.424	1.081.019	21,1	296.637	1.541.437	19,2	240.670	1.371.269	17,6
D	Obbligaz., quote di f. comuni italiani	32.111	129.071	24,9	106.134	515.846	20,6	142.300	620.376	22,9	131.640	598.537	22,0
D1	obbligazioni	11.143	67.567	16,5	27.676	163.610	16,9	31.656	216.179	14,6	45.020	292.999	15,4
D2	quote di fondi comuni	20.968	61.504	34,1	78.458	352.235	22,3	110.644	404.197	27,4	86.620	305.538	28,3
E	Azioni e partecipazioni italiane	50.720	222.533	22,8	115.680	395.569	29,2	145.000	656.107	22,1	102.786	577.108	17,8
E1	azioni quotate	12.109	50.649	23,9	37.197	139.292	26,7	56.907	190.511	29,9	41.696	116.850	35,7
E3+E4	azioni non quotate e quote di S.r.l.	38.611	171.885	22,5	78.483	256.277	30,6	88.093	465.597	18,9	61.090	460.258	13,3
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	2.127	78.863	2,7	6.610	169.605	3,9	9.337	264.953	3,5	6.244	195.624	3,2
G1	obbligazioni e titoli di Stato esteri	1.382	30.283	4,6	4.609	56.456	8,2	3.203	73.390	4,4	3.714	89.310	4,2
G2	azioni e partecipazioni estere	345	26.086	1,3	1.834	60.588	3,0	2.780	108.450	2,6	1.995	67.269	3,0
G3	altro, emesso da non residenti	399	22.494	1,8	167	52.561	0,3	3.355	83.113	4,0	535	39.045	1,4
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	55.386	68.257	81,1	83.824	117.692	71,2	92.825	182.653	50,8	93.675	249.140	37,6

**La ricchezza finanziaria delle famiglie: differenza fra stime campionarie e CF dopo riconciliazione**

*(dati in milioni di euro, l'errore standard è calcolato sulle stime di fonte indagine)*

Strumenti finanziari	1995		1998		2000		2002	
	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.	CF-IBF	Err. St.
Attività finanziarie	872.194	15.519	1.170.18	41.157	1.579.346	50.537	1.651.492	36.549
Depositi bancari	193.763	4.417	89.772	12.101	118.418	17.129	147.347	22.802
Depositi postali	62.918	867	74.010	1.383	69.729	7.269	90.152	7.850
Titoli di Stato italiani	265.104	6.324	128.449	9.096	71.202	16.023	146.002	7.526
Obbligazioni	56.424	2.560	135.934	4.489	184.523	5.505	247.979	5.827
Quote di fondi comuni	40.536	2.259	273.777	9.360	293.553	12.676	218.918	7.764
Azioni, partecipazioni italiane	171.813	9.977	279.889	25.590	511.107	26.050	474.322	14.840
Titoli esteri	76.737	401	162.995	1.313	255.616	3.324	189.380	1.105
Assicuraz.. vita e fondi pensione	12.871	2.634	33.868	4.058	89.828	5.039	155.465	4.246
Crediti commerciali	-7.971	1.427	-8.510	2.290	-14.630	3.029	-18.074	5.692
Passività finanziarie	82.711	4.166	115.578	6.457	142.483	6.984	162.389	9.142

## Tav. A5

## La composizione del portafoglio finanziario delle famiglie

(valori percentuali)

Strumenti finanziari	1995		1998		2000		2002	
	IBF	CF	IBF	CF	IBF	CF	IBF	CF
Depositi bancari	31,7	25,7	34,4	17,6	30,8	15,6	36,8	17,9
Depositi postali	3,3	5,9	2,9	5,1	5,1	4,6	6,2	5,7
Titoli di Stato italiani	30,3	30,5	14,0	12,2	12,2	7,2	9,0	9,0
strumenti "meno rischiosi"	65,3	62,1	51,3	34,9	48,1	27,4	52,0	32,6
Obbligazioni	2,5	5,1	4,1	8,9	4,0	9,1	6,0	12,2
Quote di fondi comuni	4,8	4,7	11,8	19,1	14,1	17,0	11,6	12,7
Azioni, partecipazioni italiane	11,6	16,9	17,3	21,4	18,4	27,6	13,8	24,0
strumenti "più rischiosi"	18,9	26,7	33,2	49,4	36,5	53,7	31,4	48,9
Titoli esteri	0,5	5,9	1,0	9,1	1,2	11,1	0,8	8,1
Assicurazioni vita e f. pensione	12,7	5,1	12,6	6,3	11,8	7,6	12,6	10,2
Crediti commerciali	2,7	0,3	1,9	0,2	2,4	0,2	3,1	0,2
Attività finanziarie	100	100	100	100	100	100	100	100
Passività finanziarie <sup>(1)</sup>	18,5	12,9	14,2	11,4	15,1	11,1	17,8	12,6

(1) calcolato sul totale delle attività finanziarie.

## Tav. A6

## La dinamica del portafoglio finanziario

(indici: 1995=100)

Strumenti finanziari	IBF				CF			
	1995	1998	2000	2002	1995	1998	2000	2002
Depositi bancari	100	166	175	198	100	96	110	127
Depositi postali	100	134	279	324	100	120	142	177
Titoli di Stato italiani	100	71	73	51	100	56	42	54
Obbligazioni	100	248	349	283	100	242	320	434
Quote di fondi comuni	100	374	443	410	100	572	658	497
Azioni e partecipazioni	100	228	286	203	100	177	295	259
Titoli esteri	100	311	439	294	100	215	335	248
Assicurazioni vita e f. pensione	100	151	168	169	100	172	268	365
Crediti commerciali	100	109	161	200	100	113	112	142
Attività finanziarie	100	153	179	170	100	140	180	183
Passività finanziarie	100	117	147	164	100	124	155	178

## Tav. A7

**Possesso di attività finanziarie nell'IBF***(percentuale di famiglie)*

Codice IBF	Strumenti finanziari	1995	1998	2000	2002
AF	Attività finanziarie (=AF1+AF2+AF3+G+AF4)	86,7	86,8	86,1	86,3
AF1	Depositi (=A+B)	85,4	86,0	85,4	85,8
A	Depositi bancari, certificati di dep., p.c.t.	81,3	82,2	79,7	77,9
A1	depositi bancari in c/c	68,9	73,2	73,2	73,0
A2	depositi bancari a risparmio	26,7	28,0	17,7	13,5
A5	certificati di deposito	5,3	3,7	2,0	1,2
A6	pronti contro termine	1,2	0,7	0,6	0,5
B	Depositi postali	14,6	15,0	16,6	18,6
B1	c/c e libretti di deposito postale	9,6	11,5	13,8	16,9
B2	buoni fruttiferi postali	7,4	5,9	5,4	4,8
AF2	Titoli di Stato (=C)	26,4	11,8	11,7	9,4
C	Titoli di stato italiani	26,4	11,8	11,7	9,4
C1	BOT	22,4	8,7	9,5	7,1
C2	CCT	7,8	4,4	3,3	2,0
C3	BTP	4,4	2,5	1,9	2,0
C4+C5	CTZ e altri titoli di Stato	1,2	0,8	0,7	0,6
AF3	Altri titoli (=D+E+F)	11,7	16,0	19,2	20,5
D	Obbligaz., quote di f. comuni italiani	5,9	12,5	14,4	14,0
D1	obbligazioni	2,6	5,1	5,7	6,0
D2	quote di fondi comuni	4,2	9,6	11,6	10,2
E	Azioni e partecipazioni italiane	7,4	7,8	9,7	11,3
E1	azioni quotate	4,2	7,1	9,2	9,0
E3+E4	azioni non quotate e quote di S.r.l.	1,8	2,3	1,8	1,8
G	Titoli esteri (emessi da non residenti)	0,4	0,8	1,2	1,1
G1	obbligazioni e titoli di Stato esteri	0,3	0,4	0,6	0,7
G2	azioni e partecipazioni estere	0,1	0,5	0,6	0,4
G3	altro, emesso da non residenti	0,1	0,1	0,2	0,1
H	Assicurazioni vita e fondi pensione	27,9	29,2	27,6	24,0
AF4	Crediti commerciali	4,5	3,5	4,2	4,7
PF	Passività finanziarie (=PF1+PF2)	24,7	22,6	22,6	21,1
PF1	Debiti verso banche e soc. finanziarie	24,7	22,6	22,6	21,1
PF1	Debiti commerciali	3,8	2,9	3,2	1,5

## Tav. A8

## La ricchezza in aziende del settore famiglie

Composizione delle aziende

	Aziende		
	Imprese individuali, soc. semplici e soc. di fatto	Società di persone	
	N° addetti ≤ 5	N° addetti > 5	Società di capitali (quotate e non quotate)
Settori SEC95	Famiglie produttrici	Società e quasi-società	

Valutazione della ricchezza in aziende nella Contabilità nazionale e nell'IBF

Contabilità nazionale (Conto patrimoniale)	Attività reali	Attività finanziarie				
	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore delle part. complessive	Valore delle partecipazioni complessive		Valore delle partecipazioni complessive	
IBF	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore di: beni capitali scorte avviamento	Valore delle partecipazioni di controllo	Valore delle partecipazioni finanziarie	Valore delle part. di controllo	Valore delle part. finanziarie

Definizione teorica dello strumento "azioni e altre partecipazioni"

IBF	Si	Si	Si		Si	
CF (SEC95)		Si	Si	Si	Si	Si

Disponibilità delle stime per le varie componenti nelle due fonti

IBF	Si	Si	Si	Si	Si	Si
CF	(*)				Si	Si
Confronto					Si	Si

(\*) Stime macro non disponibili, ma ricostruibili a partire dai dati di flusso.

## Tav. A9

**Effetto delle correzioni nel confronto fra stime IBF e CF**  
(*stime IBF in percentuale della corrispondente voce dei CF*)

Strumenti finanziari	Dati non aggiustati (a)	Dati corretti per differenze definitorie (b)	Dati IBF corretti anche per mancata partecipazione	Dati IBF corretti anche per <i>under-reporting</i> (c)	Variabilità campionaria (int. di conf. al 95%) (c)
1995					
Depositi	33,8	37,2	39,3	67,7	57,9 - 77,4
Titoli di Stato	33,4	33,3	36,6	80,5	63,0 - 97,9
Altri titoli	20,9	19,7	22,2	78,7	60,6 - 96,7
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
1998					
Depositi	50,7	60,3	67,1	121,4	* 93,7 - 149,2
Titoli di Stato	37,0	42,2	50,0	96,2	* 74,2 - 118,2
Altri titoli	21,1	21,1	28,0	89,9	* 56,3 - 123,5
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
2000					
Depositi	52,4	59,9	68,9	139,9	* 98,9 - 180,8
Titoli di Stato	49,6	57,5	64,6	173,9	119,4 - 228,3
Altri titoli	18,8	19,2	22,4	66,0	36,3 - 95,6
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9
2002					
Depositi	50,3	57,4	66,7	119,5	* 86,8 - 152,1
Titoli di Stato	33,4	31,4	37,2	100,7	* 71,8 - 129,6
Altri titoli	17,3	17,6	20,0	54,9	38,0 - 71,7
Passività finanz.	47,1	49,4	60,2	n.d.	50,5 - 69,9

(a) I dati delle due fonti incorporano le differenze sia per la definizione del settore delle famiglie che i criteri di valutazione degli strumenti finanziari. La sola riconciliazione effettuata è quella del grado di aggregazione delle voci riportate. – (b) I dati sono coerenti sia per il settore di riferimento che per la valutazione degli strumenti. – (c) La correzione non si effettua per le passività finanziarie. Per la voce “altri titoli”, inoltre, la correzione è applicata solo alle azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni. Per maggiore omogeneità, dalla voce dei CF è stata esclusa una stima delle partecipazioni indirette detenute delle famiglie. Le gestioni patrimoniali, non rilevate nel 1987, sono escluse dal dato IBF, mentre sono incluse nei CF.

Tav. A10

**Le revisioni<sup>(a)</sup> nei conti finanziari delle famiglie**

*Variazioni rispetto alla pubblicazione precedente  
(dati in milioni di euro e valori percentuali)*

Strumenti	Numero di revisioni > 5%	Ammontare medio delle revisioni in valore assoluto	Ammontare medio delle revisioni percentuali	Coeff. di variazione (%)
Attività finanziarie	3	34520	1.4	2.4
Depositi	2	2201	0.5	1.5
Depositi bancari in c/c	2	1249	0.5	1.7
Depositi bancari a risparmio	2	405	1.0	2.9
Certificati di deposito	2	116	0.5	1.6
Pronti contro termine	2	384	1.1	3.8
c/c e libretti di deposito postale	7	830	2.1	4.8
Buoni fruttiferi postali	0	26	0.0	0.1
Titoli di stato italiani	6	3401	1.2	3.5
BOT <sup>(b)</sup>	2	622	4.2	6.4
CCT <sup>(b)</sup>	9	3849	4.4	14.6
BTP	2	240	0.2	0.8
CTZ e altri titoli di Stato	4	226	1.4	2.0
Altri titoli	4	30954	2.0	3.5
Obbligazioni	5	2983	1.5	3.5
Quote di fondi comuni	0	85	0.0	0.1
Azioni quotate	8	4357	4.2	6.3
Azioni non quotate e quote di S.r.l.	12	14784	5.3	7.7
Obbligaz. e titoli di Stato esteri	0	13	0.0	0.0
Azioni e partecipazioni estere	0	94	0.1	0.2
Altro emesso da non residenti	7	1579	3.2	6.3
Assicurazioni vita e fondi pensione	1	933	0.4	0.5
Crediti commerciali	3	43	0.9	1.6
Passività finanziarie	0	113	0.0	0.1

(a) Si sono confrontate, per i singoli strumenti e per gli anni dal 1995-2002, le stime presenti nelle varie edizioni dei CF (fino a quella del 2003Q4). Le varie voci sono qui presentate con un dettaglio coerente con il resto del lavoro, diverso da quello utilizzato nei CF. Tutte le revisioni sono considerate in valore assoluto, onde evitare che le variazioni al rialzo fossero sterilizzate da quelle al ribasso. – (b) L'entità delle revisioni sulle consistenze di BOT e CCT detenuti dalle famiglie è il risultato di una significativa variazione dei dati sul 2002, dovuta ad una riclassificazione di un ammontare di entità rilevante tra i due strumenti (cfr. l'Appendice alla Relazione sull'anno 2003, in particolare la nota alla tavola aB80). Se si esclude questa variazione, la media delle revisioni percentuali e il coefficiente di variazione sui BOT scendono rispettivamente a 0,3 per cento e 0,9 per cento, mentre gli stessi indici per i CCT scendono a 3 per cento e 12 per cento.

Tav. A11

## Indice di affidabilità di Heise per le stime campionarie

Grandezze	1989, 1991, 1993	1995, 1998, 2000
Ricchezza netta (= AR+AF-PF)	0,83	0,82
Attività reali (AR)	0,82	0,79
Immobili	0,82	0,86
di cui abitazione di residenza	0,83	0,90
Aziende	0,67	0,56
Attività finanziarie (AF)	0,85	0,68
Depositi bancari e postali	0,50	0,38
Titoli di Stato	0,99	0,74
Altri titoli (azioni, obbligazioni, f. comuni, etc.)	0,74	0,64
Passività finanziarie (PF)	0,59	0,54
per acquisto o ristrutturazione di immobili	0,63	0,54
per acquisto di mezzi di trasporto	0,37	0,72
per l'acquisto di mobili ed elettrodomestici	-	0,11
per l'acquisto di beni non durevoli	0,04	0,16

Fonte: Biancotti, D'Alessio e Neri (2004).

## APPENDICE II

### NOTE METODOLOGICHE

#### *Le famiglie nei conti finanziari*

Nei conti finanziari i due settori delle famiglie e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie vengono rappresentati in forma aggregata.

*Famiglie.* – Il settore comprende individui o gruppi di individui nella loro funzione di consumatori e nella eventuale funzione di imprenditori, che producono beni e servizi non finanziari e servizi finanziari destinabili alla vendita purché, in quest'ultimo caso, il loro comportamento economico e finanziario non sia tale da configurare una quasi-società. Le risorse principali di queste unità provengono da redditi da lavoro dipendente, da redditi da capitale, da trasferimenti effettuati da altri settori, da entrate derivanti dalla vendita della produzione o da entrate imputate per i prodotti destinati all'autoconsumo.

Nel settore famiglie rientrano: gli operai, gli impiegati, i lavoratori dipendenti, i pensionati, i redditieri, i beneficiari di altri trasferimenti. Fanno inoltre parte delle famiglie le società semplici, le società di fatto, le imprese individuali, la cui funzione principale sia produrre beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita, con un numero di addetti fino a cinque unità.

Pur non essendo obbligatorio ai sensi del SEC95, l'Italia distingue tra attività e passività finanziarie di famiglie consumatrici, da un lato, e imprese individuali (o famiglie produttrici), dall'altro. Al momento queste informazioni non sono pubblicate con evidenza separata.

*Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.* – Il settore comprende le unità istituzionali senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, dotate di personalità giuridica o alle quali si riconosce rilevanza economica, che producono beni e servizi non destinabili alla vendita. Le risorse principali delle unità appartenenti a questo settore, oltre a quelle derivanti da vendite occasionali, provengono da contributi volontari in denaro o in natura versati dalle famiglie nella loro funzione di consumatori, da pagamenti effettuati dalle Amministrazioni pubbliche e da redditi da capitale.

Per convenzione rientrano nel settore le seguenti istituzioni, pur non ricorrendo le condizioni sopra indicate: le istituzioni e gli enti ecclesiastici e religiosi; i partiti politici e le organizzazioni ausiliarie (ad esempio le organizzazioni giovanili associate a un partito politico); i sindacati e le associazioni con fini prevalentemente sindacali; gli ordini professionali.

#### *Le famiglie nell'indagine*

Ai fini dell'indagine, per "famiglia" si intendono tutte le persone che vivono stabilmente insieme, nella medesima abitazione, e che mettono in comune tutto o una parte del reddito (è considerata famiglia anche quella composta da una sola persona).

Sono considerati componenti della famiglia anche gli assenti temporanei, quali: persone in ferie, assenti temporanei per studio o per malattia ed altri eventuali non parenti che vivono stabilmente nella famiglia e che mettono in comune tutto o parte del reddito. Non sono invece considerati nella famiglia i soggetti che, pur "convivendo" sotto lo stesso tetto, gestiscono le loro entrate e le loro spese separatamente dalla famiglia (ad esempio il personale di servizio, gli inquilini di affittacamere, ecc.).

La definizione di famiglia include sia le famiglie produttrici che le famiglie consumatrici, non sono invece incluse le *Istituzioni senza scopo di lucro*.

**RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

- Antoniewicz, R.L. (2000), *A Comparison of the Household Sector from the Flow of Funds Accounts and the Survey of Consumer Finances*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Paper, n. 26, ottobre.
- Banca d'Italia (2004), *Relazione annuale sul 2003*, Roma.
- Bartiloro, L. e M. Coletta (2004), *Il credito commerciale nei conti finanziari italiani ed europei*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Bartiloro, L. e V. Di Giacinto (2001), *La revisione della stima dei crediti e dei debiti commerciali nei conti finanziari*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Beretta, E. e S. Del Prete (2001), *Una valutazione quantitativa del credito commerciale in Italia*, dattiloscritto.
- Biancotti, C., D'Alessio, G. e A. Neri (2004), *Errori di misura nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 522.
- Bonci, R., Cannari, L., Karagregoriou, A., Marchese, G. e A. Neri (2005), *Defining Household Wealth in Business* lavoro presentato alla Conferenza "Construction and Usage of Comparable Microdata on Wealth", Perugia, 27-29 gennaio.
- Brandolini, A., Cannari, L., D'Alessio, G. e I. Faiella (2004), *Household Wealth Distribution in Italy in the 1990s*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 530.
- Bronzini, R. e L. Cannari (2003), *A quanto ammontano i crediti commerciali in Italia?*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Cannari, L. e G. D'Alessio (1990), *Housing Assets in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, in C. Dagum e M. Zenga (a cura di), *Income and Wealth Distribution, Inequality and Poverty*, Berlino, Springer-Verlag.
- (1992), *Mancate interviste e distorsione degli stimatori*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 172.

- (1993), *Non-Reporting and Under-Reporting Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth* in "Bulletin of the International Statistics Institute", Vol. LV, n. 3, Pavia.
- Cannari, L., D'Alessio, G., Raimondi, G. e A. Rinaldi (1990), *Le attività finanziarie delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 136.
- Cannari, L., D'Alessio, G. e M. Paiella (2004), *La ricchezza delle famiglie italiane: un'analisi territoriale*, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Cicchitelli, G., Herze, A. e G. Montanari. (1992), *Il Campionamento Statistico*, Bologna, il Mulino.
- D'Alessio, G. e I. Faiella (2002), *Nonresponse Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 462.
- Eymann, A. e A. Börsch-Supan (2002), *Household Portfolios in Germany*, in L. Guiso, M. Haliassos e T. Jappelli (a cura di), *Household Portfolios*, Cambridge, MA, The MIT Press.
- Guiso, L., Haliassos, M. e T. Jappelli (2002) (a cura di), *Household Portfolios*, Cambridge, MA, The MIT Press.
- Heise, D. (1969), *Separating Reliability and Stability in Test-Retest Correlation*, in "American Sociological Review", vol. 34, n. 1, pp. 93-101

**DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. BONCI,  
G. MARCHESE E A. NERI**

*Daniele Fano\**

Il lavoro di Riccardo Bonci, Grazia Marchese e Andrea Neri ha il pregio di consentire di fare il punto, in maniera argomentata e dettagliata, sulle caratteristiche specifiche e sull'affidabilità delle due fonti di informazione sulla ricchezza delle famiglie, i dati aggregati dei conti finanziari e i dati campionari dell'indagine sui bilanci delle famiglie. I risultati appaiono, nell'insieme, incoraggianti: gli studiosi e tutti gli utilizzatori delle statistiche possono contare, salvo le inevitabili cautele per categorie quali le azioni non quotate, su dati macro e micro di sicura rilevanza. Il contesto dei mercati, con la crescente istituzionalizzazione del risparmio, favorisce il miglioramento della qualità dei dati nel tempo, ma è certo che senza lo sforzo continuo e rigoroso del Servizio Studi della Banca d'Italia non disporremmo oggi di fonti così valide.

Nessuna delle due fonti, quella aggregata sui conti finanziari e quella micro che scaturisce dall'indagine, gode sempre di buona stampa. I conti finanziari delle famiglie hanno tradizionalmente alcune componenti calcolate "a residuo" rispetto ad altri settori e altre componenti la cui stima è fortemente aleatoria, come le azioni non quotate. L'indagine sui bilanci delle famiglie è viziata da forte *under-reporting* e *mis-reporting*. Un esame attento permette tuttavia di scartare un pessimismo generico riguardo alla qualità e alla confrontabilità dei dati.

Come proxy dell'affidabilità delle fonti macro gli autori costruiscono un indicatore descrittivo della loro variabilità. Laddove la fonte dei dati è costituita dalle informazioni dirette degli intermediari, le revisioni sono di importi ridotti e l'affidabilità appare molto alta. Ciò appare molto incoraggiante poiché la tendenza all'istituzionalizzazione del risparmio delle famiglie appare un trend inarrestabile e, quindi, nel tempo, la componente più affidabile dei conti appare destinata a crescere ancora.

Gli scarti tra le stime campionarie e le consistenze aggregate dei conti finanziari sono più rilevanti per le obbligazioni (16 per cento), i fondi

---

\* Responsabile Studi Economici, Pioneer Global Asset Management.

comuni (30 per cento), le azioni quotate (30 per cento; 23 per cento per le non quotate), i titoli di Stato (dal 30 al 57 per cento).

L'importanza della distribuzione della ricchezza viene giustamente evidenziata dagli autori in quanto impatta sulla differenza tra il valore medio rispecchiato dalla contabilità nazionale e il valore mediano che risulta dalle indagini campionarie.

Gli autori si soffermano quindi sulle correzioni che, su questa base, si possono apportare all'*under-reporting*.

A questo proposito vorrei dare un contributo a supporto dei risultati raggiunti. Il gruppo Unicredit italiano ha condotto una propria indagine in parallelo con quella della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie nel 2002. I risultati, di prossima pubblicazione per quanto riguarda la tematica della correzione dell'*under-reporting*, sono stati incrociati con i dati amministrativi dei clienti intervistati, nel rispetto, naturalmente, della normativa sulla privacy. In tal modo l'*under-reporting* ha potuto essere misurato con un riscontro obiettivo. Il fatto interessante è che, pur con tanti anni di distanza e con una base di misurazione più precisa, i risultati non appaiono discostarsi in maniera sostanziale da quelli ottenuti dal lavoro fatto con BNL e utilizzato in questo paper. Si tratta di una conferma importante e molto incoraggiante riguardo all'affidabilità dei dati "corretti".

Nessuno meglio di chi produce i dati è in grado di rivelarne le peculiarità, i limiti. Non tutti i produttori trovano però il modo e il tempo di fornirne un'appropriata guida alla lettura e alla comprensione. Da questo punto di vista il contributo in esame appare particolarmente pregevole.