



Metodi e fonti: manuali

12 giugno 2018

Per informazioni: statistiche@bancaditalia.it
www.bancaditalia.it/statistiche/index.html

I CONTI FINANZIARI DELL'ITALIA

Struttura e innovazioni nei conti

Indice

1. Finalità, utilizzi, quadro normativo e schema analitico	4
1.1 Finalità originarie	4
1.2 Cenni storici	5
1.3 Utilizzi	6
1.4 Lo schema concettuale dei conti finanziari e la contabilità nazionale	9
1.5 Le innovazioni dello SNA 2008 e del SEC 2010	11
2. I settori istituzionali	14
2.1 Cenni generali	14
2.2 Società non finanziarie (S.11)	16
2.3 Società finanziarie (S.12)	16
2.4 Amministrazioni pubbliche (S.13)	19
2.5 Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	22
2.6 Resto del mondo (S.2)	23
2.7 Innovazioni e continuità nella definizione dei settori	23
3. Gli strumenti finanziari: fonti e metodi di stima	25
3.1 Cenni generali	25
3.2 Oro monetario e diritti speciali di prelievo (F.1)	25
3.3 Biglietti, monete e depositi (F.2)	26
3.4 Titoli (F.3)	28
3.5 Prestiti (F.4)	31
3.6 Azioni, partecipazioni e quote di fondi (F.5)	32
3.7 Riserve assicurative e pensionistiche e garanzie standard (F.6)	35
3.8 Derivati finanziari e stock option di dipendenti (F.7)	40
3.9 Altri conti attivi e passivi (F.8)	41
3.10 Statistiche del Resto del mondo	43
4. Produzione, controlli di qualità e diffusione	46
4.1 Coerenza interna e confrontabilità con altre statistiche	46
4.2 La riconciliazione tra le fonti statistiche	48
4.3 Coerenza temporale e <i>revision policy</i>	50
Riferimenti Bibliografici	52

INDICE DEI RIQUADRI

Il conto finanziario delle Amministrazioni pubbliche nella <i>Procedura per i disavanzi eccessivi (EDP)</i>	19
Il valore di mercato dei titoli di Stato	29
Un esempio di utilizzo dei dati sui titoli	29
Alcuni dettagli sulla costruzione dei dati settoriali delle azioni detenute	34
Le assicurazioni: principali caratteristiche economiche	36
Le riserve pensionistiche nei conti finanziari: principali caratteristiche e utilizzi	38
Utilizzi dei dati sui crediti commerciali	42
Le discrepanze statistiche	49

INDICE DELLE FIGURE

Uno schema del circuito finanziario	4
Ripartizione del debito pubblico italiano per categoria di sottoscrittore	30
Un esempio di struttura dati a grafo	46
Il workflow dei controlli durante la fase di produzione delle statistiche	47
Discrepanze statistiche nei settori residenti dell'economia italiana	49

INDICE DELLE TAVOLE

La sequenza dei conti economici	9
Il conto patrimoniale	11
I settori istituzionali	15
Contributi del deficit/surplus e di altri fattori alla variazione del livello del debito	21
La settorizzazione nel SEC 2010 e nella bilancia dei pagamenti	44
Confronto tra gli strumenti previsti dal SEC 2010 e le categorie funzionali della bilancia dei pagamenti	45

*A cura di Giuseppe Acito, Diego Caprara, Luigi Infante, Marco Marinucci, Stefano Piermattei e Gabriele Semeraro.
Si ringraziano Giorgio Albareto, Andrea Brandolini, Luigi Cannari, Riccardo De Bonis e Roberto Tedeschi per i preziosi suggerimenti forniti nel corso della stesura del manuale e Francesco Cusano per l'indispensabile supporto editoriale.*

© Banca d'Italia, 2016

La presente versione è stata aggiornata nel mese di novembre 2016 e inserita in Statistiche. Metodi e fonti: manuali nel giugno 2018

Indirizzo

Via Nazionale 91,
00184 Roma – Italia

Telefono

+39 0647921

Sito internet

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

Eventuali chiarimenti sui contenuti di questa pubblicazione possono essere richiesti via e-mail all'indirizzo: statistiche@bancaditalia.it. L'utilizzo e la diffusione delle informazioni contenute nella pubblicazione sono consentite previa citazione della fonte. La Banca d'Italia non è responsabile per gli eventuali errori di interpretazione o per le conclusioni erronee formulate in seguito alle informazioni pubblicate

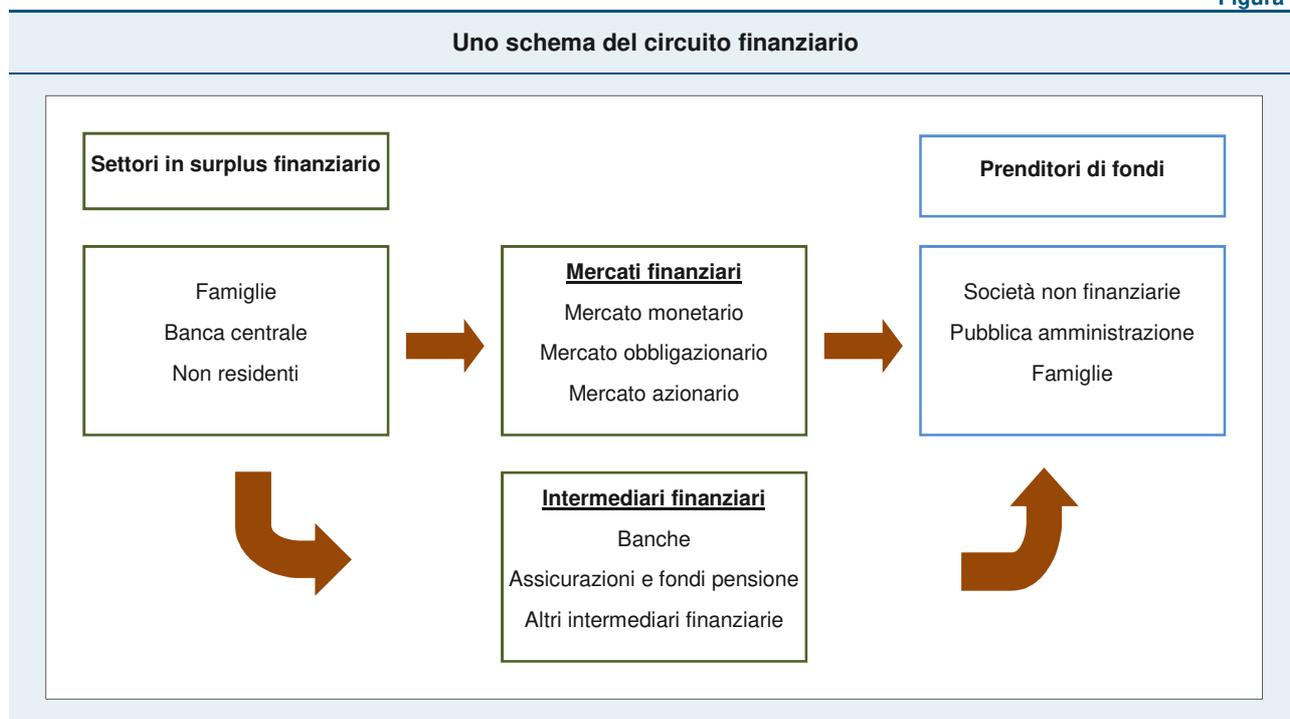
1. FINALITÀ, UTILIZZI, QUADRO NORMATIVO E SCHEMA ANALITICO

1.1 Finalità originarie

I conti finanziari sono statistiche di contabilità nazionale che riportano le attività e le passività finanziarie dei settori istituzionali di un paese, in termini di consistenze e flussi. Per ogni settore si misura come la ricchezza finanziaria sia investita nei diversi strumenti finanziari e quali siano gli strumenti usati da un settore per finanziarsi. I conti finanziari mostrano da un lato i settori istituzionali che detengono ricchezza netta, o che hanno un surplus finanziario (saldo positivo, o differenza positiva tra i flussi attivi e quelli passivi), e dall'altro i settori che sono indebitati. Oltre alle grandezze di flusso e consistenza, recentemente è cresciuto l'interesse per la raccolta di statistiche relative agli aggiustamenti di valore e alle riclassificazioni (quali quelle dovute a spostamenti di unità da un settore istituzionale ad un altro), che completano la relazione tra la variazione delle consistenze e i flussi finanziari.

Gli intermediari compresi nei settori finanziari consentono il trasferimento di fondi dai settori in surplus a quelli in deficit (fig. 1).

Figura 1



Una determinata allocazione delle risorse finanziarie può facilitare, ad esempio, la realizzazione di progetti di investimento da parte delle società non-finanziarie, oppure ostacolarli, con effetti sull'attività economica. I sistemi finanziari possono assecondare le decisioni di consumo delle famiglie consentendo l'investimento delle risorse finanziarie in eccesso e/o l'accesso ai prestiti.

I conti finanziari sono lo strumento statistico principale per la comprensione delle caratteristiche dei sistemi e dei circuiti finanziari nel loro complesso, per studiare la loro evoluzione e identificarne eventuali punti di debolezza. L'analisi dei conti finanziari consente di individuare, ad

esempio, i sistemi finanziari in cui l'intermediazione dei risparmi è svolta in prevalenza dalle banche e in misura minore attraverso strumenti di mercato (come l'emissione di obbligazioni o di quote di capitale) o intermediari finanziari non bancari. Da una lettura attenta dei conti finanziari possono emergere segni di vulnerabilità di un sistema economico (De Bonis e Pozzolo, 2012): molti economisti ritengono che la presenza di squilibri settoriali e l'accumulazione di debiti siano da ritenere tra i principali responsabili delle crisi finanziarie (Reinhart e Rogoff, 2009; Visco, 2009).

1.2 Cenni storici

Copeland (Copeland, 1952) propose la compilazione e l'analisi dei conti finanziari degli Stati Uniti, quale naturale complemento al sistema dei conti nazionali che presero avvio dopo il lavoro di Richard Stone (Stone, 1947). Una volta definito il reddito nazionale, divenne naturale chiedersi quale fosse la capacità di spesa dei diversi settori dell'economia (famiglie, imprese, pubblica amministrazione, intermediari finanziari, resto del mondo), così come la loro situazione finanziaria. Copeland ritenne che la stima del reddito nazionale potesse beneficiare di un sistema di contabilità basato sulla partita doppia, aprendo la strada alla definizione dei conti finanziari¹.

Dal punto di vista economico, i conti finanziari possono essere considerati come il punto di arrivo di un dibattito sul ciclo economico. A partire dal XIX secolo, gli economisti hanno discusso a lungo sulle cause, di tipo reale o finanziario, alla base delle fasi di espansione o di contrazione del reddito. Queste interpretazioni non tenevano conto di informazioni sulla quantità di moneta o credito che circolava nel sistema economico durante le fasi cicliche. Dopo la Grande Guerra, Copeland completò il lavoro di Wesley Mitchell di raccolta di statistiche in grado di misurare le fluttuazioni dell'attività economica e di costruzione di stime annuali del reddito nazionale; nel 1954 il National Bureau of Economic Research (NBER) gli chiese di sviluppare uno schema statistico che consentisse di misurare le grandezze monetarie e finanziarie, oltre che il flusso generato da variazioni di queste stesse grandezze. Il progetto fu portato avanti dalla Federal Reserve, che produsse nel 1955 i conti finanziari (*flow of funds*) come parte di un sistema di statistiche che includeva anche i conti nazionali e le tavole input-output. Nei conti nazionali l'enfasi è posta sulla produzione di merci e servizi e sulla loro distribuzione, mentre nelle tavole input-output si analizzano le interrelazioni tra le diverse industrie. Le statistiche dei *flow of funds* registrano, invece, i trasferimenti di credito tra i diversi settori istituzionali presenti nel sistema economico, così come le relazioni tra le variabili non finanziarie e quelle finanziarie. Dopo il 1955 il Board della Federal Reserve spinse per un aumento della frequenza delle statistiche dei *flow of funds*, che dal 1959 vengono pubblicati sul Federal Reserve Bulletin con frequenza trimestrale.

L'impulso alla costruzione dei conti finanziari venne anche dalla evoluzione delle teorie sulla domanda di moneta. Keynes pose l'accento sulle determinanti della domanda di moneta solo in termini di flusso, in quanto l'ottica dell'analisi era di breve termine e le variazioni delle consistenze considerate trascurabili. Con Tobin (1952) l'enfasi si spostò al conto patrimoniale, anche grazie al dibattito sull'importanza dell'effetto ricchezza. Tobin sviluppò un'analisi più completa della domanda di attività finanziarie, in cui mostrò come le consistenze rivestano un ruolo centrale e non possano essere trascurate, neanche nel breve periodo. Secondo questa impostazione, gli agenti economici gestiscono un portafoglio e domandano attività finanziarie che differiscono tra loro per grado di liquidità, rischio e rendimento, e quindi non sono perfettamente sostituibili. La ricchezza, sotto varie forme, influenza non solo la domanda di nuove attività finanziarie, ma anche la domanda aggregata: i consumi e gli investimenti non dipendono quindi dal solo reddito (Tobin, 1952 e 1961). I *flow of funds* contengono informazioni sui flussi e sulle consistenze utili all'analisi dei mercati finanziari. Sul finire degli anni sessanta Tobin presentò dei modelli *stock-flow* del settore

¹ De Bonis e Gigliobianco (2012).

finanziario, con interazioni con l'economia reale, che diedero una fondazione economica ai *flow of funds*, considerati un sistema di contabilità statistico, che non si basava su vere e proprie equazioni di comportamento (Tobin, 1969).

In Banca d'Italia l'introduzione dei conti finanziari ha seguito l'evoluzione del dibattito internazionale. Nel 1948 la *Relazione annuale* della Banca d'Italia presentò una tavola semplificata sui flussi finanziari, considerando un numero ridotto di settori istituzionali. Il lavoro scientifico di Paolo Baffi fu cruciale. Il suo principale interesse era capire le reazioni cicliche e i mutamenti strutturali indotti dalle variazioni nei tassi di interesse, nei costi e nella produttività e quindi portare alla luce i legami tra fenomeni reali e finanziari. Uno schema completo fu presentato nella *Relazione annuale* della Banca d'Italia del 1964. Da allora la pubblicazione è periodica. Lo schema era una tabella a doppia entrata in cui ciascun settore presentava una riga e una colonna e le cui celle mostravano strumento per strumento i flussi finanziari tra i settori. Nel 1965 fu presentata una tavola ancora più completa, con la distinzione tra famiglie e società non finanziarie, che consentiva di individuare con più precisione i settori economici all'origine di fasi di espansione o di contrazione del ciclo economico (Ercolani e Cotula, 1969).

I conti finanziari ricevettero attenzione anche nei modelli econometrici, in particolare per scopi previsivi. Tra i primi, Brainard e Tobin (1968) proposero un modello econometrico che stimava flussi, consistenze e rendimenti delle attività finanziarie, mentre le variabili di policy o gli aggregati reali erano utilizzate come esogene. Altri approcci, seguiti da alcune banche centrali, usarono invece risparmi e investimenti dei vari settori economici per fare previsioni sui conti finanziari al fine di stimare i flussi di attività e passività finanziarie di famiglie, imprese, settore pubblico e resto del mondo. Le prime versioni del modello econometrico della Banca d'Italia presentarono una descrizione completa delle relazioni tra risparmio, investimenti e flussi finanziari dell'economia italiana (Fazio et al., 1970). Nella parte finanziaria del modello veniva spiegata la variazione delle principali attività e passività finanziarie dell'economia in funzione delle variabili reali e degli strumenti di politica monetaria².

1.3 Utilizzi

Analisi monetaria e stabilità dei prezzi

La gestione delle informazioni è un elemento decisivo nella strategia della politica monetaria. Al fine di conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi, la Banca centrale europea (BCE) basa la propria attività decisionale sull'analisi economica e su quella monetaria. I conti finanziari vengono utilizzati per rafforzare l'analisi monetaria (basata sulle statistiche bancarie), ampliando l'insieme degli strumenti finanziari e i canali di intermediazione finanziaria (Winkler, 2014). I conti finanziari, inoltre, contengono numerose informazioni quantitative sulle interazioni tra settori istituzionali e tra variabili finanziarie e non finanziarie utili per l'analisi economica; la BCE utilizza queste informazioni per finalità di previsione.

L'analisi monetaria condotta nell'area dell'Euro consiste in una valutazione complessiva della liquidità, basata sulle componenti dell'aggregato monetario M3 e sulle sue controparti, in primo luogo i prestiti concessi al settore privato. Lo studio delle interdipendenze tra M3 e le sue controparti nel bilancio consolidato delle istituzioni finanziarie monetarie è importante per capire se le variazioni nella detenzione di liquidità sono dovute a una ricomposizione del portafoglio tra la moneta e gli altri strumenti finanziari oppure dipendono dalla variazione nel credito erogato. Questa distinzione è cruciale perché ha ripercussioni di diversa natura sulla stabilità dei prezzi. I conti finanziari, rilevando tutti i flussi finanziari, permettono l'identificazione di ogni comportamento

² De Bonis e Gigliobianco (2012).

relativo alle decisioni di investimento e di finanziamento dei settori istituzionali. È possibile studiare, ad esempio, tutte le fonti di finanziamento a cui accedono le famiglie e le società non finanziarie, e distinguere i flussi di finanziamento provenienti dal canale bancario rispetto a quelli alternativi, o più in generale valutare le esigenze finanziarie dei settori mediante l'analisi dei saldi finanziari. Inoltre, l'analisi congiunta dei flussi finanziari e della composizione di portafoglio (le consistenze) dei settori può integrare le informazioni sull'andamento della moneta. Un aumento degli aggregati monetari può dipendere infatti sia da un aumento del credito erogato dal sistema bancario sia da una maggiore preferenza per la liquidità da parte dei settori, che in questo caso potrebbero ricomporre il loro portafoglio liquidando strumenti finanziari con lunghe scadenze³.

Squilibri e instabilità macroeconomica

L'impiego dei conti finanziari nel controllo di coerenza tra l'analisi monetaria e quella economica della BCE è rivolto a cogliere le modifiche congiunturali di breve termine. Tuttavia, dai conti finanziari è possibile anche trarre informazioni sulla struttura di un sistema finanziario e sulla presenza di squilibri di lungo termine. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nel suo ruolo di sorveglianza dei paesi membri e del sistema finanziario internazionale, per primo aggiunse nel 2002 i bilanci finanziari dei principali settori istituzionali tra gli strumenti utilizzati per il monitoraggio dei paesi (Balance-Sheet Approach, Allen et al., 2002)⁴.

L'FMI considera questo approccio particolarmente valido nel caso delle economie emergenti, le quali da un lato sono divenute molto attive nel mercato internazionale dei capitali con l'emissione di strumenti di debito denominati in valuta estera (Hofer, 2005), e dall'altro sono esposte ai rischi di vulnerabilità finanziaria in misura maggiore rispetto alle economie avanzate. Con il *Balance-Sheet Approach* l'FMI monitora quattro tipi di rischio:

- a) rischi nelle scadenze, dovuti al divario tra passività a breve termine e attività a medio e a lungo termine;
- b) rischi nelle valute, associati alla presenza nei bilanci di attività e/o passività denominate in valute estere, che possono generare squilibri in presenza di deprezzamenti o svalutazioni di cambio;

³ L'analisi dell'andamento di M3 nel corso degli ultimi 15 anni offre un esempio dell'utilità dei conti finanziari a fini interpretativi. Nella seconda metà del 2001, per effetto delle forti incertezze sui mercati finanziari seguite all'attentato dell'11 settembre, si registrò un forte incremento nella detenzione di moneta nell'area dell'euro (il tasso di crescita di M3 si mantenne molto al di sopra del tasso di crescita di riferimento); questo incremento può essere spiegato attraverso una ricomposizione del portafoglio da attività finanziarie meno liquide (ad esempio titoli a medio e a lungo termine) alla moneta (Be Duc e Le Breton, 2009). La ricomposizione del portafoglio è proseguita anche nel 2002, mentre negli anni successivi l'allentamento delle tensioni geopolitiche ha segnato una inversione di tendenza: l'eccesso di liquidità si è mantenuto elevato dal 2003 al 2007 grazie all'aumento dell'erogazione di credito in un contesto di bassi tassi di interesse, mentre la presenza di forti incertezze nei mercati finanziari e l'aumento del rischio nel 2007 e nel 2008 hanno indotto gli investitori a preferire investimenti caratterizzati da elevata liquidità.

⁴ Fino agli anni novanta, le crisi erano originate prevalentemente dalla presenza di elevati deficit di bilancio del settore pubblico, che generavano attacchi speculativi con effetti sui tassi di cambio (Krugman, 1979). La crisi asiatica della fine degli anni novanta, invece, pose l'accento sugli squilibri presenti nel settore privato, ad esempio quello bancario o delle società non finanziarie, che detenevano ingenti passività denominate in valuta estera (Krugman, 1999). Le svalutazioni del cambio, conseguenti ad attacchi speculativi, ampliarono le posizioni debitorie estere convertite nella valuta nazionale, quindi i successivi riequilibri si ripercossero sull'economia reale. Le interconnessioni presenti all'interno del sistema finanziario diventarono oggetto di analisi e monitoraggio; anche le esposizioni bilaterali tra i settori istituzionali, quando non equilibrate in termini di scadenze o valute, furono ritenute in grado di propagare shock negativi e generare instabilità. Allen et al. (2002) proposero il *Balance-Sheet Approach* attribuendo un ruolo predominante alle variabili di stock (in particolare agli squilibri tra le attività e le passività finanziarie dei settori), dopo che per anni la letteratura si era focalizzata su variabili di flusso (ad esempio il deficit pubblico o il deficit della bilancia commerciale).

- c) rischi relativi alla struttura finanziaria, che possono manifestarsi in presenza di un uso eccessivo della leva finanziaria;
- d) rischi di insolvenza, che sorgono quando le attività finanziarie di un settore sono inferiori alle sue passività.

Settore privato e indicatori di squilibrio

I conti finanziari sono l'unico strumento statistico a contenere un quadro informativo armonizzato tra paesi della situazione finanziaria delle famiglie e delle società non finanziarie. In seguito alla crisi finanziaria partita nel 2008, è aumentata l'attenzione verso le esposizioni debitorie del settore privato. Nel Rapporto sulla stabilità finanziaria la Banca d'Italia presenta analisi comparate sugli elementi di vulnerabilità caratterizzanti i vari paesi e dedica un apposito capitolo all'analisi dell'evoluzione della situazione finanziaria delle famiglie e delle imprese. Nel Global Financial Stability Report dell'FMI vengono analizzati gli indicatori di debito e il leverage a livello settoriale nei vari paesi e individuate eventuali vulnerabilità nella struttura finanziaria.

Dopo la recente crisi finanziaria sono stati adottati diversi provvedimenti legislativi volti a rafforzare la governance economica dell'Unione europea. Tra questi il cosiddetto "Six-Pack", in vigore dal 2012. Il pacchetto legislativo ha introdotto una nuova procedura di sorveglianza (European Union, 2012) al fine di prevenire e correggere squilibri macroeconomici (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP). Il meccanismo della MIP è basato su due fasi. La prima individua in anticipo i rischi e i paesi coinvolti sulla base di un insieme di indicatori e relative soglie, il cosiddetto *scoreboard*, che misura squilibri macroeconomici e perdita di competitività. Nella seconda fase sono proposte raccomandazioni e politiche per affrontare le vulnerabilità rilevate nella prima fase. Tra i dieci indicatori dello *scoreboard* vi è il debito del settore privato (in rapporto al PIL) e una equivalente misura di flusso, ovvero il credito concesso al settore privato (sempre in rapporto al PIL), costruiti mediante le statistiche dei conti finanziari.

L'obiettivo di rafforzare l'analisi macroprudenziale e di valutare le debolezze del sistema finanziario è perseguito dall'FMI utilizzando i Financial Soundness Indicators, che includono misure di debito del settore privato.

Shadow banking system

Un altro campo di utilizzo delle statistiche dei conti finanziari riguarda lo *shadow banking system*. Quest'ultimo è definito dal Financial Stability Board (FSB) come l'insieme delle istituzioni che svolgono intermediazione creditizia senza appartenere al sistema bancario (FSB, 2011). I conti finanziari hanno tradizionalmente registrato le attività e le passività degli intermediari finanziari non bancari.

L'attività dello *shadow banking system* ha registrato recentemente un'elevata crescita grazie alla più blanda regolamentazione cui sono soggetti gli intermediari non bancari e al processo di innovazione finanziaria. È conseguentemente cresciuta l'esigenza di ottenere informazioni statistiche a livello macro e micro al fine di individuare tutte le connessioni interne al sistema finanziario. L'FMI, a tal fine, ha costruito un sistema definito Global Flow of Funds (Errico et al., 2014) per mappare le attività di raccolta e di prestito associate allo *shadow banking* degli Stati Uniti. Lo schema statistico ha due dimensioni: la prima traccia le relazioni di un settore con ogni altro settore domestico; la seconda dimensione rileva le relazioni del settore domestico con circa 30 paesi che ospitano settori finanziari di importanza sistemica⁵.

⁵ Alcuni lavori della Federal Reserve (Gallin, 2013), basati sull'uso dei conti finanziari, hanno quantificato l'ammontare di fondi che lo *shadow banking system* ha intermediato per il settore privato, ovvero l'esposizione di quest'ultimo verso gli intermediari dello *shadow banking*; eventuali fenomeni di instabilità finanziaria riguardanti questi intermediari

1.4 Lo schema concettuale dei conti finanziari e la contabilità nazionale⁶

Come si è già osservato, attraverso i conti finanziari è possibile valutare la composizione del risparmio e della ricchezza finanziaria delle famiglie, l'ampiezza dei fondi raccolti dalle imprese e dalle Amministrazioni pubbliche, il livello e la variazione delle attività e delle passività di un paese nei confronti del resto del mondo, l'evoluzione della struttura finanziaria rispetto a variabili quali la ricchezza reale o il reddito disponibile. Oltre a essere di per sé interessanti, tali informazioni svolgono un ruolo specifico nella contabilità nazionale, fornendo la "chiusura" di una sequenza di conti di parte reale.

La contabilità nazionale reale si articola infatti in una serie di conti economici (tav. 1); questi registrano l'ammontare dei beni e dei servizi prodotti, consumati o risparmiati da un paese. Il conto della formazione del capitale, in particolare, mostra l'eccedenza del risparmio sugli investimenti reali dei diversi settori istituzionali. Secondo un'interpretazione tradizionale, il ruolo primario dei conti finanziari è completare la sequenza della contabilità nazionale, registrando gli strumenti finanziari emessi e detenuti dai settori istituzionali e descrivendo gli utilizzi della parte non consumata del reddito prodotto o percepito. I conti finanziari mostrano inoltre le risorse aggiuntive, in entrata o in uscita, derivanti dai flussi di finanziamento dei settori in deficit da parte dei settori con avanzi finanziari. Tale scomposizione dei saldi di contabilità nazionale continua a essere uno dei motivi di interesse per i conti finanziari, ma altri utilizzi hanno ricevuto maggiore attenzione nel corso degli ultimi anni: in particolare l'analisi dei flussi lordi, delle scelte di portafoglio e della trasformazione di scadenze tra strumenti finanziari attivi e passivi. Tali elementi sono spesso analizzati indipendentemente dagli altri conti della contabilità nazionale.

Tavola 1

La sequenza dei conti economici	
RISORSE	IMPIEGHI
CONTO DELLA PRODUZIONE (CONTO DEL RESTO DEL MONDO DEI BENI E DEI SERVIZI)	
Produzione di beni e servizi	Consumi intermedi
(Importazioni di beni e servizi)	(Esportazioni di beni e servizi)
Imposte al netto dei contributi sui prodotti	
	<i>Prodotto interno lordo / Valore aggiunto lordo</i> <i>(Conto con l'estero)</i>
CONTO DELLA GENERAZIONE DEI REDDITI PRIMARI	
<i>Prodotto interno lordo / Valore aggiunto lordo</i>	Redditi da lavoro dipendente
	Imposte sulla produzione e sulle importazioni
	– Contributi
	<i>Risultato lordo di gestione</i> <i>Reddito misto lordo</i>

Continua

possono infatti rendere fragile la posizione del settore privato. Il principale risultato dell'analisi mostra che nel periodo precedente la crisi il settore privato americano era esposto in modo significativo verso lo *shadow banking system*, ma in misura inferiore rispetto al settore bancario; ciò nonostante il rallentamento del credito al settore privato intervenuto dopo il 2008 è da imputare quasi esclusivamente al credito proveniente dagli intermediari non bancari.

⁶ In questo paragrafo vengono ripresi alcuni temi discussi in Banca d'Italia (2003).

La sequenza dei conti economici

RISORSE	IMPIEGHI
CONTO DELLA ATTRIBUZIONE DEI REDDITI PRIMARI	
<i>Risultato lordo di gestione / Reddito misto lordo</i>	Redditi da capitale
Redditi da lavoro dipendente	
Imposte sulla produzione e sulle importazioni	
– Contributi	
Redditi da capitale	
	<i>Reddito nazionale lordo / Saldo dei redditi primari lordo</i>
CONTO DELLA DISTRIBUZIONE SECONDARIA DEL REDDITO	
<i>Reddito nazionale lordo / Saldo dei redditi primari lordo</i>	Imposte correnti sul reddito, sul patrimonio, ecc.
Imposte correnti sul reddito, sul patrimonio, ecc.	Contributi sociali
Contributi sociali	Prestazioni sociali
Prestazioni sociali	Altri trasferimenti correnti
Altri trasferimenti correnti	
	<i>Reddito disponibile lordo</i>
CONTO DI UTILIZZAZIONE DEL REDDITO DISPONIBILE	
<i>Reddito disponibile lordo</i>	Spesa per consumi finali
Rettifica per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	Rettifica per la variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione
	<i>Risparmio lordo</i>
CONTO DELLA FORMAZIONE DEL CAPITALE	
<i>Risparmio lordo</i>	Investimenti fissi lordi
Trasferimenti in conto capitale attivi	Variazione delle scorte
– Trasferimenti in conto capitale passivi	Acquisizioni – cessioni di oggetti di valore
	– Ammortamenti
	Acquisizioni – cessioni di attività non finanziarie non prodotte
	<i>Accreditamento (+) oppure Indebitamento (-)</i>

Bilancio di apertura +/- *Variazioni nette* = *Bilancio di chiusura*
 (consistenze) (flussi) (consistenze)

ovvero

Ricchezza nazionale +/- *Totale*
 (patrimonio netto) *Variazioni nette* = *Patrimonio netto di fine periodo*
 di inizio periodo

In termini di consistenze, i conti finanziari compongono, assieme alle attività reali, il conto patrimoniale, che misura la ricchezza o il debito accumulati (tav. 2).

Il conto patrimoniale

 CONTO PATRIMONIALE (BILANCIO)

ATTIVITÀ NON FINANZIARIE	PASSIVITÀ FINANZIARIE
Attività prodotte	Biglietti, monete e depositi
Capitale fisso	Titoli diversi dalle azioni
Scorte	Prestiti
Oggetti di valore	Azioni e altre partecipazioni
Attività non prodotte	Riserve tecniche di assicurazione
Beni materiali non prodotti	Altri conti attivi o passivi
Beni immateriali non prodotti	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	
Oro monetario e DSP	
Biglietti, monete e depositi	
Titoli diversi dalle azioni	
Prestiti	
Azioni e altre partecipazioni	
Riserve tecniche di assicurazione	
Altri conti attivi o passivi	

Patrimonio netto

Se al conto patrimoniale di inizio periodo (bilancio di apertura) si aggiungono le variazioni che intervengono durante l'esercizio contabile per effetto delle operazioni di accumulazione registrate nel conto della formazione del capitale (per le attività reali) e nei conti finanziari (per quelle finanziarie), si ottiene a saldo il conto patrimoniale di fine periodo (bilancio di chiusura).

1.5 Le innovazioni dello SNA 2008 e del SEC 2010

La compilazione dei conti finanziari italiani si basa sugli standard contenuti nel Sistema europeo dei conti, che segue il System of National Accounts (SNA) delle Nazioni Unite a meno di minime differenze che tengono conto delle specificità europee e degli utilizzi di queste statistiche in seno all'UE. Facendo seguito alle revisioni introdotte con l'ultima versione dello SNA nel 2008, il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea hanno emanato un regolamento (UE/2013/549) per introdurre un nuovo standard europeo di compilazione delle statistiche di contabilità nazionale (Sistema europeo dei conti nazionali e regionali, SEC 2010).

Il regolamento richiede ai paesi membri la trasmissione completa dei conti finanziari annuali all'Eurostat (flussi e consistenze), entro nove mesi dalla fine dell'anno di riferimento. I conti finanziari sono prodotti anche con frequenza trimestrale, nel formato disciplinato dalle *guidelines* della BCE (2002/7 e 2013/24).

La BCE richiede, inoltre, la compilazione di un sottoinsieme di dati dei conti finanziari ("Dati Supplementari"), da inviare con una maggiore tempestività, che riguarda principalmente i settori istituzionali delle famiglie e delle società non finanziarie. La BCE, grazie a queste informazioni, compila un conto integrato (conti finanziari e conti non-finanziari) dell'area dell'euro che viene utilizzato per le analisi e le decisioni di politica monetaria. La *guideline* (2013/24) ricorda che i conti finanziari trimestrali vengono utilizzati sempre più frequentemente per l'analisi macroprudenziale e per il monitoraggio degli squilibri eccessivi.

Per l'Italia, la Banca d'Italia è l'autorità competente per la raccolta delle statistiche finanziarie elementari, la compilazione e la trasmissione delle statistiche dei conti finanziari. Le modifiche previste dal SEC 2010 sono state applicate per la compilazione dei conti finanziari italiani a partire dal settembre 2014, simultaneamente all'entrata in vigore del sesto manuale della bilancia dei pagamenti pubblicato dall'FMI (BPM6), relativo alle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale verso l'estero.

Le innovazioni relative ai conti finanziari riguardano alcuni cambiamenti metodologici, l'inclusione di nuovi strumenti finanziari e nuovi obblighi relativi alla trasmissione dei dati.

La più importante modifica metodologica concerne le *holding*: un sottoinsieme di tali istituzioni non è più classificato tra le società non finanziarie (come in passato), ma tra quelle finanziarie (cfr. il paragrafo 2.7: *Innovazioni e continuità nella definizione dei settori*). Questa riclassificazione è stata effettuata sulla base di una lista delle holding finanziarie concordata da Banca d'Italia e Istat, in modo da garantire l'armonizzazione del settore delle società non finanziarie tra i conti economici e quelli finanziari.

Per quanto concerne gli strumenti finanziari, il SEC 2010 prevede l'introduzione di quattro nuove categorie, descritte in dettaglio nel capitolo 3: "Diritti dei fondi pensione nei confronti dei gestori dei fondi", "Diritti a prestazioni non pensionistiche", "Riserve per escussioni di garanzie standard" e "Stock option di dipendenti". Le prime due voci presentano consistenze di limitato ammontare. Le ultime due voci sono ottenute in base a metodi di stima concordati con l'Istat e il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF, fonte principale per le garanzie standard). Restano escluse le "*pension liabilities*" pubbliche, che in base al programma di revisione previsto dall'FMI per lo SNA 2008 avrebbero dovuto essere la modifica di maggiore impatto introdotta dai nuovi standard internazionali⁷. Rispetto al precedente, il nuovo SEC pone maggiore enfasi sugli strumenti finanziari derivati e la loro misura. Tale esigenza ha comportato un miglioramento delle informazioni sugli strumenti derivati, che già nel novembre 2013 ha condotto a un accordo con il MEF sullo scambio e la pubblicazione di dati completi per le Amministrazioni pubbliche e alla loro produzione. È in corso la revisione delle basi informative, in modo da garantire la copertura di tutti i tipi di derivati, sia creditizi sia finanziari, secondo le modalità previste dal SEC 2010.

Vi sono infine delle modifiche dettate dagli impegni legali sulla fornitura di dati alle istituzioni europee e riguardanti la tempistica e il grado di dettaglio delle serie storiche trasmesse:

- il programma di trasmissione della BCE richiede un *reporting lag* di 85 giorni dalla chiusura del trimestre di riferimento (mentre in passato era di 110 giorni), e la compilazione dei dati separatamente per alcuni settori;
- i dati trimestrali di alcuni strumenti finanziari contengono informazioni sui settori di controparte residenti;
- il settore Resto del mondo è suddiviso in "Residenti esterni all'area euro" e "Residenti in paesi membri dell'area euro": per questi ultimi, sarà richiesta una classificazione settoriale simile a quella adottata per i residenti;
- oltre alle consistenze e ai flussi, vengono trasmessi dati relativi a rivalutazioni e riclassificazioni di strumenti finanziari, con l'obiettivo di migliorare l'analisi dei dati attraverso l'identificazione degli effetti di prezzo.

Le modifiche sopra descritte hanno avuto un impatto contenuto dal punto di vista della misurazione delle grandezze economiche, con l'eccezione dell'ammontare del debito privato (cfr. il

⁷ In accordo con il regolamento SEC 2010, le "*pension liabilities*" saranno riportate in apposite tavole dal 2017, ma non saranno parte dei conti finanziari. La loro maturazione (in assenza di manifestazioni di cassa) non darà luogo a transazioni nel conto del capitale, e il loro ammontare non sarà parte della ricchezza finanziaria. Per maggiori chiarimenti si veda il riquadro: *Le riserve pensionistiche nei conti finanziari: principali caratteristiche e utilizzi*.

paragrafo 2.7: *Innovazioni e continuità nella definizione dei settori*). Alcune delle modifiche hanno avuto effetti anche su altre statistiche prodotte dalla Banca d'Italia⁸ e su alcuni indicatori commentati nelle pubblicazioni economiche.

⁸ In particolare, nelle statistiche bancarie i dati sui prestiti per settore di attività economica cambiano, in coerenza con la riclassificazione settoriale adottata per i conti finanziari. L'inclusione di nuove unità nel perimetro delle Amministrazioni pubbliche ha effetti anche sul dato del debito pubblico.

2. I SETTORI ISTITUZIONALI

2.1 Cenni generali

Le attività e le passività finanziarie del paese, oggetto dei conti finanziari, sono classificate in base a due criteri: la natura dello strumento finanziario (ad esempio, titoli a breve termine o azioni) e il settore che detiene o ha emesso lo strumento (ad esempio famiglie o società finanziarie). Questo capitolo è dedicato ai settori istituzionali, mentre gli strumenti finanziari sono descritti nel capitolo 3.

Le definizioni dei settori recepiscono i criteri del Sistema Europeo dei Conti nazionali e regionali di cui al regolamento UE/2013/549 (SEC 2010), adattandoli al caso italiano. Alla base del sistema di classificazione vi è il concetto di unità istituzionale, definita come centro elementare di decisione economica, caratterizzato da uniformità di comportamento, da autonomia nell'esercizio della propria funzione principale, nonché dal possesso di una contabilità completa ovvero dalla possibilità, dal punto di vista economico e giuridico, di redigere una contabilità completa, qualora ne sia fatta richiesta. Una unità dispone di contabilità completa se redige il conto economico e lo stato patrimoniale. Una unità dispone di autonomia decisionale quando ha il diritto di possedere, a pieno titolo, beni o attività e quindi è in grado di scambiare la proprietà degli stessi mediante operazioni effettuate con altre unità istituzionali; ha la capacità di prendere decisioni economiche e di esercitare un'attività economica di cui ha diretta responsabilità (Eurostat, 1996); ha la capacità di assumere a proprio nome impegni e di perfezionare contratti.

Il SEC 2010 considera unità istituzionali:

- a) le società di capitale pubbliche e private;
- b) le società cooperative;
- c) i produttori pubblici dotati di personalità giuridica in forza di una normativa specifica;
- d) gli organismi senza scopo di lucro dotati di personalità giuridica;
- e) gli enti amministrativi pubblici;
- f) le quasi-società, intendendo con queste gli organismi senza personalità giuridica che dispongono di contabilità completa e, convenzionalmente, di autonomia decisionale in quanto il loro comportamento economico e finanziario si distingue da quello dei proprietari;
- g) le famiglie, considerate per convenzione unità istituzionali anche se non sono dotate di contabilità completa.

Le unità istituzionali sono raggruppate in insiemi omogenei, denominati settori istituzionali. I settori sono suddivisi in sottosettori per consentire una definizione più precisa ed omogenea del comportamento economico delle unità.

I conti finanziari italiani prevedono la suddivisione delle unità istituzionali in cinque settori (tav. 3): Società non finanziarie, Società finanziarie, Amministrazioni pubbliche, Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, Resto del mondo.

I settori istituzionali

SOCIETÀ NON FINANZIARIE

- Società e quasi-società private
- Società e quasi-società pubbliche

SOCIETÀ FINANZIARIE

- Istituzioni finanziarie monetarie (*Banca d'Italia, banche, fondi comuni monetari, Cassa depositi e prestiti*)
- Altri intermediari finanziari (*ad esempio SIM, SICAV e fondi comuni*)
- Ausiliari finanziari (*ad esempio Autorità centrali di controllo dei mercati finanziari, società di gestione dei fondi, enti preposti al funzionamento dei mercati*)
- Imprese di assicurazione e fondi pensione

AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

- Amministrazioni centrali (*Tesoro e Amministrazione statale, ministeri, altri enti*)
- Amministrazioni locali (*ad esempio Regioni, Province e Comuni, Aziende sanitarie locali*)
- Enti di previdenza e assistenza (*ad esempio INPS, INAIL*)

FAMIGLIE E ISTITUZIONI SENZA SCOPO DI LUCRO AL SERVIZIO DELLE FAMIGLIE

- Famiglie consumatrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie
- Famiglie produttrici

RESTO DEL MONDO

- Unità non residenti
-

Quando la funzione principale di un'unità istituzionale consiste nel produrre beni e servizi, per poter stabilire in quale settore essa vada classificata è necessario individuare il tipo di produttore cui appartiene. Il SEC 2010 distingue tre tipi di produttori: i produttori privati e pubblici, di beni e servizi destinabili alla vendita (in questo caso le unità istituzionali sono classificate, a seconda della loro attività, tra le Società non finanziarie, le Società finanziarie e le Famiglie); i produttori privati di beni e servizi per proprio uso finale, classificati nel settore delle Famiglie, unitamente alle imprese, non costituite in società, di proprietà delle famiglie; i produttori, privati e pubblici, di altri beni e servizi non destinabili alla vendita, classificati nei settori delle Amministrazioni pubbliche o delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Il Resto del mondo comprende le unità istituzionali non residenti che effettuano operazioni con unità istituzionali residenti.

Nei conti finanziari italiani le statistiche dei settori non sono consolidate: sono riportate anche le transazioni tra unità appartenenti allo stesso settore, che figurano sia all'attivo sia al passivo del settore stesso⁹. Ad esempio, i dati sulle istituzioni finanziarie monetarie comprendono anche le operazioni attive e passive tra Banca d'Italia e banche, nonché le operazioni interbancarie. Le transazioni interne aumentano l'entità dell'attivo e del passivo dei settori, senza influenzarne il saldo.

⁹ Il SEC 2010 richiede la produzione di conti finanziari nel formato consolidato (meno utilizzati) e in quello non consolidato. I dati annuali consolidati e non consolidati vengono trasmessi solo all'Eurostat.

Di seguito viene riportato in dettaglio il contenuto dei vari settori istituzionali, con la descrizione dei criteri generali di settorizzazione (paragrafi 2.2-2.6). Nella descrizione di ogni settore si indica, in parentesi, il relativo codice del SEC 2010, riportato in Eurostat (2013).

2.2 Società non finanziarie (S.11)

Il settore comprende le unità istituzionali che producono beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita. La loro attività è distinta da quella dei proprietari.

Secondo la classificazione della Banca d'Italia e dell'Istat, le unità istituzionali di questo settore sono selezionate guardando sia alla forma giuridica sia alla tipologia di attività. Il settore include società di capitali pubbliche e private, società cooperative, imprese pubbliche dotate di personalità giuridica, istituzioni e associazioni senza scopo di lucro al servizio delle società non finanziarie, dotate di personalità giuridica, che agiscono da produttori di beni e servizi destinabili alla vendita e la cui funzione principale consiste nel produrre beni e servizi non finanziari, le holding operative (*head offices*) controllanti un gruppo di società che agiscono da produttori di beni e servizi destinabili alla vendita, nel caso in cui l'attività prevalente del gruppo di società nel suo complesso – misurata in base al valore aggiunto – consista nella produzione di beni e di servizi non finanziari (ad esempio, le holding dei gruppi industriali), le società veicolo di fornitura di servizi o beni non finanziari, le quasi-società non finanziarie.

Il settore delle Società non finanziarie comprende unità sia pubbliche sia private. Le società non finanziarie pubbliche producono beni e servizi destinabili alla vendita, con ricavi in grado di coprire stabilmente almeno il 50 per cento dei costi di produzione; queste società hanno natura giuridica pubblica o sono controllate direttamente o indirettamente dalle Amministrazioni pubbliche. Tra queste società figurano le aziende autonome, le Ferrovie (Ferrovie dello Stato Italiane SpA), le aziende municipalizzate e consortili, le altre imprese a partecipazione statale o pubbliche. A seguito della trasformazione in società per azioni, completata nel 1998, Poste italiane spa è inclusa in questo settore: nonostante la rilevante attività finanziaria, l'attività prevalente resta infatti legata alla produzione di servizi non finanziari. Il sottosectore delle Società non finanziarie private comprende le imprese non controllate da Amministrazioni pubbliche.

Un'attenzione particolare meritano le quasi-società non finanziarie. Si definiscono così quelle unità senza personalità giuridica che dispongono di una contabilità completa e il cui comportamento economico e finanziario si differenzia da quello dei proprietari, nel senso che la relazione tra l'unità produttiva e i proprietari è analoga a quella esistente tra una società di capitali e i suoi azionisti. Sono comprese nell'ambito delle quasi-società non finanziarie le società in nome collettivo, in accomandita semplice, le società semplici, le società di fatto, le imprese individuali (artigiani, agricoltori, piccoli imprenditori, liberi professionisti e comunque coloro che svolgono un'attività in proprio), purché abbiano un numero di addetti superiore alle cinque unità.

2.3 Società finanziarie (S.12)

Il settore delle società finanziarie comprende 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.

L'attività di intermediazione finanziaria consiste nel convogliare fondi da terzi che ne dispongono in eccedenza a terzi che non ne dispongono in misura sufficiente; tale attività viene realizzata mediante l'acquisto di attività finanziarie per proprio conto e l'emissione di passività a proprio rischio.

Le attività finanziarie ausiliarie sono volte a favorire operazioni inerenti ad attività e passività finanziarie o la trasformazione o la riorganizzazione di fondi. Gli ausiliari finanziari non si espongono al rischio connesso all'acquisto di attività finanziarie o all'emissione di passività, ma si limitano a facilitare l'intermediazione finanziaria.

Nei conti finanziari italiani, le unità istituzionali incluse in questo settore sono società di capitali pubbliche e private, società cooperative, produttori pubblici dotati di personalità giuridica in forza di una normativa specifica, istituzioni senza scopo di lucro dotate di personalità giuridica al servizio delle società finanziarie, fondi comuni d'investimento considerati per convenzione unità istituzionali distinte dalle società finanziarie che li gestiscono, quasi-società finanziarie. Rientrano nel settore anche holding operative o di gestione (*head office*) allorché la funzione principale di tutte o della maggior parte delle consociate consiste, come nel caso delle società finanziarie, nel prestare servizi di intermediazione finanziaria e/o nell'esercitare attività finanziarie ausiliarie. Nel settore rientrano inoltre le holding pure, o di partecipazione, a prescindere dalla classificazione delle consociate.

Gli ausiliari finanziari (brokers, cambiavalute, agenti di assicurazione, promotori finanziari, ecc.) non organizzati in forma di società vanno classificati tra le Società finanziarie se hanno almeno un addetto. In caso contrario tali unità sono ricondotte nel sottosectore delle Famiglie produttrici.

Il SEC 2010 prevede la suddivisione del settore nei cinque sottosectori Autorità bancarie centrali, Altre istituzioni finanziarie monetarie (in cui rientrano le banche e i fondi monetari), Fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari, Altri intermediari finanziari (fondazioni bancarie, merchant banks, società di leasing e factoring, società di credito al consumo, società di intermediazione mobiliare e altre finanziarie), Ausiliari finanziari e Imprese di assicurazione e fondi pensione. Nei conti finanziari italiani le statistiche dei sottosectori Autorità bancarie centrali e Altre istituzioni finanziarie monetarie rientrano nei dati aggregati delle Istituzioni finanziarie monetarie.

Istituzioni finanziarie monetarie (S.121, S.122 e S.123)

In questo settore sono incluse le autorità bancarie centrali, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti, la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o fondi altamente sostituibili ai depositi da enti diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie, e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per proprio conto. Fino al 1998 venivano classificati come Banca centrale sia la Banca d'Italia sia l'Ufficio italiano dei cambi (UIC); i dati facevano riferimento al bilancio consolidato delle due unità. In seguito al riordino dell'UIC, attuato con il D.lgs. 319/1998, e alla conclusione del processo di trasferimento delle sue riserve alla Banca d'Italia, esso fu classificato tra gli Ausiliari finanziari¹⁰.

Le banche comprendono gli istituti autorizzati in Italia e le succursali di banche estere comunitarie stabilite nel territorio italiano e iscritte all'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia (D.lgs. 385/1993).

A partire da ottobre 2007, la Cassa depositi e prestiti è inclusa nelle "Istituzioni finanziarie monetarie" mentre in precedenza veniva classificata tra gli "Altri intermediari finanziari".

I fondi comuni di investimento monetario sono un caso particolare di fondi aperti (cfr. infra, alla voce: *Altri intermediari finanziari*); si distinguono per avere il patrimonio investito in attività a breve termine, caratterizzate da un elevato grado di sostituibilità con i depositi bancari. Il sito internet della BCE (www.ecb.int) contiene una lista aggiornata nominativa dei fondi monetari nell'area dell'euro.

¹⁰ L'UIC è stato poi soppresso nel 2008.

Fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari (S.124)

Il settore è costituito da tutti i fondi comuni di investimento che svolgono come attività principale la funzione di intermediazione finanziaria, tranne quelli classificati nel sottosectore dei fondi comuni monetari. La loro attività consiste nell'emettere quote o partecipazioni in fondi di investimento che non sono prossimi sostituti dei depositi e nell'effettuare investimenti per proprio conto principalmente in attività finanziarie diverse dalle attività finanziarie a breve termine e in attività non finanziarie (generalmente immobiliari). Nella tipologia prevalente in Italia, i fondi sono patrimoni privi di personalità giuridica, suddivisi in quote di partecipazione, la cui gestione è affidata a società che ne curano l'investimento in strumenti finanziari (SGR), crediti o altri beni mobili o immobili. Il patrimonio del fondo è distinto sia da quello della società di gestione, sia da quello dei partecipanti. I fondi sono considerati intermediari finanziari, mentre le società che li gestiscono sono classificate nel sottosectore degli Ausiliari finanziari: i loro ricavi derivano infatti da commissioni fisse, piuttosto che da margini di intermediazione finanziaria.

Altri intermediari finanziari (S.125)

Comprende gli intermediari finanziari, diversi dalle assicurazioni e dai fondi pensione, la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria mediante 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. In Italia fanno parte di questo sottosectore: le società di intermediazione mobiliare, le holding finanziarie pubbliche e private, le fondazioni bancarie, le merchant bank, le società di leasing, le società di factoring, le società di credito al consumo, le società fiduciarie di gestione, le società di investimento a capitale variabile (Sicav) altri organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e tutti gli intermediari finanziari che non trovano precisa collocazione in uno dei sottogruppi indicati.

Ausiliari finanziari (S.126)

Sono unità istituzionali la cui funzione principale consiste nell'esercitare attività strettamente connesse all'intermediazione finanziaria, ma non costituenti esse stesse intermediazione finanziaria. Il sottosectore è caratterizzato da un'elevata eterogeneità; vi appartengono le autorità centrali di controllo dei mercati finanziari, quali la Consob, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip), in precedenza classificati tra le Amministrazioni pubbliche. Vi rientrano inoltre: le società di gestione dei fondi, le società fiduciarie di amministrazione, gli enti preposti al funzionamento dei mercati (es. Monte Titoli Spa, Borsa Italiana spa, la Cassa di Compensazione e garanzia), le associazioni bancarie e tra imprese finanziarie e assicurative, gli agenti di cambio, i mediatori, gli agenti e i consulenti di assicurazione, i promotori finanziari e gli altri ausiliari finanziari che non trovano collocazione nei sottogruppi elencati. Dal dicembre 1998 il sottosectore ha incluso l'UIC, in precedenza classificato tra le Autorità bancarie centrali. Il D.lgs. 241/2007 ha tuttavia disposto, a partire dal 2008, la soppressione dell'UIC e il trasferimento alla Banca d'Italia delle competenze e dei poteri prima spettanti all'UIC. La linea di demarcazione tra gli Altri intermediari finanziari e gli Ausiliari finanziari è nell'assunzione del rischio: i primi rischiano in proprio, mentre i secondi svolgono servizi per agevolare l'intermediazione, senza però assumerne i rischi.

Imprese di assicurazione (S.128)

Sono unità istituzionali che hanno come attività prevalente la trasformazione dei rischi da individuali a collettivi costituendo normalmente delle riserve tecniche di assicurazione. I premi contrattuali sono la risorsa principale di queste unità.

Fondi pensione (S.129)

Il sottosettore comprende intermediari finanziari la cui attività di intermediazione si realizza mediante un *pooling* dei rischi e dei bisogni degli aderenti (assicurazione sociale). I fondi pensione, come i sistemi di assicurazione sociale, forniscono reddito ai pensionati e spesso prestazioni in caso di morte o di invalidità. Vi appartengono:

- a) i fondi pensione, che erogano prestazioni assicurative e previdenziali in favore dei lavoratori di un'impresa, settore o categoria professionale, volti a integrare o a sostituire il trattamento pensionistico pubblico ai sensi del D.lgs. 124/1993 (fondi pensione negoziali e fondi pensione aperti);
- b) gli altri fondi previdenziali, rappresentati dai fondi complementari di assistenza e previdenza del personale precedenti la riforma del 1993 (cosiddetti fondi pensione preesistenti).

2.4 Amministrazioni pubbliche (S.13)

Il settore comprende le unità istituzionali che agiscono da produttori di beni e servizi non destinabili alla vendita, soddisfacendo bisogni collettivi e operando una redistribuzione del reddito e della ricchezza del paese. Il criterio per stabilire se i beni prodotti siano o meno destinabili alla vendita è dato dalla soglia del 50 per cento del costo di produzione: le unità incluse nel settore realizzano stabilmente ricavi inferiori al 50 per cento dei costi sopportati.

Le risorse principali delle Amministrazioni pubbliche sono costituite da versamenti obbligatori – in gran parte imposte, tasse e contributi previdenziali – effettuati da unità appartenenti agli altri settori.

Le unità istituzionali sono classificate in questo settore se detenute (ovvero controllate) dalle Amministrazioni pubbliche. L'unità deve svolgere attività di produzione di servizi non destinabili alla vendita; se l'unità è un'istituzione senza scopo di lucro, oltre a essere controllata da soggetti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche, deve anche essere da queste prevalentemente finanziata con trasferimenti a fondo perduto che non siano contributi ai prodotti. Per gli enti che svolgono attività di tipo previdenziale, per controllo pubblico deve intendersi la capacità dell'Amministrazione pubblica di fissare o approvare i livelli dei contributi e delle prestazioni; inoltre i soggetti assicurati devono essere tenuti a partecipare al regime pensionistico attraverso il versamento di contributi in forza di disposizioni legislative o regolamentari.

In Italia le Amministrazioni pubbliche si suddividono in tre sottosectori: Amministrazioni centrali, Amministrazioni locali, Enti di previdenza e assistenza sociale. Il SEC 2010 prevede anche il sottosettore delle Amministrazioni degli Stati federali, applicabile a nazioni come la Germania.

Le unità istituzionali che compongono questo settore rientrano in un elenco predisposto dall'Istat sulla base del SEC 2010. La compilazione dell'elenco risponde a norme classificatorie e definitorie proprie del Sistema statistico nazionale e comunitario.

IL CONTO FINANZIARIO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NELLA PROCEDURA PER I DISAVANZI ECCESSIVI (EDP)

Il Trattato di Maastricht del 1992, oltre a prevedere la creazione della moneta unica, stabilì le regole delle procedure di sorveglianza fiscale all'interno dell'Unione europea. Tale meccanismo di sorveglianza è basato sulla *Procedura per i disavanzi eccessivi (EDP)*, le cui modalità sono attualmente contenute nella versione aggiornata del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE) del 2012.

Il Trattato, e in particolare il protocollo sull'EDP annesso al TFUE, obbliga gli Stati Membri a ottemperare alla disciplina fiscale rispettando due criteri: un rapporto deficit/PIL (indebitamento netto) che non superi il 3 per cento e un debito pubblico che non ecceda il 60 per cento del prodotto interno lordo. A tal proposito, i regolamenti europei 479/2009 e 220/2014 richiedono che gli Stati membri inviino i dati rilevanti per la *Procedura per i disavanzi eccessivi* due volte l'anno, a fine marzo e a fine settembre, mediante tavole armonizzate (EDP Notification Tables). Gli schemi statistici contengono i principali indicatori relativi al settore della Pubblica amministrazione (S.13) e ai suoi sottosettori - Amministrazioni centrali (S.1311), Amministrazioni locali (S.1313), Enti di previdenza ed assistenza sociale (S.1314) – come, ad esempio, l'indebitamento/accreditamento netto e le relazioni con altre grandezze economiche. Con riferimento al conto finanziario, l'obiettivo della procedura¹¹ è mostrare un raccordo coerente tra l'indebitamento/accreditamento netto e la variazione annuale del debito pubblico (tav. 4). Alcune grandezze, come ad esempio il debito pubblico, sono valutate in maniera differente nella contabilità nazionale rispetto a quanto prescritto nella procedura sui disavanzi. Nei conti finanziari il debito pubblico è valutato ai prezzi di mercato, e comprende inoltre la parte di interessi che sono maturati ma non sono stati ancora liquidati (eventuali scarti all'emissione sono tenuti in considerazione in questa definizione). Nella procedura dei deficit eccessivi il debito pubblico è valutato al valore nominale e non considera eventuali sfasamenti temporali nei pagamenti (differenze tra pagamenti per cassa e per competenza). Le passività incluse nel debito pubblico sono i titoli emessi (ad esempio i BTP, i CCT, i BOT), i prestiti e i depositi (il deposito più importante è il conto disponibilità del Tesoro, che viene gestito dalla Banca d'Italia). La Tavola 4 mostra la riconciliazione tra il saldo (indebitamento/accreditamento) del conto della Pubblica amministrazione calcolato secondo il SEC 2010 e la variazione del debito pubblico consolidato al valore nominale.

Al calcolo degli aggregati principali che vengono comunicati dall'Italia all'Eurostat nella EDP (indebitamento netto, fabbisogno e debito pubblico) contribuiscono l'Istat, il MEF e la Banca d'Italia ciascuno per alcune componenti. La compilazione combina informazioni elementari di diversa provenienza che sono riconciliate, a meno di una discrepanza statistica.

In linea di principio l'indebitamento netto (B.9) delle pubbliche amministrazioni (riga **net borrowing (+) / lending (-)** della Tavola 4) fornito dall'Istat eguaglia contabilmente il saldo dei conti finanziari (B.9f), a meno di discrepanze statistiche. Aggiungendo all'indebitamento netto (B.9), riportato nella tabella con il segno opposto, le acquisizioni di attività finanziarie fornite dai conti finanziari (riga **net acquisition (+) of financial assets** della Tavola) si ottiene l'indebitamento lordo (uguale, sempre in linea teorica, al passivo finanziario). Aggiungendo al passivo finanziario le poste di aggiustamento proprie delle valutazioni del SEC 2010 (riga **Adjustments** della Tavola 4), quali la differenza cassa-competenza sulle uscite, le passività nette in strumenti finanziari quali i derivati, i crediti commerciali e le riserve tecniche di assicurazione e gli aggiustamenti dovuti ai movimenti del prezzo di mercato delle passività finanziarie, si ottiene la variazione dello stock di debito, a meno di discrepanze statistiche.

Esiste pieno allineamento nelle poste di raccordo tra le passività finanziarie delle pubbliche amministrazioni (derivate dai conti finanziari) e la variazione dello stock di debito pubblico. L'unica fonte di discrepanza statistica tra indebitamento netto e debito è la differenza tra l'indebitamento netto calcolato dall'Istat (B.9) e il saldo finanziario delle Amministrazioni pubbliche (B.9f) fornito dai conti finanziari: i due saldi sono in generale differenti, in quanto ricavati con modalità e fonti diverse. Il primo è il risultato di un conto di parte reale, in cui si registrano voci relative alle entrate e spese. Il secondo è il risultato delle emissioni nette di passività finanziarie, a copertura di un fabbisogno complessivo non immediatamente collegabile alle singole voci di spesa. Nonostante l'impossibilità di collegare le singole componenti dei due conti, il grado

¹¹ Nella Procedura sui disavanzi eccessivi le relative tavole sono la Tavola 3a, 3b, 3c, 3d, 3e.

di coerenza sul totale è elevato.

Tavola 4

Contributi del deficit/surplus e di altri fattori alla variazione del livello del debito

Member State: Italy Data are in ... (millions of units of national currency) Date: 15/10/2014	Year			
	2011	2012	2013	2014
Net borrowing(+)/lending(-) (B.9) of general government (S.13)*				
Net acquisition (+) of financial assets ⁽²⁾				
Currency and deposits (F.2)				
Debt securities (F.3)				
Loans (F.4)				
Increase (+)				
Reduction (-)				
Short term loans (F.41), net				
Long-term loans (F.42)				
Increase (+)				
Reduction (-)				
Equity and investment fund shares/units (F.5)				
Portfolio investments, net ⁽²⁾				
Equity and investment fund shares/units other than portfolio investments				
Increase (+)				
Reduction (-)				
Financial derivatives (F.71)				
Other accounts receivable (F.8)				
Other financial assets (F.1, F.6)				
Adjustments ⁽³⁾				
Net incurrence (-) of liabilities in financial derivatives (F.71)				
Net incurrence (-) of other accounts payable (F.8)				
Net incurrence (-) of other liabilities (F.1, F.5, F.6 and F.72)				
Issuances above(-)/below(+) nominal value				
Difference between interest (D.41) accrued(-) and paid ⁽⁴⁾ (+)				
Redemptions/repurchase of debt above(+)/below(-) nominal value				
Appreciation(+)/depreciation(-) ⁽⁵⁾ of foreign-currency debt ⁽⁵⁾				
Changes in sector classification (K.61) ⁽⁵⁾ (+/-)				
Other volume changes in financial liabilities (K.3, K.4, K.5) ⁽⁵⁾ (-)				
Statistical discrepancies				
Difference between capital and financial accounts (B.9-B.9f)				
Other statistical discrepancies (+/-)				
Change in general government (S.13) consolidated gross debt ^(1,2)				

Amministrazioni centrali (S.1311)

Il sottosettore comprende tutti gli organi amministrativi dello Stato e gli altri enti centrali la cui competenza si estende normalmente alla totalità del territorio, esclusi gli enti centrali di previdenza e assistenza sociale. Ne fanno parte anche le istituzioni senza scopo di lucro, con competenza estesa all'intero territorio nazionale, controllate e finanziate in prevalenza dalle Amministrazioni centrali.

Appartengono inoltre a questo sottosettore gli enti che, pur operando in un ambito territoriale limitato, possono essere considerati come facenti parte della sfera d'azione dello Stato, sia perché i compiti svolti rivestono comunque interesse di carattere generale sia perché gli enti in questione dipendono strettamente da un Ministero o da un altro ente dell'Amministrazione centrale.

Appartengono al sottosettore: l'Amministrazione statale e gli Organi costituzionali, il Tesoro dello Stato, gli enti produttori di servizi economici e di regolazione dell'attività economica (ma non le autorità amministrative indipendenti), gli enti produttori di servizi assistenziali, ricreativi e culturali e gli enti di ricerca.

Amministrazioni locali (S.1313)

Il sottosettore comprende gli enti pubblici la cui competenza si estende a una parte soltanto del territorio nazionale, esclusi gli enti locali di previdenza e assistenza sociale. Vi rientrano le

istituzioni senza scopo di lucro controllate e finanziate in prevalenza da Amministrazioni locali, la cui competenza è limitata al territorio di tali Amministrazioni. In dettaglio, ne fanno parte: le Amministrazioni regionali, provinciali e le città metropolitane, le Amministrazioni comunali e le unioni di comuni, gli enti produttori di servizi sanitari (aziende sanitarie locali, ospedali pubblici), gli enti produttori di servizi economici e di regolazione dell'attività economica (enti provinciali per il turismo, istituti autonomi case popolari, enti regionali di sviluppo) e gli enti produttori di servizi assistenziali, ricreativi e culturali (università e istituti di istruzione universitaria pubblici, istituti di assistenza e beneficenza).

Enti di previdenza e assistenza sociale (S.1314)

Vi sono comprese tutte le unità istituzionali, centrali e locali, la cui attività principale consiste nell'erogare prestazioni sociali (INPS, INAIL, INPDAP e altri), e per le quali si verificano le seguenti condizioni:

- a) in forza di disposizioni legislative o regolamentari determinati gruppi della popolazione sono tenuti a partecipare al regime di assistenza o a versare contributi;
- b) le Amministrazioni pubbliche sono responsabili della gestione dell'istituzione per quanto riguarda la fissazione o l'approvazione dei contributi e delle prestazioni, indipendentemente dal loro ruolo di organismo di controllo o di datore di lavoro.

2.5 Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie

Nel formato pubblicato dalla Banca d'Italia, i due settori delle Famiglie e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie sono aggregati.

Famiglie consumatrici e produttrici (S.14)

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 redditi, 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.

Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (S.15)

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 anche se non ricorrono le condizioni sopra indicate: le istituzioni e gli enti ecclesiastici e religiosi; i partiti politici e le

organizzazioni ausiliarie, come le organizzazioni giovanili associate a un partito politico; i sindacati e le associazioni con fini prevalentemente sindacali; le organizzazioni e gli ordini professionali.

2.6 Resto del mondo (S.2)

Il settore comprende le unità non residenti che effettuino operazioni, o intrattengano relazioni economiche, con unità istituzionali residenti. I conti di questo settore sintetizzano le relazioni economiche tra l'economia del paese e il resto del mondo.

Il settore Resto del mondo è consolidato al suo interno, poiché le relazioni tra non residenti (che non alterano il saldo del settore verso l'Italia) non compaiono né all'attivo né al passivo. La definizione della residenza è conforme alla definizione prevista dal BPM6.

2.7 Innovazioni e continuità nella definizione dei settori

La definizione dei settori svolge un ruolo non neutrale su vari indicatori di interesse per l'analisi economica. Per esempio, la linea di separazione tra famiglie e imprese ha effetti che non si limitano alla ripartizione delle attività o passività tra i due settori. Lo spostamento di un'unità dalle famiglie produttrici alle imprese comporta infatti la creazione di una passività aggiuntiva, corrispondente alla stima del valore complessivo dell'impresa, da registrare tra le partecipazioni. La linea di separazione tra società finanziarie e imprese non finanziarie ha effetti sugli indicatori per gli squilibri macroeconomici, che includono il dato sul debito del settore privato non finanziario rapportato al PIL. Il perimetro delle Amministrazioni pubbliche condiziona simultaneamente il conto finanziario, il disavanzo e il debito pubblico. Rispetto ai dati nel formato SEC 79, pubblicati prima del 2000, l'introduzione del SEC 95, oltre a modificare le linee di separazione tra settori preesistenti, comportò l'introduzione di nuovi settori e la scomparsa di altri. Per esempio, fu introdotto il sottosectore degli "Ausiliari finanziari", mentre la "Banca centrale" perdeva la propria evidenza separata, rientrando nel nuovo settore delle "Istituzioni finanziarie monetarie". La modifica di maggior rilievo introdotta dal SEC 95 riguardò tuttavia la ridefinizione del confine tra il settore delle "Famiglie" e quello delle "Società non finanziarie", con un ampliamento del secondo. Nella vecchia classificazione dei conti finanziari italiani, le famiglie comprendevano le imprese individuali fino ai venti addetti (limite stabilito dall'Istat); nel recepire le indicazioni del SEC 95, adattandole al caso italiano, si decise di ridurre tale soglia a cinque addetti¹². Tra le unità in precedenza classificate come Famiglie, e oggi classificate come Società non finanziarie, rientrano: a) le società in accomandita semplice e quelle in nome collettivo fino a venti addetti; b) le società semplici, le società di fatto e le imprese individuali con un numero di addetti superiore a cinque e inferiore a venti. Tali unità sono rimaste classificate come imprese anche nella attuale settorizzazione, prevista dal SEC 2010.

Le nuove regole del SEC 2010 sono ispirate alla duplice esigenza di misurare in modo più accurato il debito del settore privato non finanziario e di identificare i vari tipi di unità del settore finanziario secondo criteri legati all'operatività economica più che alla denominazione delle unità. Rispetto al SEC 95 è stata modificata la linea di demarcazione tra società finanziarie e non finanziarie, separando in particolare le holding finanziarie pure da quelle di gestione. In passato le holding erano incluse nel settore cui appartengono le società controllate; con le nuove regole ciò accade solo per le holding considerate coinvolte in attività di produzione. Le holding pure (dette anche "di partecipazione") sono invece incluse nel settore finanziario, a meno che non rientrino nelle Amministrazioni pubbliche. La riclassificazione delle holding ha comportato una riduzione del

¹² La soglia non è armonizzata tra i paesi.

debito privato non finanziario per circa 12 miliardi (poco più dello 0,7 per cento del PIL annuo) a fine 2013.

L'applicazione del SEC 2010 ha inoltre chiarito alcuni aspetti riguardanti la residenza e la classificazione settoriale delle società veicolo; in particolare è ora previsto che, in mancanza di informazioni sulla presenza fisica dell'impresa, la residenza sia determinata in base al paese in cui l'impresa stessa è costituita o registrata. Altre modifiche riguardano la definizione del settore delle Amministrazioni pubbliche e sono volte ad assicurare la corretta identificazione delle passività finanziarie contratte attraverso soggetti controllati.

Le discontinuità presenti nelle serie storiche di norma riguardano l'effettivo verificarsi di fenomeni economici. Per esempio, la Cassa depositi e prestiti ha cambiato classificazione nel 2003, anno della sua riorganizzazione e trasformazione in spa¹³: per i periodi precedenti è tuttora riportata nel settore delle Amministrazioni pubbliche. Viceversa, le modifiche indotte da cambiamenti nelle convenzioni o negli standard contabili sono applicate all'intera serie storica, garantendo continuità di definizione. Le discontinuità dovute a modifiche nella classificazione di unità devono necessariamente avere effetti sul livello delle consistenze. Tali discontinuità sono tuttavia eliminate nel calcolo dei flussi, che non corrispondono all'intera variazione delle consistenze, ma ne identificano solo la parte dipendente da transazioni nette. Nel sistema dei conti nazionali e finanziari la parte di variazione delle consistenze dovuta a modifiche nella classificazione settoriale è registrata nel conto delle altre variazioni di volume.

¹³ De Bonis et al. (2012).

3. GLI STRUMENTI FINANZIARI: FONTI E METODI DI STIMA

3.1 Cenni generali

Gli strumenti finanziari rappresentano modi alternativi di detenere ricchezza finanziaria. Essi costituiscono anzitutto riserve di valore, sebbene possano svolgere altre funzioni, come ad esempio il conferimento di diritti di voto o l'attribuzione di un rendimento monetario. Da un punto di vista economico, pertanto, gli strumenti finanziari rappresentano per i detentori un beneficio derivante dal rendimento del titolo o dalla partecipazione in una società (nel caso di azioni) e costituiscono un mezzo per trasferire valore da un periodo temporale a uno successivo.

Una passività finanziaria è creata in conseguenza di un contratto legalmente vincolante che precisi termini e condizioni di successivi pagamenti. Qualsiasi passività determina la simultanea creazione di un'attività finanziaria, che è il diritto della controparte a ricevere il pagamento (o una serie di pagamenti) dal debitore. A ogni strumento finanziario corrispondono attività e passività finanziarie, associate allo stesso impegno. Fa eccezione l'oro monetario, che è considerato un'attività per il detentore, in assenza di una qualsiasi controparte passiva.

Nei conti finanziari italiani gli strumenti sono presentati sulle righe. Dopo l'oro monetario e i diritti speciali di prelievo (DSP), gli strumenti sono ordinati in ordine decrescente secondo il loro grado di liquidità; si va dunque dai biglietti e monete ai crediti commerciali. I titoli e i prestiti sono ulteriormente suddivisi in base alla loro scadenza originaria. Secondo il SEC 2010, in linea con il precedente SEC 95, per breve termine si intende una scadenza inferiore o uguale a un anno, mentre con medio e lungo termine si indicano gli strumenti con scadenza superiore a un anno.

Le consistenze sono valutate ai prezzi di mercato correnti alla fine del periodo di riferimento e i flussi ai prezzi ai quali sono avvenute le transazioni, con limitate e specificate eccezioni. Le consistenze espresse in valuta estera sono calcolate in valuta nazionale in base al tasso di cambio corrente al termine del periodo di riferimento; per la conversione dei flussi va utilizzato il tasso di cambio in vigore al momento della transazione.

Si illustrano di seguito le caratteristiche principali degli strumenti presenti nei conti finanziari, riportando il contenuto effettivo degli strumenti pubblicati nei conti finanziari italiani, dettato dalla disponibilità dei dati. Come nel caso dei settori istituzionali, nella descrizione di ogni strumento si indica, tra parentesi, il relativo codice del SEC 2010.

3.2 Oro monetario e diritti speciali di prelievo (F.1)

Il primo strumento finanziario segnalato dal SEC 2010 è l'oro monetario e i diritti speciali di prelievo (DSP), i cui dati sono tratti dal bilancio della Banca d'Italia.

Oro monetario (F.11)

Per oro monetario si intende l'oro che le autorità monetarie (banche centrali o istituzioni con funzioni analoghe) detengono come attività di riserva.

Pertanto l'oro è definito "monetario" solo se detenuto come riserva monetaria, mentre è considerato "non monetario" (oggetto di valore) nei restanti casi. L'oro viene "monetizzato" quando viene allocato tra le attività di riserva e "demonetizzato" nel caso contrario.

L'oro monetario è l'unica attività finanziaria per la quale non esiste una passività di contropartita. Al fine di mantenere un bilanciamento dei conti finanziari il settore di contropartita è per convenzione il Resto del mondo¹⁴.

Diritti speciali di prelievo (DSP, F.12)

I diritti speciali di prelievo (DSP) sono attività di riserva internazionali create dall'FMI e assegnate ai suoi membri come integrazione delle attività di riserva esistenti. Anche i DSP rappresentano quindi delle attività per le autorità monetarie. A differenza del SEC 95, il SEC 2010 prevede per i DSP una contropartita passiva, attribuita al settore Resto del mondo. Nell'ambito di tale settore, la passività non è tuttavia attribuita all'FMI, bensì al complesso dei paesi partecipanti. Generalmente i DSP vengono utilizzati (ceduti e/o acquistati) dalle autorità monetarie in cambio di altre attività di riserva, soprattutto valutarie. Anche in questo caso le informazioni sono tratte dal bilancio della Banca d'Italia.

3.3 Biglietti, monete e depositi (F.2)

La voce biglietti, monete e depositi comprende:

1. biglietti e monete;
2. depositi trasferibili;
3. altri depositi.

Biglietti e monete (F.21)

Per biglietti e monete si intendono tutte le banconote e le monete emesse dalle autorità monetarie purché siano in circolazione in quanto:

- emesse da autorità monetarie *residenti* e detenute sia da residenti sia da non residenti;
- emesse da autorità monetarie *non residenti* e detenute da *residenti*.

Oltre a escludere le monete emesse e detenute all'estero la voce non comprende biglietti e monete non in circolazione¹⁵ e le monete commemorative, classificate invece come oggetti di valore.

I biglietti e le monete compaiono al passivo delle autorità monetarie. In particolare, sebbene l'euro sia la valuta nazionale di tutti gli stati membri, l'ammontare di euro detenuto dai residenti viene attribuito al passivo di ciascuna banca centrale nazionale in base alla sua quota nel capitale della BCE. Per quanto riguarda l'Italia, la quota della Banca d'Italia ammonta a circa il 12 per cento¹⁶.

Inoltre, mentre le banconote sono emesse dall'Eurosistema, le monete sono solitamente emesse dalle Amministrazioni centrali nazionali (Zecca dello Stato per l'Italia). Di conseguenza, le monete vengono attribuite per convenzione sempre al passivo della Banca centrale, che ha come contropartita un credito verso le Amministrazioni centrali.

¹⁴ Questa convenzione, benché mantenuta tra le banche centrali europee e nei programmi di trasmissione dei dati alla BCE è stata abbandonata dal SEC 2010 e dall'Eurostat. Nella scelta dell'Eurostat, mancando un settore in contropartita, risulta una squadratura nei conti, ovvero il totale delle attività non ha un corrispondente nel totale delle passività.

¹⁵ Un esempio tipico di biglietti e monete non in circolazione sono le riserve valutarie detenute dalle banche centrali.

¹⁶ Per ulteriori dettagli si veda il documento al seguente link <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.it.html>.

I dati sulla circolazione legale dei biglietti e monete utilizzati per la produzione dei conti finanziari provengono dal bilancio della Banca d'Italia, con l'aggiunta di stime per l'importazione ed esportazione di banconote, utilizzate per la compilazione della bilancia dei pagamenti.

Depositi trasferibili (F.22)

I depositi trasferibili sono depositi¹⁷ immediatamente convertibili in moneta (alla pari e a vista) che possono essere usati dal creditore per effettuare pagamenti mediante assegni, cambiali, bonifici, ecc.

Solitamente i depositi sono perciò presenti nel passivo delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁸ anche se ci sono alcuni casi in cui essi possono risultare all'attivo delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁹. Nel caso in cui il deposito trasferibile preveda lo scoperto di conto, il verificarsi di quest'ultimo viene considerato come prestito concesso dalle istituzioni finanziarie monetarie al detentore del deposito.

Per una convenzione interna al Sistema Europeo di Banche Centrale, i prestiti a breve termine concessi a banche sono classificati come depositi, a causa della difficoltà di individuare la parte cui attribuire l'iniziativa dell'operazione (cfr. il paragrafo 3.5: *Prestiti*).

Altri depositi (F.29)

Per altri depositi si intendono tutti gli altri tipi di depositi che non permettono di effettuare pagamenti immediati e non sono convertibili in biglietti, monete o depositi trasferibili se non dietro il pagamento di penali o con specifiche limitazioni. Tra questi depositi vi sono ad esempio²⁰ i depositi a termine (ossia depositi disponibili solo a una scadenza convenuta), i depositi a risparmio, i libretti di risparmio, i pronti contro termine di breve periodo, ecc. A partire da giugno 2010 in questa posta sono incluse anche le somme provenienti da cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti utilizzate per finanziare le attività cedute e non cancellate e l'acquisto di titoli emessi a fronte di proprie cartolarizzazioni.

I dati dei conti finanziari relativi ai depositi differiscono dagli analoghi dati presenti in altre statistiche della Banca d'Italia a causa del trattamento degli interessi²¹. Gli interessi maturati, ma non ancora corrisposti, sono infatti calcolati come differenza tra interessi di competenza, stimati, e interessi accreditati, risultanti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza. Gli interessi maturati e non corrisposti sono considerati reinvestiti nello strumento finanziario sottostante e dunque inclusi nell'ammontare dei depositi.

¹⁷ Per deposito si intende un contratto con il quale una banca raccoglie una somma di denaro (risparmio) e si obbliga a restituirla su richiesta del depositante o a una scadenza prestabilita. La raccolta di risparmio sotto forma di deposito può essere effettuata soltanto dalle banche, con l'eccezione di Poste italiane spa.

¹⁸ I depositi sono anche presenti al passivo delle società non finanziarie, a seguito della convenzione di includere in questo settore Poste italiane spa. Poste italiane spa, infatti, raccoglie risparmio finanziario mediante libretti postali, conti correnti e buoni postali.

¹⁹ Esempi in cui i depositi sono all'attivo delle istituzioni finanziarie monetarie sono le posizioni interbancarie tra istituzioni finanziarie monetarie o la quota di depositi detenuta presso la Banca centrale eccedente la riserva obbligatoria.

²⁰ Per ulteriori dettagli si veda il regolamento del SEC 2010.

²¹ Si vedano, ad esempio, le serie storiche in *Supplementi al Bollettino Statistico, Moneta e banche*.

3.4 Titoli (F.3)

I *Titoli di credito*, o semplicemente *Titoli*, sono strumenti finanziari negoziabili che certificano l'esistenza di un debito che l'emittente contrae verso chi sottoscrive l'acquisto del titolo stesso. Per essere tali i titoli devono presentare diverse caratteristiche, quali ad esempio:

- la data di emissione e quella di rimborso;
- il prezzo di emissione e quello di rimborso (valore facciale);
- scadenza originaria (*maturity*) e vita residua del titolo²²;
- tasso cedolare e relativa data della cedola;
- denominazione (in valuta nazionale o estera).

I titoli possono avere un pagamento degli interessi a tasso fisso, variabile o misto²³.

Nell'ambito dei conti finanziari i titoli vengono distinti innanzitutto tra *titoli di credito a breve termine* (F.31) e *titoli di credito a medio-lungo termine* (F.32), a seconda che la scadenza originaria del titolo sia rispettivamente inferiore/uguale o superiore all'anno. Sulla base di questa distinzione preliminare i titoli vengono successivamente distinti tra titoli emessi:

- dalle Amministrazioni pubbliche;
- da Altri residenti;
- dal Resto del mondo.

La stima delle emissioni di titoli si basa principalmente su dati raccolti dalla Banca d'Italia per altre finalità. Per i titoli di Stato si utilizzano le informazioni raccolte in occasione delle procedure di asta svolte dalla Banca d'Italia per il collocamento dei titoli per conto del Tesoro; integrazioni provengono dai dati raccolti dal Mercato telematico dei titoli di Stato (MTS) e da Borsa Italiana spa (per gli scambi sul Mercato obbligazionario telematico, MOT). Per le accettazioni e le obbligazioni bancarie si fa riferimento alle segnalazioni statistiche di vigilanza. Per i titoli emessi dalle società non finanziarie, dagli altri intermediari finanziari, dalle imprese di assicurazione e dagli enti locali si fa ricorso all'Anagrafe titoli gestita dalla Banca d'Italia. L'Anagrafe titoli è anche la fonte dei dati relativi ai titoli emessi da non residenti. L'ammontare delle emissioni è espresso ai valori nominali.

Le consistenze dei titoli detenuti da ciascun settore istituzionale sono stimate a partire dai dati relativi ai titoli in custodia presso le banche, tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza; per la ricostruzione dei valori di mercato e dei ratei di interesse ci si avvale anche delle informazioni contenute negli archivi sopra elencati, utilizzati per la determinazione delle emissioni.

Per i principali tipi di titoli di Stato, il valore secco di mercato (vale a dire non comprensivo della cedola in corso di maturazione) è ottenuto integrando le informazioni sul valore nominale delle singole emissioni con le osservazioni di prezzo giornaliera rilevate per i titoli trattati sul MOT. Al fine del calcolo delle emissioni nette di Buoni ordinari del Tesoro, le emissioni lorde di BOT sono contabilizzate al prezzo di aggiudicazione.

I flussi trimestrali sono calcolati come differenza tra acquisti e vendite di titoli nel periodo, entrambi espressi al valore di mercato. Possono sussistere divergenze anche significative tra i flussi

²² Per scadenza originaria o *maturity* si intende la differenza tra la data di emissione e la data del pagamento finale stabilita nel contratto.

²³ A differenza del tasso fisso, il tasso variabile prevede che il pagamento degli interessi e/o del capitale sia correlato con l'andamento di un indice dei prezzi, un tasso di interesse di un altro strumento finanziario o in base al prezzo di un'attività. Il tasso misto prevede per definizione che il pagamento sia formato sia da una componente a tasso fisso, sia da una a tasso variabile.

così calcolati e i dati ottenuti come differenza tra le consistenze. Ciò è dovuto all'effetto delle rivalutazioni di prezzo dei titoli e, nel caso di titoli esteri, delle oscillazioni dei cambi.

Per il calcolo degli interessi maturati e non ancora riscossi, nei conti finanziari italiani viene seguito il criterio del debitore (gli interessi vengono calcolati applicando al prezzo a cui il titolo è stato offerto il tasso corrispondente al momento dell'emissione). Tale impostazione, in linea con le raccomandazioni dell'Eurostat, è la medesima utilizzata dall'Istat nella stima dei flussi di interessi di competenza per la produzione dei conti dei settori istituzionali. In particolare, per i titoli di Stato e i buoni postali fruttiferi il calcolo delle poste di raccordo cassa-competenza sugli interessi è stato condotto in collaborazione con l'Istat, sulla base delle informazioni fornite dal MEF dalla Cassa depositi e prestiti. Questo procedimento è coerente con la registrazione degli interessi per competenza nella contabilità reale delle Amministrazioni pubbliche basata sul SEC 2010, elaborata dall'Istat.

Oltre ai titoli di Stato e ai buoni postali fruttiferi, la stima dei ratei di interesse riguarda i rimanenti titoli obbligazionari. Gli importi relativi a tali strumenti comprendono l'ammontare degli interessi maturati ma non ancora corrisposti al termine del periodo di riferimento. Nel caso dei titoli, la registrazione per competenza si applica sia alle cedole in corso di maturazione, sia agli scarti all'emissione. Di seguito si riportano alcuni esempi di calcolo della competenza.

IL VALORE DI MERCATO DEI TITOLI DI STATO

BOT. Per un BOT emesso il 1° gennaio con scadenza a un anno l'interesse è dato dalla differenza tra valore nominale (o di rimborso) e prezzo di acquisto. Nei conti finanziari questa differenza viene ripartita uniformemente nei quattro trimestri. Ad esempio, se il BOT annuale viene pagato in asta 92 euro, i conti finanziari registreranno una consistenza di 94 a fine marzo, 96 a fine giugno, 98 a fine settembre, zero a fine dicembre, in occasione del rimborso del titolo. Questa modalità di registrazione fa sì che la valutazione dei BOT nei conti finanziari dia luogo ad aggregati inferiori rispetto alle statistiche dei BOT al valore nominale, che appaiono in altre pubblicazioni della Banca d'Italia. Considerazioni analoghe valgono per i certificati del Tesoro zero coupon (CTZ).

BTP emesso alla pari. Immaginiamo il caso di un BTP con pagamento di cedole semestrali, emesso alla pari il 1° gennaio. Nei conti finanziari di marzo, il valore del BTP includerà gli interessi di competenza maturati nel primo trimestre, ma non ancora corrisposti (la metà della cedola). I conti finanziari di giugno riporteranno il semplice valore capitale del BTP: il pagamento della cedola in giugno azzerà i ratei.

BTP emesso sotto la pari (sconto all'emissione). Si consideri un BTP emesso il 1° gennaio con pagamento di cedole semestrali. Nei conti finanziari di marzo, gli interessi di competenza maturati, ma non corrisposti, includono sia la frazione relativa alla cedola, sia una frazione dello sconto all'emissione. Quest'ultima componente viene ripartita uniformemente nel corso dell'intera vita del titolo. In altre parole, lo sconto viene "spalmato" sul valore capitale del titolo per tutta la sua durata. Il trattamento dei BTP emessi sopra la pari (quantitativamente limitati) è simmetrico.

CCT a cedola variabile. Il trattamento è analogo a quello dei BTP, salvo che l'importo delle cedole non è noto all'atto dell'emissione, dato il collegamento con i tassi a breve termine. Il rendimento effettivamente osservato è ripartito ex post sui mesi di maturazione.

UN ESEMPIO DI UTILIZZO DEI DATI SUI TITOLI

I dati sui titoli e quelli di altri strumenti (per es. azioni) possono essere usati per comprendere le scelte di portafoglio dei settori istituzionali e valutare quali aspettative siano alla base di tali

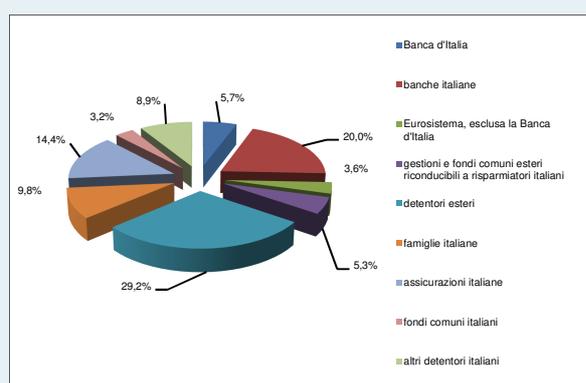
scelte. Ad esempio, durante la crisi dei debiti sovrani che coinvolse l'Italia e altri paesi nel 2011, il resto del mondo ridusse i flussi di acquisto dei titoli di Stato, mentre una significativa ripresa si registrò dalla fine del 2013. L'uso dei dati di flusso consente di identificare quanta parte di riduzione nei valori delle consistenze è dovuta a una riallocazione del portafoglio e quanto a un effetto prezzo.

Un uso ricorrente dei dati di stock sui titoli riguarda la ripartizione del debito pubblico per categoria di sottoscrittore (fig. 2), nell'ambito del "Rapporto sulla stabilità finanziaria" curato dalla Banca d'Italia. È importante in questo caso rilevare come i dati dei conti finanziari possano essere elaborati a seconda della finalità: la definizione di "Estero" rilevante ai fini del "Rapporto sulla stabilità finanziaria" è basata sul controllo economico e l'assunzione del rischio; in particolare, i fondi di investimento e gli altri intermediari non residenti riconducibili a soggetti italiani sono assimilati agli intermediari residenti. Per contro, la definizione di "Resto del mondo" adottata dalle pubblicazioni sui conti finanziari deve corrispondere ai criteri della contabilità nazionale, secondo cui l'estero è definito in base alla residenza. Secondo la prima definizione, la quota estera del debito pubblico italiano è pari al 33 per cento a fine 2014. Secondo la definizione dei conti finanziari, coincidente con quella valida per la bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero, la quota è del 38 per cento.

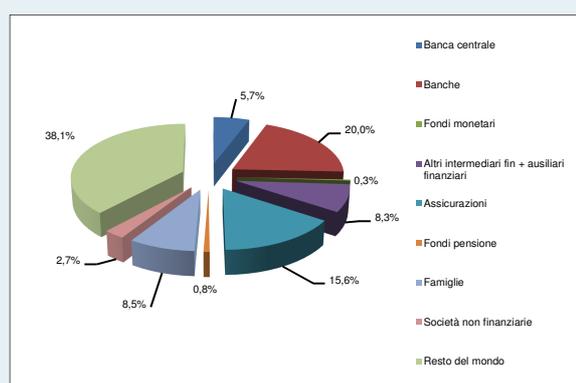
Figura 2

Ripartizione del debito pubblico italiano per categoria di sottoscrittore

(a) Rapporto sulla stabilità finanziaria



(b) Supplemento al Bollettino Statistico "Conti Finanziari"



Riattribuzioni di questo genere possono coinvolgere, oltre i titoli, anche altri strumenti finanziari. Un esempio di carattere generale è dato dalla definizione di consolidamento (eliminazione delle posizioni interne al settore). Nei conti finanziari la definizione di consolidamento rilevante è quella intra-settoriale, propria del SEC 2010²⁴; tuttavia, per la valutazione della solidità finanziaria può essere preferibile il consolidamento a livello di gruppo, tenendo conto anche delle unità formalmente appartenenti al settore estero (per un approfondimento si veda Van den Bergh, 2012 e Von Kleist, 2011)²⁵. In altri ambiti, come la sorveglianza di bilancio prevista dalla procedura dell'Unione europea sui disavanzi eccessivi, per i titoli del debito pubblico

²⁴ I dati pubblicati nel *Supplemento al Bollettino Statistico, Conti finanziari* e nelle tavole della *Relazione Annuale* sulle attività e passività finanziarie dell'Italia sono non consolidati. La loro versione consolidata è trasmessa all'Eurostat e diffusa su base annuale (per tutti i settori) e trimestrale (per le sole Amministrazioni pubbliche).

²⁵ Van den Bergh, P. (2012), "Residency/Local and Nationality/Global Views of Financial Positions", *Bank for International Settlements, IFC Working Papers*, n. 8; Von Kleist, K. (2010), "Conceptual issues related to residency and nationality-based balance sheets for financial and non-financial corporations", *IMF-OECD Conference on Strengthening Sectoral Balance Sheets and Flow Data in the Macroeconomic Accounts*, reperibile su: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/sta/>.

(come per le passività, quantitativamente meno rilevanti, in altri strumenti) è espressamente previsto il consolidamento secondo le regole adottate dai conti finanziari.

Altri utilizzi dei dati sui titoli riguardano gli emittenti privati. Nell'ambito della finanza d'impresa, riveste particolare interesse lo studio del ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario, quali ad esempio le obbligazioni (Grande e Guazzarotti, 2014)²⁶.

3.5 Prestiti (F.4)

Il prestito è un'operazione finanziaria in cui un "mutuante", solitamente un intermediario finanziario, concede una somma di denaro a un "mutuatario" che ne ha fatto richiesta. Il prestito per essere considerato tale deve avere quindi le seguenti caratteristiche:

- l'iniziativa dell'operazione è assunta dal mutuatario;
- esso costituisce un debito nei confronti del creditore, che dev'essere rimborsato ad una determinata scadenza e che dà luogo al pagamento di interessi;
- le condizioni di concessione del prestito sono fissate dalla società finanziaria che lo concede o pattuite tra le parti.

A differenza dei titoli di credito e di altri strumenti finanziari, i prestiti non possono essere negoziati su un mercato organizzato, dato che in tal caso dovrebbero essere classificati come titoli di credito (SEC 2010).

Nei conti finanziari i prestiti sono distinti tra prestiti "a breve termine" (F.41), se la scadenza è inferiore o uguale all'anno, e "a medio-lungo termine" (F.42) per le scadenze superiori all'anno²⁷.

Per questi strumenti le fonti sono costituite dalle segnalazioni statistiche di vigilanza delle banche, dei fondi comuni monetari e degli intermediari finanziari non bancari; dal bilancio della Banca d'Italia; dalle segnalazioni di bilancia dei pagamenti e dalle informazioni fornite dalla Cassa depositi e prestiti (per il risparmio postale).

La stessa metodologia utilizzata per i depositi viene applicata per incorporare gli sfasamenti tra cassa e competenza sugli interessi applicati ai prestiti a breve termine. Nel caso dei prestiti a medio e a lungo termine le informazioni relative agli interessi maturati ma non corrisposti non sono disponibili.

I flussi dei prestiti a medio e a lungo termine sono al netto dei crediti cancellati perché non più esigibili e delle riduzioni di valore dei finanziamenti (rispettivamente, *write-offs* e *write-downs*). Sia nel SEC 95 sia nel SEC 2010, infatti, tali variazioni non sono classificate come operazioni finanziarie, in quanto non implicano interazioni consensuali tra le unità istituzionali. Un secondo motivo è che l'evoluzione della dinamica dei prestiti non può limitarsi all'analisi delle consistenze: la loro riduzione tra due periodi può non dipendere, ad esempio, da un rallentamento della domanda o da politiche di erogazione più restrittive, ma da operazioni straordinarie di *write-offs* e *write-downs*; al netto di queste ultime, le consistenze potrebbero essere cresciute.

²⁶ Si veda anche Accornero, Finaldi Russo, Guazzarotti e Nigro (2015) sulle caratteristiche delle imprese che hanno emesso titoli per la prima volta nel periodo 2002-13.

²⁷ I prestiti possono essere distinti anche a seconda del tipo di valuta (nazionale ed estera) o, per quanto riguarda il settore delle famiglie, anche a seconda della destinazione (prestiti al consumo, mutui immobiliari, altri prestiti).

3.6 Azioni, partecipazioni e quote di fondi (F.5)

Azioni e altre partecipazioni (F.51)

I dati riguardanti le azioni e altre partecipazioni sono disponibili con la distinzione tra emittenti residenti e non residenti. Con l'introduzione del SEC 2010, le informazioni relative a questi strumenti sono disaggregate in azioni non quotate, azioni quotate e partecipazioni.

Nel caso delle unità istituzionali residenti quotate in borsa, il valore di mercato delle azioni emesse corrisponde alla capitalizzazione di borsa delle società (numero di azioni emesse per il valore di mercato delle stesse); la fonte delle informazioni è Borsa Italiana spa. La capitalizzazione complessiva di borsa, comprensiva delle società quotate sul mercato ristretto e sul Nuovo mercato, è ripartita nei conti finanziari italiani per settore emittente (società non finanziarie, società di assicurazione, banche e altri intermediari finanziari).

Le azioni non quotate emesse dalle istituzioni finanziarie monetarie e dalle imprese di assicurazione sono compilate rispettivamente sulla base delle segnalazioni di vigilanza della Banca d'Italia e dell'Ivass. La base dati Cerved è la fonte per le società non finanziarie e per gli intermediari finanziari non bancari, mentre le azioni emesse dai non residenti hanno come fonte la bilancia dei pagamenti.

Le azioni non quotate sono solitamente riportate nei rispettivi bilanci al valore nominale, e non sono pertanto direttamente utilizzabili nei conti finanziari, che adottano come criterio di valutazione il valore di mercato. Per stimarne il valore di mercato viene utilizzato un metodo previsto dai manuali SEC in base al quale la valutazione delle azioni e altre partecipazioni emesse da società non quotate è effettuata utilizzando i prezzi medi di borsa delle società quotate appartenenti alla medesima branca²⁸. Dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto di bilancio delle società quotate si ottengono, per ogni branca, coefficienti che vengono applicati al valore di bilancio delle imprese non quotate per stimarne il valore di mercato.

Al fine di ovviare alla scarsa rappresentatività delle società quotate rispetto all'universo delle società di capitali italiane, la valutazione ai prezzi di mercato è applicata alle sole società non quotate con dimensione comparabile a quella delle società quotate e limitatamente alle branche di attività con un numero sufficiente di società quotate. Per le rimanenti società non quotate viene conservata la valutazione in base al patrimonio netto di bilancio.

La frequenza delle informazioni contenute negli archivi Cerved è annuale, mentre i conti finanziari vengono compilati trimestralmente: i bilanci si rendono inoltre disponibili con un ritardo di circa 18 mesi dalla data di riferimento, a causa dei tempi di raccolta e di riclassificazione degli stessi bilanci. Per superare questi due inconvenienti si fa ricorso a tecniche di stima sia per ottenere un dato annuale aggiornato, sia per disaggregare temporalmente la serie storica; entrambi questi processi sfruttano la dinamica e le proprietà statistiche contenute in serie storiche affini, principalmente quelle delle azioni quotate.

Oltre alle società di capitali, il settore delle società non finanziarie comprende tutte le forme di società di persone, società semplici e ditte individuali con almeno cinque addetti (cosiddette quasi-società). In questo caso, le unità istituzionali non sono obbligate a pubblicare un bilancio, né a mantenere una contabilità separata dalle persone che gestiscono l'impresa; viene tuttavia presunta un'autonomia giuridica all'aumentare della dimensione. Il manuale SEC non prevede una soglia quantitativa che consenta di distinguere le imprese da classificare come società non finanziarie da quelle che vengono invece incluse tra le famiglie produttrici. L'Italia, a motivo dell'elevato numero

²⁸ La metodologia italiana differisce leggermente da quella proposta dal gruppo di lavoro sulle azioni non quotate presso l'Eurostat. Per una descrizione completa di quest'ultima, si veda il rapporto del gruppo di lavoro "The valuation of Unquoted Shares: current state and new proposals" (2003).

di piccole imprese, ha scelto come criterio dimensionale il numero di addetti, classificando come famiglie produttrici le imprese con un numero di occupati inferiore a cinque. Circa il valore delle partecipazioni o del capitale di queste società, poiché il bilancio non è sempre un requisito per questa categoria di imprese, informazioni dirette sono spesso assenti e il ricorso alla stima, nella maggior parte dei casi, è l'unica strada percorribile. Nei conti finanziari italiani la stima di questa componente avviene sulla base delle informazioni raccolte nell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia. Alle famiglie viene chiesto di riportare il valore di mercato della quasi-società da loro posseduta, unitamente al numero di addetti. La somma dei valori di mercato, ponderata per il peso campionario della famiglia, viene suddivisa per il numero di addetti, anch'esso ponderato per il peso campionario, ottenendo un valore dell'impresa per addetto. Questo rapporto, ottenuto dai micro-dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, viene moltiplicato per il numero di occupati nelle quasi-società che risulta dall'Istat in modo da ottenere il valore di mercato complessivo di queste imprese. La frequenza biennale dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane è il principale svantaggio di questo metodo di calcolo, che però viene spesso associato a un altro metodo che utilizza informazioni sui prestiti alle quasi-società raccolte dalla Banca d'Italia attraverso la Matrice dei conti con frequenza trimestrale sull'intera popolazione delle banche. Questa seconda tecnica di stima assume che le quasi-società abbiano un comportamento simile alle piccole imprese organizzate con forma giuridica di società di capitali. Viene innanzitutto calcolato il leverage bancario, ovvero il rapporto tra i prestiti concessi dalle banche alle piccole società e il valore del capitale di queste ultime (di fonte Centrale dei bilanci). Il rapporto tra i prestiti che le banche concedono alle quasi-società e il leverage bancario calcolato sulle piccole società restituisce una stima del valore di mercato delle quasi-società²⁹.

Più complessa è la metodologia per la ricostruzione delle azioni non quotate e le partecipazioni per settore detentore, che richiede, in varia misura, il ricorso a procedure di stima. La componente stimata è particolarmente significativa per il settore delle società e quasi-società non finanziarie, per il cui computo sono stati utilizzati dati di bilancio tratti dagli archivi di Cebi-Gruppi e della Cerved, integrati mediante procedure di estrapolazione statistica. È invece minima o assente nel caso delle banche, dei fondi comuni e delle società di intermediazione mobiliare – per i quali le informazioni sono desunte dalle segnalazioni di vigilanza – e per la Banca centrale, le imprese di assicurazione e gli enti di previdenza, i cui dati sono tratti dai rispettivi bilanci. Le consistenze detenute da non residenti sono ricavate dalle informazioni della bilancia dei pagamenti. L'aggregato relativo alle famiglie e istituzioni sociali private è ottenuto in via residuale, sottraendo al totale in circolazione le quantità attribuite ai rimanenti settori.

Le serie sono prodotte su base non consolidata (le consistenze detenute dai singoli settori comprendono le azioni emesse da società appartenenti al medesimo settore) e si riferiscono alle consistenze in essere alla fine del trimestre.

Le consistenze di azioni e partecipazioni emesse da residenti, detenute dalle Amministrazioni centrali, dalle società non finanziarie, dalle istituzioni finanziarie monetarie e dagli altri intermediari finanziari, sono stimate coerentemente con i criteri di valutazione del passivo. In particolare, le azioni e altre partecipazioni detenute da società non finanziarie e intermediari finanziari non bancari sono stimate ripartendo per settore emittente il totale delle partecipazioni iscritte in bilancio, ottenuto dall'archivio Cerved; a tal fine sono state utilizzate quote stimate a partire dai dati presenti nell'archivio di Cebi-Gruppi. Gli aggregati così calcolati vengono prima ricondotti a frazioni del patrimonio netto delle partecipate e poi moltiplicati per il rapporto tra valore di mercato e patrimonio netto delle medesime, così da ottenere l'ammontare delle azioni e altre partecipazioni

²⁹ Cfr. Rodano e Signorini (2008) per una più ampia discussione e un confronto dei metodi di stima delle azioni delle quasi-società non finanziarie.

detenute al valore di mercato. Le azioni e partecipazioni delle famiglie sono ottenute come residuo, secondo una procedura comune a quella di altri paesi industrializzati³⁰.

Per i flussi, ad eccezione delle azioni detenute da Amministrazioni locali ed enti di previdenza e assistenza sociale, si dispone di informazioni relative alle effettive transazioni nette al valore di mercato (acquisti meno vendite), indipendenti da quelle utilizzate per il calcolo delle consistenze. Anche per le azioni e altre partecipazioni, quindi, come per i titoli, sono in generale possibili ampie differenze tra le variazioni delle consistenze e i corrispondenti flussi: ciò è dovuto alle oscillazioni del prezzo delle azioni, che influiscono sulle consistenze.

ALCUNI DETTAGLI SULLA COSTRUZIONE DEI DATI SETTORIALI DELLE AZIONI DETENUTE

Amministrazioni centrali. Per le Amministrazioni centrali l'aggregato viene calcolato sulla base delle informazioni acquisite dal MEF, contenenti l'elenco delle società partecipate con le rispettive quote di partecipazione. I dati si riferiscono alle partecipazioni dirette; sono escluse quelle detenute per il tramite delle società a partecipazione statale, che sono invece attribuite alle imprese pubbliche e registrate tra le attività del settore Società non finanziarie. La consistenza di azioni quotate viene calcolata in maniera diretta, attribuendo al Tesoro una frazione della capitalizzazione di borsa delle società quotate, desunta da Datastream, corrispondente alla quota di partecipazione al capitale.

Amministrazioni locali. Per le Amministrazioni locali, in assenza di informazioni di fonte diretta, l'aggregato viene calcolato sulla base dei dati sugli assetti azionari delle società quotate forniti dalla Consob. Le informazioni, desunte dal sito internet della Consob (<http://www.consob.it/>), riguardano tutte le partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale. La consistenza di azioni quotate viene calcolata attribuendo agli enti locali una frazione della capitalizzazione di borsa delle società quotate corrispondente alla quota di partecipazione al capitale. Le partecipazioni delle Amministrazioni locali sono costituite nella maggior parte dei casi dalle ex aziende municipalizzate, trasformate in società per azioni.

Banche. Per la componente relativa al portafoglio non immobilizzato, le informazioni vengono dalle segnalazioni statistiche di vigilanza. I titoli immobilizzati sono stimati utilizzando informazioni sulle partecipazioni delle banche, tratte anch'esse dalle segnalazioni di vigilanza.

Fondazioni bancarie. Anche per le fondazioni bancarie l'aggregato è stato calcolato sulla base dei dati sugli assetti azionari delle società quotate presenti nel sito internet della Consob. Non essendo censite dalla Consob le partecipazioni di ammontare inferiore al 2 per cento, l'importo complessivo potrebbe risultare lievemente sottostimato.

Società di intermediazione mobiliare. La serie è ottenuta dall'aggregazione dei dati sul portafoglio delle società di intermediazione mobiliare desunti dalle segnalazioni di vigilanza.

Società non finanziarie. Per la stima delle azioni quotate detenute da questo settore si utilizzano le informazioni relative ai titoli a custodia. La Banca d'Italia raccoglie presso il sistema bancario informazioni sui titoli detenuti dalla clientela. Nel caso delle azioni quotate, richiede di riportare queste statistiche al fair value, rendendole pertanto facilmente utilizzabili nei conti finanziari. Queste informazioni sono anche utilizzate dalla Banca d'Italia per la costruzione del Security Holding Statistics database, che a ogni titolo (sia di debito sia azionario) identificato mediante il codice ISIN, associa un settore istituzionale detentore; la base dati è condivisa con la BCE.

Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Anche per le famiglie il

³⁰ Le azioni quotate vengono tuttavia stimate sulla base delle statistiche bancarie dei titoli a custodia.

valore delle azioni quotate detenute viene ottenuto dalle statistiche sui titoli a custodia. I dati comprendono sia le azioni detenute direttamente, sia quelle facenti capo a gestioni patrimoniali.

Al settore delle Famiglie e istituzioni senza scopo di lucro è attribuito anche il valore delle quasi-società descritto sopra.

Quote di fondi comuni (F.52)

Sono quote emesse da specifiche società finanziarie, il cui scopo è investire sui mercati finanziari. Le consistenze sono registrate al valore corrente di rimborso. Le emissioni e gli acquisti netti di quote comprendono i redditi da capitale e interessi conseguiti nel periodo considerato mediante la gestione del fondo, che si considerano nozionalmente attribuiti ai sottoscrittori e simultaneamente reinvestiti nel fondo. Tale trattamento riflette la definizione della contabilità nazionale, ed è coerente con la registrazione delle poste di reddito nel conto del capitale. Per questo motivo, i flussi registrati nei conti finanziari differiscono dai dati sulla raccolta netta dei fondi, che considerano esclusivamente il saldo tra nuove sottoscrizioni e liquidazioni.

Rientrano in questa categoria:

- a) *Quote di fondi comuni emesse da residenti*
 - Quote di fondi comuni monetari
 - Quote di fondi comuni non monetari
- b) *Quote di fondi comuni emesse dal Resto del mondo*
 - Quote di fondi comuni esteri, monetari e non monetari.

Le informazioni sono tratte dalle segnalazioni statistiche di vigilanza alla Banca d'Italia. Le consistenze sono ripartite tra i settori sulla base delle informazioni di vigilanza prodotte dalle società di gestione dei fondi (è disponibile l'informazione sul sottoscrittore delle quote). I flussi di fondi comuni sono stimati a partire dall'ammontare delle emissioni nette valutate ai prezzi di mercato. Le informazioni di base relative ai flussi sono autonome da quelle relative alle consistenze: la divergenza tra valore dei flussi e variazione delle consistenze è dovuta alle rivalutazioni e svalutazioni delle consistenze per le oscillazioni dei prezzi e dei tassi di cambio, escluse dai flussi. Le emissioni nette di quote di fondi comuni comprendono la stessa correzione per redditi da capitale e interesse utilizzata dall'Istat per il conto del capitale. Essa può comportare, per esempio, un flusso positivo corrispondente all'accredito dei redditi, anche in assenza di nuove sottoscrizioni o liquidazioni. I guadagni in conto capitale non fanno parte degli utili distribuiti: sono semplici rivalutazioni che influiscono sulle consistenze ma non sui flussi.

3.7 Riserve assicurative e pensionistiche e garanzie standard (F.6)

Le riserve assicurative e pensionistiche e le garanzie standard corrispondono alle somme accantonate al fine di provvedere a futuri pagamenti di diritti finanziari vantati da:

- a) assicurati e beneficiari di rendite e premi nei confronti delle imprese di assicurazione sulla vita;
- b) lavoratori attuali ed ex lavoratori nei confronti dei datori di lavoro e dei fondi pensione;
- c) titolari di polizze nei confronti delle imprese di assicurazione contro i danni;
- d) titolari di garanzie standard nei confronti delle unità istituzionali che le emettono.

Le riserve assicurative e pensionistiche sono registrate in base al valore attuale dei diritti dei beneficiari al pagamento del capitale o di una rendita. Il valore registrato per le riserve per escussioni di garanzie standard è pari al livello previsto delle richieste meno il valore di qualsiasi recupero previsto. Le riserve sono ripartite in Riserve ramo vita e fondi pensione e Altre riserve.

Nella prima categoria vengono registrati i diritti netti delle famiglie sulle riserve delle imprese di assicurazione del ramo vita e sui fondi pensione, ovvero le somme che verranno loro riconosciute al momento della morte o del pensionamento. I diritti netti sono calcolati come somme dei premi (o dei contributi nel caso dei fondi pensione) pagati e degli interessi maturati sul capitale accumulato, da cui vanno detratti i costi di gestione delle polizze (o dei fondi pensione), le prestazioni e altri versamenti percepiti dalle famiglie. I fondi di quiescenza sono qui registrati perché vengono assimilati ai fondi pensione. Tale categoria comprende le Riserve matematiche e premi del ramo vita (F.62) e i Fondi pensione e fondi di quiescenza accantonati da società non finanziarie, società finanziarie e famiglie per i propri dipendenti³¹ (F.63).

Nella voce “Altre riserve” rientrano invece le riserve assicurative del ramo danni e le riserve per escussioni di garanzie standard. Le riserve tecniche del ramo danni includono i premi corrisposti di competenza dell’esercizio successivo (solitamente i premi sono versati all’inizio del periodo cui si riferisce la polizza, e quindi, in base al principio della competenza, sono definibili come pagamenti anticipati) e gli indennizzi per sinistri avvenuti ma non ancora liquidati. Le riserve per escussioni di garanzie standard sono accantonamenti effettuati da un garante (solitamente Amministrazioni pubbliche e società finanziarie) in previsione di pagamenti per coperture di garanzie da loro emesse. Per garanzie standard si intendono le garanzie emesse in numero elevato, solitamente per piccoli importi, sulla base di condizioni identiche (ne sono un esempio le garanzie di credito all’esportazione e le garanzie per prestiti a studenti) e per le quali è possibile calcolare la probabilità di inadempienza per un insieme limitato di mutuatari. Il valore registrato per le riserve per escussioni di garanzie standard è dunque pari al valore attuale delle presunte escussioni di garanzie sul totale delle garanzie emesse, al netto di qualsiasi recupero previsto dai debitori inadempienti. In tale categoria sono comprese le Riserve tecniche di assicurazioni contro i danni (F.61) e le Riserve per escussioni di garanzie standard (F.66). Le altre due voci previste dagli standard internazionali, ovvero “Diritti dei fondi pensione nei confronti dei gestori dei fondi” e “Diritti a prestazioni non pensionistiche” non raggiungono importi significativi.

Le statistiche sulle riserve tecniche di assicurazione e sui fondi pensione sono ottenute dai bilanci delle compagnie assicurative e dei fondi pensione, raccolte rispettivamente dall’Ivass e dalla Covip, integrate da informazioni raccolte dall’Ania e dall’Istat. Grazie alla disponibilità dei dati settorizzati della contabilità nazionale, i dati dell’Istat utilizzati nei conti finanziari si riferiscono alla variazione di fondi di quiescenza delle famiglie accantonati da società non finanziarie, istituzioni finanziarie monetarie, imprese di assicurazione e famiglie per la liquidazione del trattamento di fine rapporto dei propri dipendenti. Le somme accantonate per la liquidazione del trattamento di fine rapporto ai dipendenti sono assimilate alle riserve che i fondi pensione gestiscono al fine del versamento ai propri aderenti da effettuare al raggiungimento della pensione, e sono presentate nell’ambito dello stesso strumento. I dati sulle riserve per escussioni di garanzie standardizzate sono forniti dall’Istat.

LE ASSICURAZIONI: PRINCIPALI CARATTERISTICHE ECONOMICHE

Rispetto alle altre attività economiche, il ciclo produttivo delle assicurazioni si caratterizza, in termini aziendali, per avere ricavi anticipati rispetto ai costi. Ciò ha due importanti implicazioni anche per la contabilità nazionale, ben visibili nello schema dei conti finanziari. Le assicurazioni, in quanto settore istituzionale, mostrano una significativa esigenza di investire le risorse finanziarie, costituendo uno dei più importanti investitori istituzionali. Dai conti finanziari si rileva l’investimento in titoli di Stato e quote di fondi comuni per la copertura delle riserve a fronte delle

³¹ I fondi di quiescenza dei dipendenti pubblici non sono inclusi, dato che gli enti pubblici non detengono riserve per il pagamento del trattamento di fine rapporto dei propri dipendenti, ma utilizzano a tal fine le entrate correnti.

polizze attive negli esercizi correnti.

La seconda implicazione, legata all'assicurazione come attività economica e generatrice di strumenti finanziari, riguarda la significativa creazione di passività in forma di riserve. Per molte imprese non assicurative, i costi necessari allo svolgimento dell'attività sono spesso finanziati attraverso l'assunzione di passività visibili, in forma di debiti bancari e obbligazionari. Nel caso delle assicurazioni, il fatto che i ricavi siano percepiti all'inizio del ciclo produttivo determina l'esigenza di registrare delle passività non osservabili (imputate), che corrispondono a una previsione degli oneri che graveranno sull'impresa nel corso del ciclo produttivo. Tali passività, dette riserve tecniche, presentano importanti differenze tra il ramo vita e il ramo danni, rilevanti sia per l'analisi dell'attività assicurativa, sia per lo studio delle scelte di investimento finanziario delle famiglie.

Le consistenze delle riserve tecniche del ramo vita riportate nei conti finanziari rappresentano il saldo tra gli impegni a carico dell'assicuratore e quelli a carico dell'assicurato, valutati alla data contabile di riferimento; in tale calcolo si tiene conto anche delle spese relative alla gestione della polizza³². L'ammontare dei prodotti del ramo vita tradizionale riflettono le abitudini e l'orientamento di lungo periodo della clientela, che decide di assicurarsi contro il rischio di premorienza o di sopravvivenza, secondo logiche prudenziali non molto diverse da quelle valide per l'assicurazione del ramo danni, ma con orizzonte temporale molto più esteso. I prodotti del ramo vita includono tuttavia, in misura crescente, prodotti non tradizionali quali le polizze linked, associabili a scelte di ottimizzazione del portafoglio finanziario su orizzonti temporali più ristretti. Tali polizze prevedono forme di remunerazione legate in vario modo a un paniere di altre attività finanziarie e, in alcuni casi, offrono la possibilità di riscatto anticipato dopo un numero minimo di anni (di norma da sei a otto). Presentano pertanto un elevato grado di sostituibilità rispetto ad altri strumenti finanziari, quali le quote di fondi di investimento chiusi. Al di là della finalità tradizionale, la sottoscrizione di polizze del ramo vita può quindi assumere un ruolo nella diversificazione di portafoglio, basata su considerazioni di rendimento e rischio.

Dal lato dell'offerta, i conti finanziari non mostrano le componenti proprie del conto della produzione del ramo vita; tuttavia, il dato sulle riserve consente di riassumere importanti informazioni. Il dato di flusso sulle riserve tecniche del ramo vita corrisponde infatti al saldo tra i premi percepiti (entrate), le uscite per prestazioni dovute ai titolari delle polizze e i riscatti anticipati, restando esclusi gli elementi di mera rivalutazione relativi a polizze preesistenti. A parità di altre condizioni, la crescita dell'attività economica determinerà flussi positivi per le riserve del ramo vita, anche in presenza di possibili svalutazioni dovute all'andamento dei prezzi.

La situazione è diversa per le polizze del ramo danni. Anche per il ramo danni i conti finanziari non rilevano le scritture relative alla produzione e mostrano solo il dato sulle riserve, che si presta meno all'interpretazione economica. Una prima differenza riguarda la durata del ciclo produttivo, che per le riserve danni è solitamente limitato all'anno. Le riserve tecniche del ramo danni sono principalmente finalizzate a rettificare gli sfasamenti dovuti alla mancata corrispondenza tra l'anno solare (cui si riferisce il bilancio) e l'anno contrattuale di ciascuna singola polizza, che può iniziare in un mese qualsiasi. Una prima componente delle riserve danni è infatti data dalle riserve premi (*reserves for unearned premiums*), che costituiscono una stima degli oneri che potrebbero essere sopportati nel corso dell'anno contabile successivo, a fronte di premi già incassati nell'anno corrente. Sebbene incassati, tali premi non possono essere ancora considerati guadagnati, dato che le corrispondenti polizze (e i possibili oneri per l'assicuratore) si estendono a parte dell'anno successivo. La seconda componente delle riserve danni, data dalle riserve sinistri (*reserves for*

³² Il dato riportato nei conti finanziari, in linea con il dato sulle riserve iscritte in bilancio dalle compagnie di assicurazione, non tiene invece conto delle provvigioni. Nella terminologia specifica dell'attività assicurativa, i conti finanziari includono sia le riserve matematiche, sia le riserve di inventario.

outstanding claims incurred), è a sua volta una posta di raccordo tra anni contabili. A differenza della precedente, si riferisce a sinistri che si sono già verificati (e non alla previsione per l'anno successivo); il motivo dell'accantonamento per l'anno successivo è dovuto al fatto che i sinistri cui si riferisce la riserva non sono stati ancora liquidati (cosiddette partite sospese). Per determinare l'importo da accantonare a riserva, si esaminano le singole partite sospese e, in base alla documentazione relativa, si stima il probabile indennizzo da liquidare nell'anno successivo. Ciò spiega perché entrambe le componenti delle riserve del ramo danni si prestano poco all'interpretazione economica. Più che riflettere particolari decisioni economiche, esse dipendono soprattutto da ritardi amministrativi (è questo il caso per le riserve sinistri, componente largamente prevalente sull'altra) e dallo sfasamento delle polizze rispetto all'anno solare.

Un'altra rilevante differenza rispetto al caso delle riserve del ramo vita risiede nella impossibilità di misurare l'andamento della produzione sottostante: il flusso delle riserve del ramo danni non corrisponde al saldo tra premi e liquidazioni (o entrate e uscite). Se, per esempio, vi fosse un notevole incremento nella produzione del ramo danni, ma le nuove polizze fossero bene allineate con l'anno solare, senza dare luogo a significativi slittamenti all'anno successivo, le riserve del ramo danni non cambierebbero. La differenza sarebbe visibile nel conto economico, ma non lascerebbe tracce evidenti nel conto finanziario. A differenza di quanto visto per il ramo vita, un aumento delle riserve del ramo danni non è interpretabile, dal lato del sottoscrittore, come una riallocazione del proprio portafoglio, e non necessariamente segnala andamenti favorevoli nell'attività produttiva sottostante.

LE RISERVE PENSIONISTICHE NEI CONTI FINANZIARI: PRINCIPALI CARATTERISTICHE E UTILIZZI

In accordo con il SEC 2010, i conti finanziari riportano solo parzialmente gli impegni pensionistici futuri per alcune categorie prevalenti nei paesi della UE. Sono in particolare esclusi gli impegni legati a importanti tipi di pensioni pubbliche. Le pensioni cui non corrisponde accensione di riserve hanno effetto sul conto finanziario delle famiglie (e della controparte pubblica o privata) al momento del pagamento per cassa; viceversa, gli impegni riconosciuti nei conti finanziari modificano la ricchezza delle famiglie in anticipo, contestualmente al versamento dei contributi, mediante l'imputazione di attività nozionali (nella voce "Riserve assicurative e pensionistiche").

L'analisi macroeconomica, al di là del monitoraggio sui flussi correnti, assegna un ruolo di rilievo anche all'entità e alla dinamica degli impegni sulle pensioni da corrispondere in futuro. I principali riferimenti alle pensioni future si ritrovano in due filoni della letteratura economica, spesso interrelati: l'analisi della sostenibilità delle finanze pubbliche e gli studi sul risparmio delle famiglie (Semeraro, 2012).

Nell'ambito del primo filone, proiezioni e stime sull'andamento degli schemi pensionistici pubblici sono regolarmente utilizzate dalla Commissione Europea per la sorveglianza sulla disciplina di bilancio. Anche in ambito accademico è consolidata l'idea che le tradizionali misure di debito e disavanzo pubblico non siano sempre in grado di catturare in modo soddisfacente i fattori di rischio o sostenibilità. Esse sono infatti basate su effettivi pagamenti o sull'assunzione di passività finanziare esplicite (come i prestiti bancari o i titoli di debito); indicatori più adeguati dovrebbero tenere conto sia degli impegni considerati espliciti sia di quelli impliciti (Buiter, 1985; Blanchard, 1990), che includono anche i trasferimenti inter-generazionali, in particolare quelli derivanti dai futuri oneri pensionistici (Kotlikoff, 1987; Auerbach et al. 1994; Penner, 2007).

Lo studio della relazione tra "ricchezza" pensionistica e risparmio delle famiglie è stato sviluppato nell'ambito della teoria del ciclo vitale a partire da Feldstein (fine anni sessanta). Uno dei principali aspetti indagati riguarda l'identificazione del risultato dei due effetti contrapposti dei diritti pensionistici sul risparmio: negativi, per l'incentivo ad anticipare il pensionamento, e positivi,

per via dell'effetto ricchezza. Un aspetto di rilievo, anche per la valutazione delle riforme pensionistiche, ha riguardato la stima del tasso di sostituzione tra ricchezza pensionistica e ricchezza convenzionale (Rossi e Visco, 1995; Jappelli, 1995; Beltrametti e Croce, 1997). Sulla base dei microdati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia, è emerso un basso grado di sostituzione tra le due forme di ricchezza (Zollino, 2001); l'effetto della ricchezza pensionistica sui consumi di lungo periodo è, inoltre, risultato più debole rispetto a quello della ricchezza reale e finanziaria. Studi condotti su altri paesi (Attanasio e Brugiavini, 2003; Blake, 2002; Blake e Orszag, 1999) mostrano un elevato grado di coerenza in relazione ai risultati qualitativi, a fronte di una elevata eterogeneità delle stime quantitative, inducendo ad accrescere l'armonizzazione e la disponibilità dei dati statistici.

L'armonizzazione delle statistiche europee non ha tuttavia comportato l'inclusione delle passività e attività pensionistiche nei conti finanziari. Il motivo di tale esclusione è connesso al funzionamento dello schema pensionistico. Nello strumento "Riserve del ramo vita e fondi pensione" sono riportati i rapporti pensionistici di tipo privatistico a capitalizzazione (*funded*), poiché in essi l'assicurato versa dei contributi e la sua controparte accantona delle riserve di uguale ammontare, 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 inoltre possibile determinare, in modo non ambiguo, la posizione individuale dell'assicurato. Considerazioni analoghe non valgono per gli schemi a ripartizione (*unfunded*), 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.

Con l'introduzione dei nuovi standard, gli impegni privatistici per il futuro pagamento di pensioni sono registrati nei conti finanziari, anche quando il sistema non è a capitalizzazione. Restano invece escluse, in tutti gli standard statistici, le pensioni pubbliche a carico della social security, viste come generiche responsabilità collettive. Una parte di impegni su pensioni pubbliche a ripartizione è tuttavia registrata in vari paesi extraeuropei, in accordo con quanto consentito dal manuale SNA 2008; si tratta degli impegni delle Amministrazioni pubbliche verso i propri dipendenti, per i quali sono applicati metodi attuariali analoghi a quelli adottabili per i datori di lavoro privati. Per contro, nel caso dell'Europa, i diritti su pensioni a ripartizione dei dipendenti pubblici sono esclusi dal sistema dei conti³³.

L'apparente contrasto tra SNA 2008 e SEC 2010 non è legato a differenze di opinione tra diverse autorità statistiche, ma riflette una differenza di sostanza economica.

In vari paesi della UE le pensioni dei dipendenti pubblici adottano un metodo di calcolo analogo a quello adottato dalla social security e il debitore finale – lo Stato – è il medesimo (nel caso dell'Italia è scomparsa anche la separazione formale tra i due enti pubblici competenti, ovvero l'INPDAP e l'INPS). Dal punto di vista del debitore e dell'analisi di sostenibilità, i rischi associati ai due schemi sono analoghi e non avrebbe senso il riconoscimento (o disconoscimento) di uno solo dei due. Dal punto di vista delle famiglie, se gli effetti sul vincolo di bilancio intertemporale e sulle decisioni di consumo e risparmio sono identici, la registrazione di uno solo dei due schemi creerebbe un'incoerenza in grado di falsare l'analisi. Per questo ordine di motivi, nell'adattare alla UE le indicazioni generali dello SNA 2008, il SEC 2010 non ha previsto differenziazione di trattamento tra le due tipologie di pensioni pubbliche, continuando a escluderle entrambe dal sistema dei conti. Le istituzioni statistiche della UE hanno comunque previsto una risposta alla domanda di informazione sull'argomento, prevedendo la creazione di un sistema di conti

³³ Si veda Eurostat (2014): *Manual on the changes between ESA95 and ESA2010*, sezione 22, pag. 65.

supplementari che saranno oggetto di pubblicazione separata. Nell'utilizzo dei conti finanziari, soprattutto in riferimento ai confronti internazionali, è opportuno osservare che il differente peso dei fondi pensione nei portafogli delle famiglie può essere indotto sia dalla diversa rilevanza del sistema pensionistico pubblico, sia dal diverso trattamento delle pensioni a capitalizzazione (presenti nei conti finanziari) rispetto a quelle a ripartizione, escluse per la componente pubblica.

3.8 Derivati finanziari e stock option di dipendenti (F.7)

I derivati (F.71) sono attività finanziarie il cui valore dipende dall'andamento dei prezzi di uno strumento sottostante. Tale strumento è di norma un'altra attività finanziaria (ad esempio, un titolo), ma può anche consistere in un bene o un indice. Per il SEC 2010 rientrano nella categoria dei derivati tutte le opzioni, i contratti a termine, gli swap, i forward rate agreement e i derivati creditizi che sono negoziabili o che possono comunque essere controbilanciati (offset) sul mercato mediante un'operazione di segno opposto³⁴: vanno quindi registrati tutti i derivati negoziabili o per i quali esiste un valore di mercato, indipendentemente dal tipo di mercato considerato (regolamentato o no).

Nei conti finanziari italiani sono registrati i seguenti tipi di contratto: forward, future, opzioni, swap e forward rate agreement. Tutte le registrazioni sono al fair value, ovvero il valore corrente netto dei futuri pagamenti previsti più tutte le commissioni eventualmente previste nei contratti. I flussi di pagamenti relativi a swap e forward rate agreement sono registrati come ulteriori acquisizioni del derivato finanziario sottostante. La valutazione dei derivati ai prezzi di mercato è complessa, a causa non solo dell'ampia gamma di prodotti, ma anche dell'assenza di una standardizzazione e di un mercato per molti di essi. La Banca d'Italia raccoglie, su base trimestrale, i dati relativi al valore di mercato dei derivati e quelli relativi ai valori nozionali (segnalazioni di vigilanza). Tali informazioni sono usate per la compilazione dei conti finanziari. Tuttavia, fino al terzo trimestre del 2008 i derivati rilevati attraverso le segnalazioni di vigilanza erano valutati al valore intrinseco e solo successivamente è stato richiesto agli intermediari di riportare il fair value; la serie relativa ai valori nozionali, ovvero l'ammontare degli strumenti finanziari a cui i derivati si riferiscono, non presenta invece discontinuità.

Al fine di eliminare la discontinuità nella serie storica trimestrale dei valori di mercato dei derivati, seguita al cambiamento negli obblighi segnalatici sopra richiamato, si sono stimati i valori precedenti il quarto trimestre del 2008 sfruttando la continuità della serie relativa ai valori nozionali. Mediante una tecnica econometrica, è stata stimata la relazione tra i fair value, i valori nozionali e alcune variabili relative all'andamento delle quotazioni dei mercati azionari, dei tassi di interesse e della volatilità presente nei mercati, nel periodo tra la fine del 2008 e la fine del 2013. I coefficienti così ottenuti sono stati applicati alle variabili esplicative per il periodo precedente il 2008, in modo da ottenere una stima dei fair value.

Le stock option (F.72) di dipendenti sono accordi stipulati a una certa data che danno il diritto ai dipendenti di acquistare un determinato numero di azioni della società in cui lavorano, a un determinato prezzo e a una data o periodo stabiliti. Il valore delle stock option è spalmato sul periodo compreso tra la data della stipula dell'accordo e la data di maturazione.

Un aspetto critico riguarda la linea di separazione tra derivati e prestiti finanziari: l'argomento assume particolare rilevanza nel caso delle Amministrazioni pubbliche, a causa del diverso effetto sul debito pubblico (cfr. il riquadro: *Il conto finanziario delle Amministrazioni pubbliche nella*

³⁴ In tali casi è possibile eliminare il rischio associato a un determinato derivato creandone uno nuovo con caratteristiche tali da annullare il rischio del primo. Ad esempio, se il primo derivato associa a un certo evento un rischio di perdita pari a 10, il secondo garantisce, al verificarsi dello stesso evento, un guadagno pari a 10. L'acquisto, teorico, del nuovo derivato sarebbe del tutto equivalente alla vendita del primo, in quanto comporta l'eliminazione del rischio.

Procedura sui Disavanzi Eccessivi). Le caratteristiche dei due strumenti finanziari possono coesistere nel caso, per esempio, di contratti di tipo swap che prevedano pagamenti *upfront*. In questi casi, i possibili conflitti tra criteri statistici sono risolti applicando le linee guida previste dall'Eurostat nel "Manual on Government Deficit and Debt" (MGDD), tuttora in fase di evoluzione (Semeraro, 2014).

3.9 Altri conti attivi e passivi (F.8)

In questa categoria rientrano le attività finanziarie create in contropartita di una transazione finanziaria o non finanziaria e caratterizzate dalla presenza di uno sfasamento tra il momento in cui avviene la transazione e quello del suo regolamento. Lo strumento "Altri conti attivi e passivi" fu introdotto già dal SEC 95 con la finalità di eliminare uno dei possibili fattori di discordanza tra contabilità reale e contabilità finanziaria, attraverso una posta contabile in grado di eliminare gli scarti dovuti alla mancata simultaneità delle scritture relative ai due lati della medesima transazione. Per esempio, operazioni che nel conto reale sono registrate in modo continuo su un intervallo di più mesi, ma dal lato finanziario sono regolate con un unico pagamento differito, possono essere riconciliate attraverso l'imputazione di attività in "Altri conti", che hanno l'effetto di distribuire opportunamente nel tempo il pagamento.

Gli altri conti attivi e passivi comprendono:

a) *Crediti commerciali*

Crediti commerciali interni al settore delle Società non finanziarie, o con controparte nelle Amministrazioni pubbliche o nelle famiglie produttrici;

Crediti commerciali tra società non finanziarie residenti e il Resto del mondo.

b) *Altri*

Crediti/debiti per sfasamento tra flussi di cassa e di competenza relativi a imposte, tasse, prestazioni sociali e altri trasferimenti.

La distinzione tra "Crediti commerciali" e "Altri" ricalca quella proposta nel SEC 95. In particolare si parla di crediti (debiti) commerciali nei casi in cui alla consegna di un bene, o alla prestazione di un servizio, non è ancora seguito il pagamento. Sono classificati come "Altri" tutti gli altri conti attivi e passivi diversi dai crediti commerciali, cioè tutti gli importi non liquidati, ma già maturati, relativi a tasse, contributi sociali, salari, rendite su terreni e dividendi. Gli altri conti attivi e passivi non comprendono gli sfasamenti tra cassa e competenza relativi agli interessi su titoli, che sono inclusi nello strumento finanziario di pertinenza. Non sono attualmente disponibili dati sui crediti commerciali delle quasi-società non finanziarie.

Fin dal 2000 i conti finanziari italiani presentano una stima dei crediti commerciali interna al settore delle Società non finanziarie e fra queste ultime e le famiglie produttrici. I dati sono desunti dalla Cerved, che contiene i bilanci delle società di capitali, pertanto non vengono incluse le informazioni relative alle quasi-società non finanziarie. Le posizioni che le società non finanziarie hanno nei confronti di non residenti vengono rilevate dalle statistiche di bilancia dei pagamenti. I dati pubblicati risentono non solo dell'esclusione delle statistiche relative alle quasi-società, ma anche del fatto che negli archivi della Cerved i dati su crediti e debiti commerciali non sono disponibili per un numero elevato di imprese di minori dimensioni. Il fenomeno riportato nei conti finanziari potrebbe essere pertanto sottostimato.

La sottovoce "Altri" riflette quasi esclusivamente gli sfasamenti di natura fiscale e contributiva. Tale sottovoce non si presta a particolari interpretazioni economiche, dato che dipende soprattutto da circostanze di fatto (quali i ritardi amministrativi) e non da effettive decisioni economiche. Gli importi relativi alla voce "Altri" per il settore delle Amministrazioni pubbliche e i

relativi settori di contropartita sono forniti dall'Istat su base annuale; stime trimestrali e nel corso dell'anno non sono al momento disponibili.

UTILIZZI DEI DATI SUI CREDITI COMMERCIALI

I crediti commerciali rappresentano una fonte informativa importante per l'analisi economica, soprattutto per lo studio del finanziamento delle società non finanziarie.

Diversi sono gli studi che hanno mostrato l'importanza dei crediti commerciali sia dal punto di vista delle strategie aziendali sia da quello della politica economica, in primo luogo di quella monetaria. Alcuni studi cercano di comprendere le determinanti alla base del loro utilizzo. I crediti commerciali sono utilizzati dalle imprese per gestire i rapporti con fornitori e clienti, ma costituiscono anche una forma di finanziamento implicito tra imprese, correlata con l'andamento del credito bancario. In particolare, alcuni studi hanno ipotizzato che i crediti commerciali e il finanziamento bancario siano tra loro sostituti, ossia che a una restrizione creditizia possa corrispondere un accresciuto ricorso ai debiti commerciali. Altri invece hanno ipotizzato che credito commerciale e credito bancario siano tra loro complementari: la maggiore difficoltà di accesso al credito potrebbe infatti spingere le imprese a ridurre la concessione di crediti commerciali per mantenere adeguate riserve di liquidità e per evitare di esporsi con imprese caratterizzate da tensioni finanziarie. Le analisi empiriche su sostituibilità e complementarità tra crediti commerciali e credito bancario hanno finora fornito risultati contrastanti a seconda del paese considerato.

Comprendere il rapporto tra il credito commerciale e quello bancario rileva anche dal punto di vista della politica monetaria, che ha come proprio principale canale di trasmissione il sistema creditizio: le misure di politica monetaria possono avere effetti maggiori o minori sull'economia reale a seconda della relazione tra i crediti commerciali e il credito bancario (Omiccioli, 2004; Cannari et al., 2005; de Blasio, 2004; Boissay e Gropp, 2007). Alla luce della recente crisi economica, alcuni lavori hanno cercato di comprendere come un determinato shock economico possa essere assorbito o rafforzato attraverso la relazione tra crediti commerciali e credito bancario (Love e Zaidi, 2010; Atanasova, 2012).

Significativo è stato inoltre, per la politica economica degli ultimi anni, il ruolo dei crediti commerciali vantati dalle imprese nei confronti delle Amministrazioni pubbliche³⁵. La crisi economica ha reso più fragili le condizioni finanziarie delle imprese e più difficile l'accesso alle fonti di finanziamento esterno. Per allentare i vincoli finanziari delle imprese, nel 2011 e nel 2012 sono stati attuati vari interventi volti a ridurre i debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche. L'efficacia dei provvedimenti è stata limitata, principalmente per la complessità delle procedure operative per accedere ai rimborsi. Nel biennio 2013-2014 gli interventi per ridurre i debiti commerciali sono stati più incisivi. Ad esempio, sono stati stanziati quasi 50 miliardi destinati al pagamento dei debiti commerciali (per lo più di enti decentrati) scaduti a fine 2012. Inoltre, il recepimento e l'entrata in vigore della direttiva europea UE/2011/7 nel 2013 ha permesso di arginare l'accumulo di ulteriori passività commerciali³⁶.

³⁵ Si veda a riguardo "Audizione in merito all'esame della Relazione al Parlamento approvata dal Consiglio dei Ministri il 21 marzo 2013", Daniele Franco, Roma, 28 marzo 2013.

³⁶ Secondo la direttiva (D'Aurizio et al., 2015), infatti, il pagamento del debito commerciale da parte dell'Amministrazione pubblica a favore dell'impresa non può superare contrattualmente i 30 giorni (60 se la seconda ha fornito un servizio sanitario).

3.10 Statistiche del Resto del mondo

In passato le operazioni con non residenti erano rilevate attraverso la Matrice valutaria, nel caso queste fossero transitate per una banca italiana, e attraverso la Comunicazione valutaria statistica (CVS) negli altri casi. Il sistema di raccolta forniva segnalazioni relative ai soli flussi. Le consistenze erano ottenute cumulando e rivalutando i flussi, assumendo come valore di confronto i volumi tratti dalle statistiche sulla posizione netta sull'estero del paese e le indagini sugli investimenti di portafoglio.

A partire dal 2009 è stata abbandonata la fonte valutaria per passare a segnalazioni basate su più fonti. Nel caso, ad esempio, degli investimenti di portafoglio si accede alle segnalazioni indirette dei depositari titolo per titolo custodite per conto degli investitori (come previsto dagli indirizzi BCE/2004/15 e BCE/2007/39). Altre fonti includono le segnalazioni dirette da parte delle istituzioni finanziarie monetarie su titoli di proprietà e pronti contro termine, le segnalazioni dirette (*direct reporting*) ottenute sulla base di un campione di imprese e le segnalazioni di fondi esteri per la stima dei titoli detenuti all'estero. Con il nuovo sistema le consistenze non sono più ottenute mediante cumulo dei flussi aggiustati per l'effetto dei cambi e dei prezzi, ma rilevate direttamente.

Il conto finanziario della bilancia dei pagamenti registra le transazioni con il resto del mondo seguendo una classificazione degli investimenti mista, di tipo funzionale e per strumento: investimenti diretti, investimenti di portafoglio, altri investimenti e riserve ufficiali. La classificazione delle transazioni nel conto finanziario della contabilità nazionale, invece, segue una differente classificazione basata sul grado di liquidità degli strumenti finanziari (la liquidità si riferisce anche alla negoziabilità o trasferibilità dello strumento) e sulle caratteristiche del contratto che lega il debitore al creditore. La traslazione dei dati rilevati con la finalità di compilare la bilancia dei pagamenti nella contabilità nazionale può presentare alcune difficoltà, a causa del maggiore dettaglio di strumenti richiesti nei conti finanziari, o per la presenza di differenti metodi di valutazione per alcuni strumenti (ad esempio le azioni non quotate). La differente classificazione degli strumenti finanziari non consente un immediato incrocio tra le due statistiche: un prestito può ad esempio essere registrato tra gli "investimenti diretti" o tra gli "altri investimenti" a seconda della relazione che intercorre tra le parti (tavv. 5 e 6).

L'introduzione della sesta edizione del manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI ha migliorato il raccordo rispetto al System of National Accounts, e quindi di riflesso anche rispetto al SEC 2010.

La settorizzazione nel SEC 2010 e nella bilancia dei pagamenti

SNA 2008 / SEC 2010	BPM6
Autorità bancarie centrali	Banca centrale
Società non finanziarie Famiglie Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie Altri intermediari finanziari (<i>inclusi i Fondi di investimento diversi dai Fondi comuni monetari</i>) Ausiliari finanziari Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altri settori
Amministrazioni pubbliche Amministrazioni centrali Amministrazioni locali Enti di previdenza e assistenza sociale	Amministrazioni pubbliche
Altre istituzioni finanziarie monetarie (<i>inclusi i Fondi comuni monetari</i>)	Banche

Fonte: System of National Accounts, 2008.

Confronto tra gli strumenti previsti dal SEC 2010 e le categorie funzionali della bilancia dei pagamenti

Classificazione SNA/Manuale delle statistiche monetarie e finanziarie	Categorie funzionali				
	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
Oro monetario					x
Diritti speciali di prelievo				x	x
Biglietti, monete e depositi a vista					
Biglietti e monete				x	x
Posizioni interbancarie				x	x
Altri depositi trasferibili	x			x	x
Altri depositi	x			x	x
Titoli di credito	x	x			x
Prestiti	x			x	x
Partecipazioni e quote di fondi di investimento					
Azioni					
Azioni quotate	x	x			x
Azioni non quotate	x	x			x
Altre partecipazioni	x			x	
Quote e partecipazioni in fondi di investimento					
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	x	x			x
Quote e partecipazioni in fondi di investimento diversi dai fondi comuni monetari	x	x		x	x
Assicurazioni, pensioni e garanzie standard					
Riserve tecniche di assicurazioni contro i danni	x			x	
Diritti a rendite di assicurazione sulla vita	x			x	
Diritti pensionistici				x	
Diritti dei fondi pensione nei confronti dei gestori dei fondi	x			x	
Diritti a prestazioni non pensionistiche				x	
Riserve per escussioni di garanzie standard	x			x	
Strumenti finanziari derivati e stock option conferite ai dipendenti					
Strumenti finanziari derivati			x		x
Stock option conferite ai dipendenti			x		
Altri conti attivi e passivi					
Crediti commerciali e anticipazioni	x			x	
Altri conti attivi e passivi, esclusi i crediti commerciali e le anticipazioni	x			x	

Fonte: System of National Accounts, 2008.

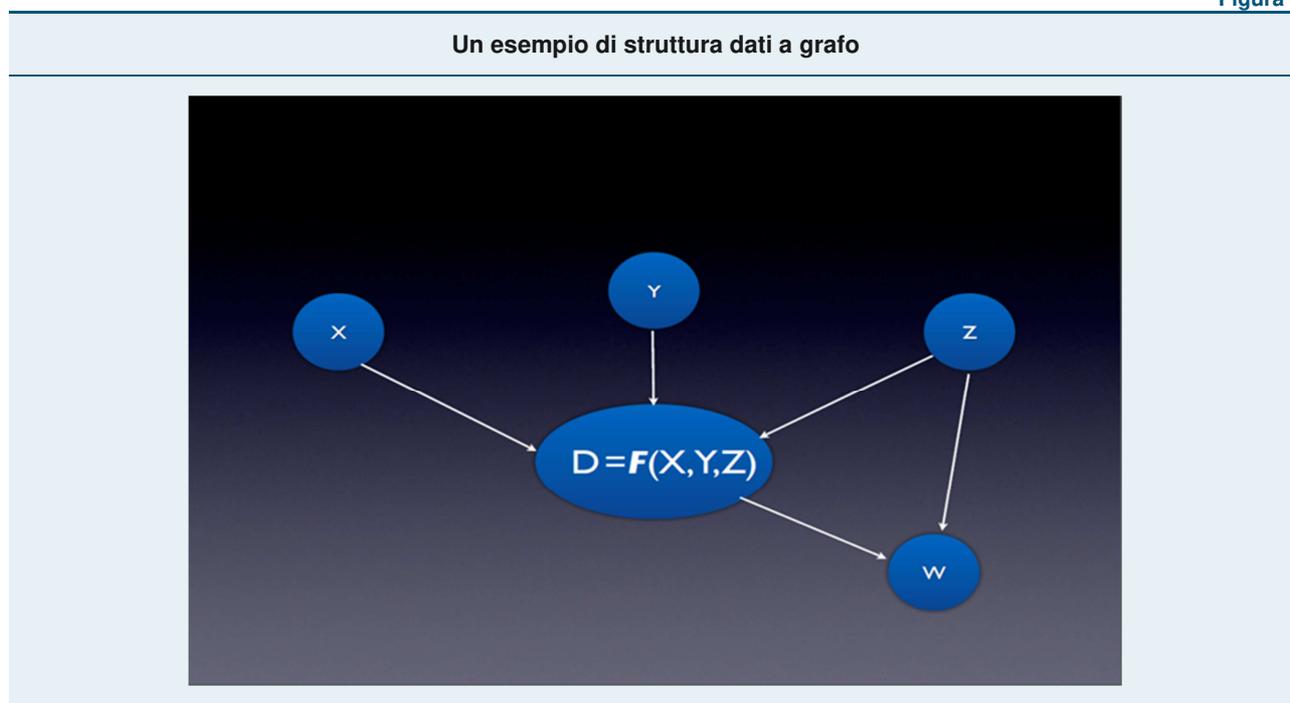
4. PRODUZIONE, CONTROLLI DI QUALITÀ E DIFFUSIONE

Le statistiche relative ai conti finanziari sono prodotte dal Servizio “Analisi statistiche” della Banca d’Italia, tenuto conto degli standard e delle metodologie stabiliti a livello internazionale (BCE ed Eurostat). I conti finanziari italiani sono pubblicati in forma di tavole sul fascicolo *Conti finanziari* (circa 1.100 serie storiche) e nelle tavole della *Relazione annuale* della Banca d’Italia; entrambe le pubblicazioni sono consultabili, in formato pdf, sul sito internet della Banca d’Italia (<https://www.bancaditalia.it/>). La base dati è disponibile on-line sul sito internet della Banca d’Italia.

4.1 Coerenza interna e confrontabilità con altre statistiche

Per la produzione dei conti finanziari vengono utilizzate serie storiche che provengono dalle statistiche monetarie e bancarie, dalla bilancia dei pagamenti, dai dati sulla finanza pubblica e sui mercati finanziari. In assenza di dati su alcuni fenomeni, o di segnalazioni tempestive, vengono utilizzati modelli statistici per la stima di alcune componenti (un esempio è rappresentato dai crediti commerciali o dalle azioni detenute da alcuni settori).

Figura 3



La produzione dei conti finanziari avviene attraverso l'impiego di una applicazione sviluppata ad-hoc nel linguaggio di programmazione R. L'applicazione, denominata “Grafo”, segue un classico paradigma a due livelli (client-server). Il livello client consente di estrarre i dati ed elaborarli³⁷; il livello server è quello cosiddetto di persistenza, affidato a un database management system³⁸ che consente la memorizzazione delle informazioni. La base dati ha la forma di un network di serie storiche, dove i nodi (le serie) sono legati attraverso operazioni matematiche e

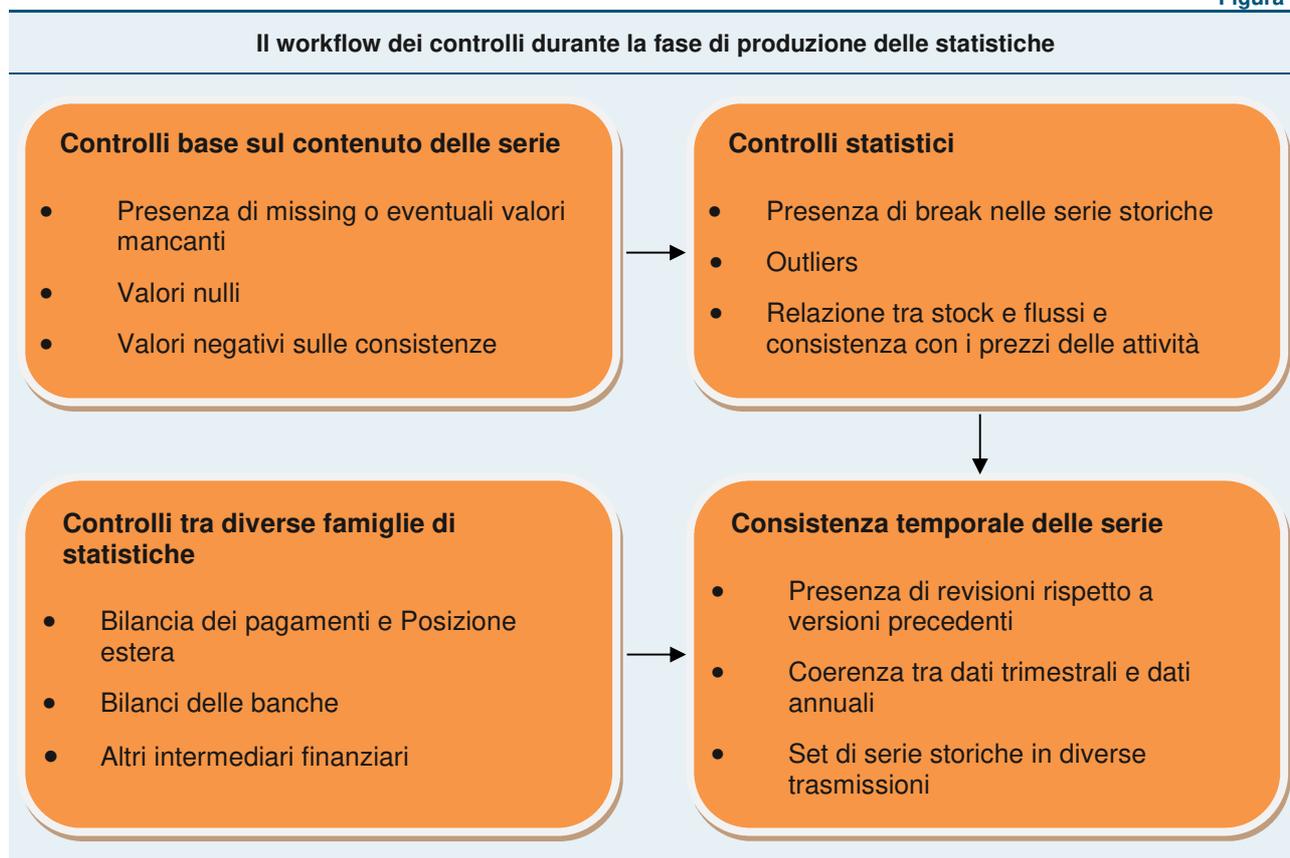
³⁷ Livello ETL (Extract/Transform/Load).

³⁸ Nel caso specifico si è scelto il prodotto PostgreSQL.

statistiche (fig. 3). Questa struttura garantisce una elevata coerenza all'interno del database, poiché l'aggiornamento di una serie comporta a cascata quello delle serie derivate, sulla base delle relazioni statistiche contenute negli standard del SEC 2010 e della gerarchia delle fonti dei dati. Ad esempio, la presenza di eventuali discrepanze tra le informazioni sulle emissioni relative ai titoli di un settore e sulle detenzioni degli altri settori possono essere riconciliate automaticamente in due fasi. Inizialmente assegnando i valori sulla detenzione dello strumento che vengono riportati nelle segnalazioni (ad esempio di vigilanza o di bilancia dei pagamenti); in una seconda fase distribuendo pro quota ai settori detentori la differenza tra le emissioni e gli importi detenuti in maniera da garantire la quadratura tra le attività e le passività sulla riga della matrice dei conti finanziari relativa a quel determinato tipo di titoli.

Le serie di input sono controllate per individuare revisioni dei dati storici ed eventuali outliers. Una volta aggiornate le serie finali, viene eseguito un insieme di controlli statistici ex post (fig. 4). Si valuta la coerenza tra consistenze e flussi e quella dei rendimenti impliciti in alcuni strumenti finanziari di mercato (come le azioni quotate o i titoli). Viene condotta un'analisi sui saldi finanziari dei vari settori, studiandone gli scostamenti dai saldi settoriali prodotti dall'Istat (cfr. il riquadro: *Le discrepanze statistiche*). Vengono infine effettuati controlli di coerenza con altri domini statistici quali la bilancia dei pagamenti, le statistiche di finanza pubblica o, su base annuale, i conti della formazione del capitale dei settori istituzionali.

Figura 4



Il database per la compilazione dei conti finanziari comprende circa 44.000 serie storiche. Le serie finali inviate trimestralmente alla BCE sono 4.800. La BCE pubblica queste informazioni sullo Statistical Datawarehouse, insieme alle informazioni degli altri stati membri. La trasmissione dei

dati alle istituzioni internazionali (BCE, Eurostat, OECD) avviene attraverso lo standard SDMX (Statistical Data and Metadata eXchange), che è un linguaggio XML³⁹ per lo scambio di dati statistici e dei relativi metadati. L'SDMX standardizza il modo con cui le informazioni sono organizzate e scambiate tra le organizzazioni; la standardizzazione consente di ricevere i dati e inserirli nei relativi database senza interventi di caricamento manuale. Ogni flusso trasmesso viene archiviato con un sistema informatico che gestisce il “controllo delle versioni” (*versioning*), che consente di comparare eventuali serie storiche appartenenti a due differenti releases, di tracciare le differenze e individuare le serie elementari (o di input) che hanno generato variazioni.

4.2 La riconciliazione tra le fonti statistiche

La compilazione dei conti finanziari richiede l'uso di molte fonti statistiche, che in alcuni casi possono generare incoerenze in relazione alla quantificazione di un medesimo fenomeno. Se da un lato la presenza di identità contabili nello schema dei conti finanziari garantisce la *coerenza orizzontale* delle statistiche, ovvero l'eguaglianza tra il totale delle attività relative a un determinato strumento finanziario e il corrispondente totale relativo alle passività, dall'altro lato il raggiungimento di tale coerenza richiede un'operazione di bilanciamento delle informazioni iniziali.

Il bilanciamento, pertanto, consiste nella gestione di eventuali discrepanze statistiche iniziali per un dato strumento finanziario. In questo processo è importante avere una graduatoria circa l'affidabilità delle fonti informative; le informazioni considerate di migliore qualità rimangono inalterate a seguito del bilanciamento, mentre quelle di minore qualità vengono modificate. In alcuni casi in assenza di fonti statistiche (ad esempio per alcuni strumenti finanziari relativi alle famiglie), l'operazione di bilanciamento consente di identificare l'entità di alcuni fenomeni in maniera residuale, come differenza tra attività e passività.

Nelle fonti utilizzate per i conti finanziari italiani i depositi e i prestiti bancari contengono la spaccatura per settore di controparte coerente con il SEC 2010, pertanto non vi sono discrepanze orizzontali. L'importo dei depositi raccolti dalle banche equivale alla somma dei depositi all'attivo dei settori; analogamente per i prestiti bancari.

Differenze tra le attività e le passività nella fase di compilazione, invece, emergono per i titoli, le azioni e i fondi comuni. Nel caso dei titoli, il processo di bilanciamento delle statistiche procede per fasi. Inizialmente si attribuiscono a tutti i settori gli importi rilevati dalle diverse fonti; successivamente si calcola una differenza tra il totale delle emissioni (passività) e la somma parziale dei titoli detenuti dai settori caratterizzati da un'elevata qualità delle informazioni (le istituzioni finanziarie monetarie, le assicurazioni, la pubblica amministrazione, il resto del mondo). Nell'ultima fase, la precedente differenza viene ripartita pro quota ai settori restanti (le famiglie, le società non finanziarie, gli altri intermediari finanziari, gli ausiliari finanziari) usando le segnalazioni sui titoli a custodia presso il sistema bancario. Il processo appena descritto generalmente viene eseguito sull'ammontare al valore nominale (i valori di mercato vengono ottenuti, di seguito, applicando le quotazioni di mercato); i flussi vengono calcolati come variazioni nel trimestre nelle consistenze dei valori nominali. Per le azioni e per i fondi comuni le famiglie sono il settore residuale, a cui viene attribuita la differenza tra le emissioni e le detenzioni rilevate per gli altri settori.

³⁹ L'XML (eXtensible Markup Language) è un metalinguaggio usato per la definizione di dati strutturati. Le informazioni sono redatte in formato testo e rese intelligibili anche attraverso un processo automatico, favorendo così l'interscambio di informazioni tra sistemi eterogenei.

LE DISCREPANZE STATISTICHE

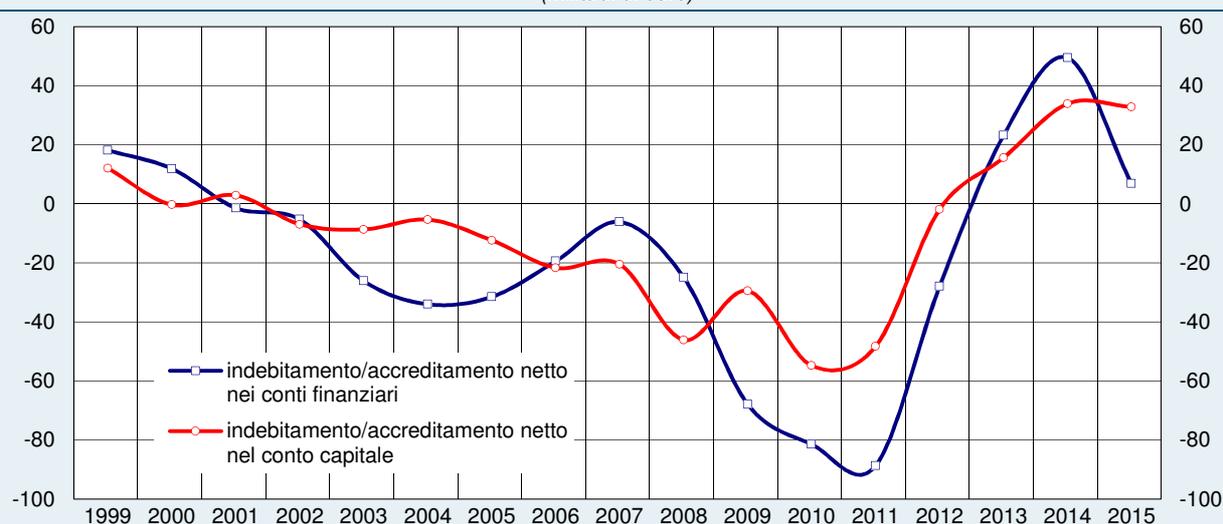
Il saldo del conto finanziario dei settori istituzionali è la differenza tra l'acquisizione netta (aumenti meno cessioni) di attività finanziarie e l'incremento netto delle passività (accensioni meno rimborsi), e fornisce la misura del risparmio finanziario o del deficit finanziario. Questa misura dovrebbe coincidere con la differenza tra il risparmio netto e gli investimenti netti (investimenti lordi meno ammortamento del capitale esistente) del conto capitale (cfr. il capitolo 1: *Finalità, utilizzi, quadro normativo e schema analitico*), al netto dei trasferimenti e delle cessioni di attività reali. Tuttavia, i due saldi non sempre coincidono a causa della presenza di discrepanze statistiche, definite "discrepanze di tipo verticale". La dimensione di queste discrepanze in alcuni casi può indebolire la coerenza interna del sistema dei conti nazionali e dar luogo a interpretazioni discordanti a seconda che si usino i conti finanziari o il conto capitale.

La presenza delle "discrepanze verticali" può essere dovuta a diverse ragioni: una imperfetta delimitazione dei settori istituzionali (ad esempio un'unità istituzionale classificata tra le società non finanziarie nei conti finanziari e tra gli altri intermediari finanziari nei conti economici settoriali); la presenza di "discrepanze di tipo orizzontale" (ad esempio, se alle famiglie, per un dato strumento finanziario, vengono attribuiti anche importi residuali, questo si rifletterà in una più difficile comparazione dei saldi tra i due conti); una imperfetta armonizzazione delle fonti statistiche (la compilazione dei conti finanziari richiede l'uso di differenti fonti informative, che possono presentare incoerenze); l'uso di tecniche di stima nel caso di assenza o ritardo delle informazioni.

A livello europeo, la Task Force on Quarterly Sector Accounts (a cui partecipano compilatori di statistiche dei conti finanziari e dei conti economici settoriali) e il Working Group on Financial Accounts (costituito dagli statistici delle banche centrali nazionali che producono i conti finanziari) monitorano le discrepanze nei dati trimestrali dal 2008. La compilazione, da parte della BCE, dei conti economici integrati (conti economici settoriali e conti finanziari) evidenzia anche per l'area dell'euro la presenza di significative discrepanze.

Figura 5

Discrepanze statistiche nei settori residenti dell'economia italiana
(miliardi di euro)



Nel caso dell'Italia, le discrepanze annuali sono molto contenute per i settori della pubblica amministrazione e per le società non finanziarie, mentre sono elevate in alcuni anni nel settore del resto del mondo; queste ultime sono ovviamente, per costruzione, opposte a quelle che possono osservarsi tra i residenti (fig. 5). Tra i settori residenti, le famiglie e il settore finanziario mostrano

divari in alcuni anni. Dall'analisi congiunta svolta dalla Banca d'Italia e dall'Istat, accanto ai motivi di ordine generale già menzionati, sono emersi alcuni aspetti ulteriori che favoriscono l'insorgere di discrepanze. Tra essi rientra il trattamento degli accantonamenti per fondi interni alle imprese, non completamente disciplinato dagli standard statistici internazionali. Ulteriori fattori risultano associati a differenze tra la nozione di capitale valida a fini civilistici e quella relativa alle azioni e partecipazioni secondo gli standard della contabilità nazionale e al trattamento delle altre attività o passività riportate nei bilanci aziendali per le quali non è immediatamente associabile una controparte.

Per l'area dell'euro le discrepanze statistiche, in alcuni casi, hanno ampia dimensione. Le discrepanze relative al secondo trimestre del 2015 sono attualmente superiori al 2 per cento del PIL dell'area dell'euro, mentre erano pari al 5,7 per cento del PIL nel primo trimestre dello stesso anno. Il settore delle società non finanziarie presenta, in valore assoluto, le discrepanze maggiori, in particolare nel secondo, terzo e quarto trimestre del 2014 e nel primo del 2015. Il contributo alle discrepanze del settore delle Amministrazioni pubbliche è contenuto.

Un primo approfondimento condotto da BCE ed Eurostat nel 2015 tra i paesi membri ha evidenziato le seguenti cause alla base delle discrepanze: la presenza di incoerenze tra i dati di bilancia dei pagamenti e il conto finanziario del Resto del mondo; la copertura incompleta di alcuni sottosettori del settore finanziario (in particolare gli altri intermediari finanziari); incoerenze nella delimitazione del perimetro relativo alle società non finanziarie, nei due conti, a causa dell'uso di differenti data base da parte dei compilatori dei conti finanziari e dei conti non finanziari.

È emerso, inoltre, che alcuni paesi limitano le discrepanze mediante aggiustamenti orizzontali o verticali, e agendo sugli strumenti o settori per cui la qualità informativa è più debole.

Significative discrepanze sono presenti anche nei Flow-of-Funds statunitensi, dove il saldo del conto finanziario è simile a quello del conto capitale ma con una più alta volatilità, mentre tende a divergere rapidamente negli anni della crisi finanziaria (intorno al 2008). Cagetti et al. (2012) argomentano che questa divergenza potrebbe essere spiegata dalle fonti dei dati, che subiscono una revisione in quell'anno, e da alcune carenze informative. In particolare, le transazioni di alcuni strumenti finanziari iscritti fuori bilancio (come i derivati) o il trattamento di beni immateriali nel conto capitale e nel conto finanziario potrebbero generare delle incoerenze.

4.3 Coerenza temporale e *revision policy*

Le statistiche dei conti finanziari hanno frequenza trimestrale. La gran parte delle serie storiche di input dei conti finanziari è disponibile su base mensile (per le statistiche bancarie) o trimestrale. In un numero minore di casi – bilanci delle società non finanziarie, delle compagnie assicurative e dei fondi pensione – le informazioni sono disponibili su base annuale. Quando sono disponibili solo le serie annuali, la stima dei dati trimestrali avviene mediante metodi standard di regressione (ad esempio il metodo di Chow-Lin), che usano delle serie di riferimento a più alta frequenza. Ad esempio, per alcuni settori le azioni emesse hanno una frequenza annuale (è il caso delle società non finanziarie); in questo caso le azioni quotate possono essere una buona serie di riferimento, con un elevato grado di correlazione e una frequenza più alta. In assenza di serie di riferimento coerenti, le statistiche trimestrali sono ottenute mediante interpolazione lineare, assicurando la coerenza tra i valori trimestrali e quelli annuali di partenza.

Le serie storiche mensili e trimestrali sono disponibili con un ritardo che oscilla da uno a quattro mesi. Gli aggregati su base annuale sono disponibili con un ritardo maggiore. Ad esempio, il database Cerved sui bilanci delle imprese si completa in un lasso di tempo di circa 18 mesi; in questo caso tecniche di stima basate su serie storiche consentono di ottenere un valore da utilizzare per la compilazione dei conti finanziari.

Dati già pubblicati possono essere rivisti a causa di tre fattori principali:

- 1) revisioni nei valori delle serie di input e disponibilità di nuovi dati annuali;
- 2) introduzione di miglioramenti metodologici;
- 3) nuovi metodi di stima.

Mentre le revisioni e la disponibilità di nuovi dati annuali influenzano, nella gran parte dei casi, solo i valori dei trimestri più recenti, le innovazioni nella metodologia possono talvolta modificare tutti i valori delle serie storiche. Le revisioni più importanti hanno luogo di norma in occasione del calcolo dei valori di fine anno, quando nuove osservazioni diventano disponibili.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Accornero, M., Finaldi Russo, P., Guazzarotti, G., and Nigro, V. (2015), “First-time corporate bond issuers in Italy”, *Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 269.
- Allen et al. (2002), “A Balance Sheet approach to financial crisis”, *IMF Working Paper*, 02/210.
- Atanasova, C. (2012), “How Do Firms Choose Between Intermediary and Supplier Finance?”, *Financial Management*, vol. 41(1), 207–228.
- Attanasio, O.P. and Brugiavini, A. (2003), “Social Security and Households’ Saving”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118(3), 1075–1119.
- Auerbach, A.J., Gokhale, J. and Kotlikoff, L.J. (1994), “Generational Accounting: a Meaningful Way to Evaluate Fiscal Policy”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8(1), 73–94.
- Banca d’Italia (2012), “Supplementi al Bollettino Statistico–Indagini campionarie. Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi”, n. 56.
- Banca d’Italia (2003), “Tematiche istituzionali, I conti finanziari dell’Italia”.
- Be Duc, L. and Le Breton, G. (2009), “Flow-of-Funds Analysis at the ECB”, *ECB Occasional Paper Series*, n. 105.
- Beltrametti, L. (1993), “Una stima della ricchezza pensionistica per l’Italia (1951–1991)”, *Rivista internazionale di scienze sociali*, vol. 101(1), 3–15.
- Beltrametti, L. F. and Croce, G. P. (1997), “Social security and national saving in Italy: a comment on Rossi and Visco”, *Research in Economics*, vol. 51(2), 157–164.
- 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. and Orszag, M. (1999), “Annual Estimates of Personal Wealth Holdings in The United Kingdom since 1948”, *Applied Financial Economics*, vol. 9(4), 397–421.
- Blanchard, O. J. (1990), “Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators”, *OECD Economics Department Working Papers*, n.79.
- Boissay, F. and Gropp, R. (2007), “Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms”, *ECB Working Paper Series*, n. 753.

- Brainard, W.C. and Tobin, J. (1968), “Pitfalls in financial model building”, *American Economic Review*, vol. 58(2), 99–122.
- Buiter, W.H. (1985), “A Guide to Public Sector Debt and Deficits”, *Economic Policy*, vol. 1(1), 13–79.
- Cagetti, M., Holmquist, E. B., Lynn, L., McIntosh, S. H. and Wasshausen, D. (2012), “The Integrated Macroeconomic Accounts of the United States”, *FRB Finance and Economics Discussion Series*, n. 2012-81.
- Cannari, L., Chiri, S. e Omiccioli, M. (a cura di) (2005), “Imprese o intermediari?”, Il Mulino.
- Copeland, M. (1947), “Tracing money flows through the United States economy”, *American Economic Review*, vol. 37(2), 31–49.
- Copeland, M. (1952), “A study of moneyflows in the United States”, NBER.
- D’Aurizio, L., Depalo, D., Momigliano, S. e Vadalà, E. (2015), “I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto”, *Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, n. 295.
- De Blasio, G. (2004), “Does trade credit substitute for bank credit?”, *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working papers)*, n. 498.
- De Bonis, R., F. Farabullini, M. Rocchelli e Salvio A. (2012), Nuove serie storiche sull’attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?, *Banca d’Italia, Quaderni di Storia Economica*, n. 26.
- De Bonis, R. and Gigliobianco, A. (2012), “The origins of financial accounts in the United States and Italy: Copeland, Baffi and the institutions”, in De Bonis, R. and Pozzolo, A.F. (eds.), “The Financial Systems of Industrial Countries: Evidence from Financial Accounts”, Springer.
- De Bonis, R. and Pozzolo, A.F. (eds.) (2012), “The Financial Systems of Industrial Countries: Evidence from Financial Accounts”, Springer.
- Ercolani, M e Cotula, F. (1969), I conti finanziari della Banca d’Italia, *Ente per gli studi monetari e finanziari L. Einaudi, Quaderni di ricerche*, n. 4.
- Errico, L., Harutyunyan, A., Loukoianova, E., Walton, R., Korniyenko, Y., Amidžić, G., AbuShanab, H. and Song Shin, H. (2014), “Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis”, *IMF working paper*, 14/10.
- European Union (2012), “Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”, *EU Occasional papers*, n. 92.
- Eurostat (2002), “ESA95 Manual on Government Deficit and Debt”.
- Eurostat (2003), “The valuation of unquoted shares: current state and new proposals”, Report of the Working Group on Unquoted Shares, *mimeo*.
- Eurostat (2013), “European system of accounts 2010”.

- Fazio, A., Caligiuri, G., Cotula, F. e Savona, P. (1970), “Un modello econometrico dell’economia italiana (M1BI), Settore monetario e finanziario”, *Banca d’Italia, Gruppo per lo Studio della Politica Monetaria e Fiscale*.
- Finaldi Russo, P. e Leva, L. (2004), “Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie”, *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working papers)*, n. 496.
- Fondo Monetario Internazionale (2013), “The financial situation of Italian households and non-financial corporations and risks to the banking system”, *Technical Note*, August.
- Franco, D. (2013), “Audizione in merito all’esame della relazione al parlamento approvata dal consiglio dei ministri il 21 marzo 2013”.
- Financial Stability Board (2011), “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”, *mimeo*.
- Gallin, J. (2013), “Shadow Banking and the funding of the nonfinancial sector”, *FRB Finance and Economics Discussion Series*, n. 2013-50.
- Grande, G. e Guazzarotti, G. (2014), “Il finanziamento degli investimenti a lungo termine: iniziative in corso e principali linee di intervento”, *Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, n. 238.
- Hofer, A. (2005), “The International Monetary Fund’s Balance Sheet Approach to Financial Crisis Prevention and Resolution”, *Bank of Austria Monetary Policy and the Economy*, Q1/05.
- Jappelli, T. (1999), “The Age-Wealth Profile and the Life-Cycle Hypothesis: A Cohort Analysis with Time Series of Cross-Sections of Italian Households”, *Review of Income and Wealth*, vol. 45(1), 57–75.
- Kotlikoff, L. J. (1987), “Social security”, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 4, 418–20.
- Krugman, P. (1979), “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11(3), 311–325.
- Krugman, P. (1999), “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises”, *International Tax and Public Finance*, vol. 6(4), 459–472.
- Love, I. and Zaidi, R. (2010), “Trade Credit, Bank Credit and Financial Crisis”, *International Review of Finance*, vol. 10(1), 453–469.
- Menichini, A.M. (2009), “Inter-Firm Trade Finance in Times of Crisis”, *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 5112.
- Omiccioli, M. (2004), “Il credito commerciale: problemi e teorie”, *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working papers)*, n. 494.
- Omiccioli M. (2005), “Trade Credit as Collateral”, *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working papers)*, n. 553.
- Panetta, F. and Signoretti, F. M. (2010), “Credit demand and supply in Italy during the financial crisis”, *Banca d’Italia, Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, n. 63.

- Penner, R. (2007), “Taxes and the Budget: What is Generational Accounting?”, *Tax Policy Center, The Tax Policy Briefing Book: A Citizens’ Guide for the 2008 Election and Beyond*.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K.S. (2009), “This time is different”, Princeton University Press.
- Rodano, M.L., and Signorini, L.F. (2008), “Measuring the value of micro-enterprises”, *Household wealth in Italy*, Banca d’Italia.
- Rossi, N. and Visco, I. (1995), “Private Saving and Government Deficit in Italy”, in A. Ando, L. Guiso and I. Visco (eds.), “Saving and the Accumulation of Wealth”, Cambridge University Press.
- Semeraro, G. (2012), “Should Household Wealth and Government Liabilities Include Future Pension Rights?”, in De Bonis, R. and Pozzolo, A.F. (eds.), “The Financial Systems of Industrial Countries: Evidence from Financial Accounts”, Springer.
- Semeraro, G. (2014), “The role of financial derivatives in the EU procedure on excessive deficit and debt”, *Law and Economics Yearly Review*, vol. 2.
- Tobin, J. (1952), “Monetary theory. Asset holding and spending decisions”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 42.
- Tobin, J. (1961), “Monetary theory: new and old looks. Money, capital and other stores of values”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 51.
- Tobin, J. (1969), “A general equilibrium approach to monetary theory”, *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 1(1), 15–29.
- Van den Bergh, P. (2012), “Residency/Local and Nationality/Global Views of Financial Positions”, *Bank for International Settlements, IFC Working Papers*, n. 8.
- Von Kleist, K. (2011), “Conceptual issues related to residency and nationality-based balance sheets for financial and non-financial corporations”, *IMF-OECD Conference on Strengthening Sectoral Balance Sheets and Flow Data in the Macroeconomic Accounts*.
- Visco, I. (2009), “The global crisis: the role of policies and the international monetary system”, *BIS review*, n. 87.
- Winkler, B., Van Riet, A. and Bull, P. (eds.) (2014), “A Flow-of-Funds perspective on the financial crisis”, Palgrave Macmillan.
- Zollino, F. (2001) “Personal Saving and Social Security in Italy: Fresh Evidence from a Time Series Analysis”, *Banca d’Italia, Temi di discussione (Working papers)*, n. 417.