

## ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

I mercati finanziari sono dei luoghi di negoziazione di strumenti finanziari (imprese).

Bisogni di tipo finanziario sono:

- Bisogno di trasferimento di fondi nello spazio (pagamento più antico)
- Bisogno di finanziamento (mutuo)
- Bisogno di Investimento (investire risorse finanziarie immobilizzazioni e risparmio)
- Bisogno di trasferimento di fondi nel tempo: finanziamento e investimento.

Le compagnie di assicurazione sono intermediari finanziari che si occupano della gestione dei rischi.

- Rischi puri: se si manifesta l'evento è un evento dannoso, sono rischi assicurabili
- Ramo danni: elemento dannoso che riguarda un bene (incendio), malattia
- RCI assicurazioni moto e incassa prima di sostenere i costi per risarcire i danni eventuali.
- Vita: morire prima di una certa data

Rischi finanziari: incertezza (il prezzo del petrolio si alzerà o abbasserà? dipende da dove mi posiziono rispetto a quella variabile es. ENI è interessata al prezzo del petrolio).

Strumenti derivati: consentono di eliminare o di minimizzare l'incertezza

Economia specializzata si specializza in una parte e per il resto avvengono degli scambi attraverso della moneta.

- Economia monetaria è il termine con il quale si indica un sistema economico in cui gli scambi di beni e servizi sono regolati attraverso la moneta;
- Ogni bene/servizio ha un valore definito in un'unità monetaria che, normalmente, è la valuta del Paese;
- Oggi siamo abituati a diversi generi di "moneta", ma non è sempre stato così....

In una economia primitiva gli scambi si basano sul baratto: merce vs merce. Questo comporta:

- una doppia coincidenza nelle preferenze;
- che i beni siano divisibili;
- alti costi di "ricerca" della controparte.

La soluzione dei problemi è nell'individuare un bene di interesse ed accettabilità diffusa in base al quale definire i valori degli altri beni (*bene-moneta*). Questo passaggio è importante perché:

- Si accrescono le possibilità dello scambio;
- Aumentano i fabbisogni soddisfatti;
- Si riducono i tempi ed i costi dello scambio;
- Si incentiva la produzione.

In definitiva si può passare da un'economia di *autoconsumo* ad una economia di *scambio*. Il passaggio fondamentale è quello da moneta-merce a moneta-segno.

La moneta-merce è un bene: nel tempo anche un metallo prezioso. Il valore facciale è = al valore intrinseco.

La moneta-merce viene sostituita da titoli che la rappresentano. I vantaggi:

- Riduzione dei costi (trasporto);
- Riduzione dei rischi (furto, smarrimento);
- Possibilità di avviare un'attività di prestito.

Con la sostituzione della moneta-merce con appositi certificati nasce la moneta-segno. Nel tempo la funzione di emettere questi titoli diventa esclusiva degli Stati: nasce la moneta cartacea con corso legale. Quando viene tolta la possibilità ai possessori di convertire i titoli nella merce sottostante si parla di *corso forzoso*. Il processo di sviluppo non si ferma: si cercano modi di pagamento alternativi alla moneta legale. I depositi in c/c sono un esempio di evoluzione della moneta: si pensi agli assegni. I vantaggi sono:

- Sicurezza
- Costi
- Minimizzazione dell'investimento in attività infruttifere (evitare l'immobilità del denaro)

Nasce quindi la *moneta bancaria*. Il presupposto per la sua diffusione è l'affidabilità dei depositi come mezzo di pagamento. L'ulteriore evoluzione è rappresentata dalla sostituzione di strumenti cartacei con transazioni elettroniche (*moneta elettronica*). La moneta svolge 3 differenti funzioni:

- Mezzo di scambio;
- Unità di conto
- Riserva di valore

EIF- autorità di vigilanza, mercati finanziari, intermediari finanziari e strumenti finanziari. Ci sono 4 soggetti collegati tra loro. Le relazioni:

- Credito/ Debito (banca a che fa credito, sottoscrizione del titolo)
- Partecipativa (imprese invece che finanziarsi verso la banca si finanzia verso terzi con un conferimento di capitale diventando soci/azionisti con diritto di voto e possono essere privati o no)
- Assicurativo (strumenti che cautelano da alcune tipologie di rischio).

Per attività finanziaria si intende l'attività di creazione di strumenti finanziari che devono circolare sul mercato (sono dei contratti).

#### Gli attori del Sistema Finanziario



Il sistema finanziario è un insieme di enti legato da relazioni che lo rendono organizzato. Viene chiamato sistema finanziario perché il tipo di attività svolta nel sistema ha a che fare con le risorse finanziarie (denaro/moneta). Intendiamo con attività finanziaria per esempio l'attività di creazione e di strumenti finanziari che una volta creati devono circolare. Sono strumenti che regolano i comportamenti delle parti (contratti) e possono essere trasferiti. Mentre i prestiti bancari per esempio possono essere trasferiti solo in casi particolari. Questo sistema è quindi composto da:

1. Mercati finanziari
2. Intermediari finanziari
3. Strumenti finanziari

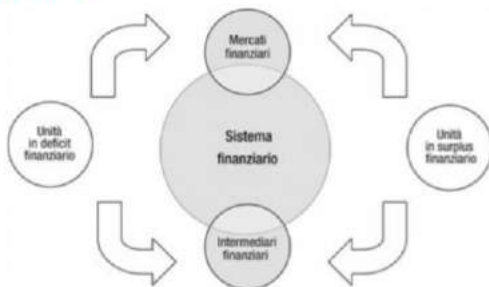
L'attività svolta nell'ambito di questo sistema è detta finanziaria perché tratta gli strumenti finanziari e la loro circolazione.

Le funzioni del sistema finanziario sono:

1. ALLOCATIVA
2. MONETARIA
3. LA TRASMISSIONE DEGLI IMPULSI DELLA POLITICA MONETARIA
4. LA GESTIONE DEI RISCHI

**La funzione allocativa:**

**La funzione allocativa: il trasferimento delle risorse finanziarie**



Si intende la distribuzione delle risorse finanziarie tra i diversi soggetti dell'impresa. Devono essere distribuite in modo efficiente e in modo tale che vengano offerte ai soggetti che sono in grado di farle fruttare. Consiste quindi nel trasferimento di risorse finanziarie tra i diversi soggetti economici, cioè dai soggetti risparmiatori ai soggetti investitori. Nel trasferimento delle risorse finanziarie entrano in gioco due soggetti: soggetti in surplus (hanno risorse in eccesso che può decidere di trasferirle a scopo di investimento ottenendo risorse aggiuntive in futuro una volta rientrato in possesso di ciò che ha trasferito) e soggetti in deficit (che rappresenta la controparte e non ha risorse a sufficienza rispetto alle sue esigenze di investimento/fabbisogno finanziario). La funzione allocativa serve al sistema finanziario.

Vi è quindi un trasferimento di risorse che avviene attraverso due canali principali:

- Canale Diretto: avviene senza gli intermediari
- Canale Indiretto: avviene grazie all'interposizione dell'intermediario (per esempio quando andiamo a depositare denaro in banca ed essa, a sua volta, presta denaro ad un'impresa, noi siamo creditori della banca e la banca è creditrice verso l'impresa).

Fabbisogno finanziario esterno: un'impresa non ha la capacità di produrre con la sua attività le risorse necessarie ai suoi investimenti e quindi deve prenderle dall'esterno (soggetti terzi). Lato prestatore (colui che presta le risorse) potrebbe chiedere delle garanzie anche se non è certo che l'impresa abbia un portafoglio di attività da fornire delle garanzie sui beni (specie nelle imprese di piccole dimensioni dove c'è il rischio). Questa funzione è una delle principali che viene sottoposta maggiormente alla vigilanza che ne controlla l'efficienza allocativa.

Esempio: banche che finanziano le imprese. La finalità dell'attività creditizia è quella di sostenere l'attività produttiva delle imprese. Per stabilire se un soggetto è affidabile, le banche mettono in campo gli strumenti per verificare se l'impresa merita il credito. Alla base c'è un certo grado di fiducia ma deve anche basare le valutazioni su dati precisi. La valutazione del merito creditizio che una banca fa, segue un processo standard e preciso anche a livello internazionale. Altro esempio: quando noi risparmiatori affidiamo la nostra ricchezza a qualcuno

**La funzione monetaria** può essere intesa:



- In un senso ristretto come un insieme di attività volte a consentire il regolamento degli scambi. Quando lo scopo è quello di consentire la regolazione degli scambi (transazione) entrano degli strumenti chiamati strumenti di pagamento.
- In senso più ampio: si realizza attraverso la trasmissione degli effetti di politica monetaria (manovre). Consiste nel regolare le transazioni attraverso i circuiti di pagamento, rendendo efficiente e rapido il trasferimento. Svolge quindi la funzione come mezzo di pagamento, la funzione di riserva di valore (cioè se in un dato momento ho bisogno di “parcheggiare” della liquidità la lascio in forma monetaria/liquida) e la funzione di unità di conto (riesco a prezzare dei beni e dei servizi).

Vi è una duplice tipologia di moneta:

- **Strumenti cartacei:** Moneta legale, ossia il mezzo di pagamento emesso dalla banca centrale (monete cartacee o metalliche) e ha corso legale.

- **Strumenti elettronici-carte:** Moneta fiduciaria, è uno strumento di movimento nel c/c bancario (assegni, depositi, carte di credito/debito). È alternativa ai contanti perché si ha fiducia nella solvibilità della banca. Nel caso invece di un assegno tramite canale bancario (fiducia nel caso non sia un assegno circolare c'è il rischio) si parla di moneta fiduciaria. Circola sulla base della fiducia.

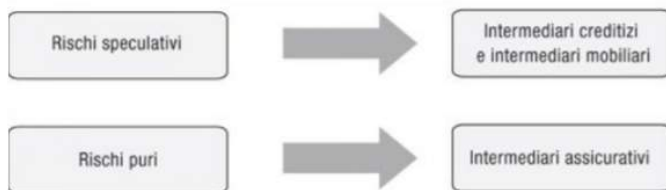
Altri strumenti: le cambiali (strumenti cartacei). Gli strumenti elettronici sono divisi in due categorie:

-tradizionali (sistemi interbancari quali il bonifico che è una scrittura contabile che movimentata un conto corrente). Altri strumenti sono la ricevuta bancaria (funge da ricevuta del pagamento di una transazione ed è movimentata da una banca tra due imprese, una creditrice e una debitrice).

-innovativi (cripto valuta come i bitcoin). Mentre il sistema delle carte di credito/di debito/ prepagate che possono essere utilizzate sia in presenza oppure non portando la carta fisicamente ma usata come collegamento (es. acquisto online).

**La gestione dei rischi:**

### La funzione di gestione dei rischi



Si cerca di ridurre l'impatto negativo di questi

eventi rischiosi (impatto esclusivamente negativo come i danni). Può anche adottare un approccio speculativo. Ogni attività comporta un rischio più o meno alto. I rischi sono diversi e possono essere:

- Rischi speculativi (o rischi simmetrici) che sono quelli che fanno riferimento ad eventi che possono avere effetti sia positivi sia negativi (ES: acquisto del titolo, col corso del tempo il valore può crescere o diminuire). Gli strumenti adottati sono le coperture, tramite gli intermediari creditizi. Altro esempio: le azioni espongono l'investitore a un rischio speculativo che è il rischio di prezzo o mercato (variazione nel mercato delle azioni). Coloro che coprono da questi rischi sono gli intermediari finanziari.

- Rischi puri: hanno una manifestazione negativa (ES: rischio di credito per le banche, rischio di incendio per le famiglie, furto ecc.). Gli strumenti adottati sono assicurativi o derivati tramite gli intermediari assicurativi (compagnie di assicurazione).

Bisogna misurare i rischi per prevenirli, non è detto poi che gli strumenti vengano utilizzati e che coprano tutto il rischio.

## La trasmissione degli impulsi della politica monetaria:

### La funzione di trasmissione degli impulsi della politica monetaria



La politica monetaria cerca di raggiungere obiettivi su variabili di natura finanziaria attraverso l'intermediazione che in questo caso è data dalle banche che a loro volta ricevono finanze dalla Banca Centrale. L'obiettivo è mantenere la stabilità dei prezzi. Si parte dall'ambito finanziario con una leva di natura monetaria. Il soggetto indicato ad attuare delle manovre finanziarie è la BCE (Banca Centrale Europea). La prima leva è quella di agire sui tassi di interesse, a cui le banche le chiedono denaro. Si classifica come un impulso di politica monetaria mentre l'obiettivo finale è di tipo economico (economia reale). Se abbassa i tassi di interesse (politica monetaria espansiva cioè alle banche costa meno prendere a prestito dalle banche BCE e lo trasferiscono sulla clientela) sia famiglie che imprese sono disposti a indebitarsi di più per consumare di più. Si ha effetto sulla domanda aggregata e quindi sull'inflazione. Nel breve termine un andamento vivace della domanda provoca un'inflazione (crescita prezzi). È essenziale che il sistema finanziario sia tranquillo (no crisi finanziarie ecc.). La BCE ha iniziato ad abbassare i tassi di interesse per cercare di sostenere l'economia e per mantenere e raggiungere il livello di prezzi prefissati.

### La struttura finanziaria dell'economia

#### • L'ARTICOLAZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

Quote di mercato in rapporto alla consistenza complessiva delle AF in Italia (%)

	1998	2007	2016	2018
Sistema bancario (1)	11,6	12,7	14,7	15,5
Fondi comuni d'investimento (2)	6,2	4,5	5,6	6,3
Assicurazioni (3)	3,1	4,4	5,8	6,0

(1) Depositi e obbligazioni  
 (2) Patrimonio netto  
 (3) Riserve ramo vita e fondi pensione

#### • IL COMPORTAMENTO DEGLI OPERATORI ECONOMICI: la determinazione dei SALDI FINANZIARI

##### A livello di singola unità economica

a. Conto economico	COSTI RISPARMIO	RICAVI
b. Stato patrimoniale	ATTIVITA' REALI ATTIVITA' FIN.	DEBITI PATRIMONIO NETTO

Il patrimonio è una "variabile stock", ossia una misura della consistenza di un fenomeno in un dato momento.

Il risparmio (S) è una "variabile flusso" e misura della variazione del patrimonio in un dato intervallo di tempo.

**La relazione tra situazione patrimoniale e fonti e impieghi di fondi**

Attività		Passività	
A fine X	A fine X+1	A fine X	A fine X+1
AR	AR*	PF	PF*
AF	AF*	PN	PN*
TA	TA*	TP	TP*

Impieghi di fondi	Fonti di fondi
Durante X+1	Durante X+1
$\Delta^+AR$	$\Delta^-AR$
$\Delta^+AF$	$\Delta^-AF$
$\Delta^-PF$	$\Delta^+PF$
Tot. impieghi	Tot. fonti

$TA + \Delta AR + \Delta AF = TP + \Delta PF + S$   
 $\Delta AR + \Delta AF = \Delta PF + S$   
 ossia (definendo  $\Delta AR = I$ )  
 $I = S + \Delta PF - \Delta AF$

AR= Attività reali

AF= attività finanziarie

PF= passività finanziarie

S= flusso di risparmio

Impieghi di fondi= impiego dei fondi finanziari (pagamento mutuo)

Passività finanziarie = ho più risorse perché mi indebito di più

I= investimenti= risparmio + debiti nuovi + variazione negativa (vendo)

Saldo finanziario risulta il risparmio (l'ammontare di risorse che un'impresa ha sostenuto i consumi e speso gli investimenti), per calcolare il saldo finanziario. Il patrimonio è una "variabile stock", ossia una misura della consistenza di un fenomeno in un dato momento. Il risparmio (S) è una "variabile flusso", ossia una misura della variazione di un fenomeno in un dato intervallo di tempo. Fondi si intende per risorse finanziarie.

**Esempio 1:** nell'anno (X+1) una famiglia ha deciso di acquistare un appartamento di valore pari a 500.000 €

Attività	
X	X+1
AR	100
AF	400
	500

Passività	
X	X+1
PF	200
PN	300
	500

Usi di fondi	
X+1	
I	500
	500

Fonti di fondi	
X+1	
$\Delta$ netto PF	150
$\Delta$ netto AF	300
S	50
	500

La condizione di equilibrio precedente può essere declinata anche come:

$$S - I = \Delta AF - \Delta PF$$

SALDO FINANZIARIO ( o Risparmio finanziario)

Il Saldo finanziario (o risparmio finanziario) misura le risorse reddituali non consumate e non investite in attività reali, che possono essere impiegate per investire in attività finanziarie e per saldare debiti finanziari. In altri termini, il SF misura l'eccesso (surplus) o il difetto (deficit) di risorse che un soggetto economico manifesta a fronte dei propri fabbisogni di investimento.

**Esempio 2: Dopo aver identificato la natura dei flussi, determinate il saldo finanziario alla fine dell'anno (X+1)**

Durante l'anno (X+1) la famiglia Rossi ha manifestato i seguenti flussi di cassa in entrata e in uscita espressi in unità di euro:

stipendio	28500
imposte	2625
accensione prestito personale	5325
acquisto automobile	23250
rimborso quota capitale annua mutuo	1650
cedola su titoli obbligazionari	1050
interessi passivi mutuo	1350
acquisto azioni	6000
consumi	7500
vendita titoli di stato	7500

stipendio	28500	Y
imposte	2625	C
accensione prestito personale	5325	delta + PF
acquisto automobile	23250	I
rimborso quota capitale annua mutuo	1650	delta - PF
cedola su titoli obbligazionari	1050	Y
interessi passivi mutuo	1350	C
acquisto azioni	6000	delta + AF
consumi	7500	C
vendita titoli di Stato	7500	delta - AF

Essendo  $SF = S - I - \text{delta AF} - \text{delta PF}$  ed essendo  $S = Y - C$ , si ha:

$$Y = 29550$$

$$C = 11475$$

quindi

$$S = 18075$$

$$I = 23250$$

$$SF = -5175 \text{ deficit finanziario}$$

**per prova**

$$\text{delta AF} = -1500$$

$$\text{delta PF} = 3675$$

$$SF = -5175$$

Per finanziare I, la famiglia Rossi ha dovuto utilizzare interamente S, ridurre le attività finanziarie e indebitarsi.  
Infatti  $(18.075 + 1.500 + 3.675) = 23.250$ , ossia l'importo necessario per acquistare l'automobile.

**Esempio 3: Dopo aver identificato la natura dei flussi, determinate l'ammontare di titoli che una famiglia ha dovuto vendere per soddisfare le proprie esigenze di investimento**

Durante l'anno (X+1) la famiglia Verdi ha manifestato i seguenti flussi di cassa in entrata e in uscita espressi in unità di euro:

stipendio	58000
imposte	2000
accensione prestito personale	5680
acquisto terreno	36000
rimborso quota capitale annua mutuo	3280
dividendi su azioni	1680
interessi passivi mutuo	2640
acquisto titoli obbligazionari	10000
consumi	30400
vendita titoli di Stato	?

stipendio	58000	Y
dividendi su azioni	1680	Y
consumi	30400	C
acquisto titoli obbligazionari	10000	delta + AF
rimborso quota capitale annua mutuo	3280	delta - PF
imposte	2000	C
interessi passivi mutuo	2640	C
acquisto terreno	36000	I
accensione prestito personale	5680	delta + PF
vendita titoli di Stato	?	delta - AF

Y	=	59680
C	=	35040

quindi

S	=	24640
I	=	36000

SF	=	-11360 deficit finanziario
----	---	----------------------------

Inoltre

delta AF	=	10000 - ?
----------	---	-----------

delta PF	=	2400
----------	---	------

Essendo SF = delta AF - delta PF

$$-11360 = 10000 - ? - 2400$$

da cui

$?$	=	18960
-----	---	-------

Perciò, delta AF	=	- 8960
------------------	---	--------

Per finanziare I, la famiglia Verdi ha dovuto utilizzare interamente S, ridurre le attività finanziarie e indebitarsi.

Infatti  $(24.640+8.960+2.400) = 36.000$ , ossia l'importo necessario per acquistare il terreno.



**Esempio 4: ricostruire la situazione patrimoniale di una famiglia a fine anno**

La situazione patrimoniale della famiglia Bianchi alla fine dell'anno X è la seguente:

	Attività		Passività
AR	48000	PF	25000
AF	17000	PN	40000
	<u>65000</u>		<u>65000</u>

Durante l'anno (X+1), i Bianchi registrano i seguenti flussi di cassa in entrata e in uscita:

stipendio	20000
imposte	600
acquisto autorimessa	16000
cedola su titoli obbligazionari	2560
interessi passivi mutuo	1160
acquisto azioni	4800
consumi	4800
vendita titoli di stato	3400
nuovi debiti	?

1) Dopo aver identificato la natura dei flussi, determinate l'ammontare delle PF a fine anno.

2) Si evidenzi la situazione patrimoniale della famiglia a fine anno.

stipendio	20000	Y
imposte	600	C
acquisto autorimessa	16000	I
cedola su titoli obbligazionari	2560	Y
interessi passivi mutuo	1160	C
acquisto azioni	4800	delta + AF
consumi	4800	C
vendita titoli di stato	3400	delta - AF
nuovi debiti	?	delta + PF

Y	=	22560
C	=	6560

quindi

S	=	16000
I	=	16000

SF	=	0
----	---	---

Inoltre

delta AF	=	1400
delta PF	=	?

Essendo SF = delta AF - delta PF

$$0 = 1400 - ?$$

da cui

$$? = 1400$$

Quindi

$$\text{PF a fine anno} = 25000 + 1400 = 26400$$

Complessivamente, la situazione patrimoniale si è modificata come segue:

Anno X				Anno X+1			
Attività		Passività		Attività		Passività	
AR	48000	PF	25000	AR*	64000	PF*	26400
AF	17000	PN	40000	AF*	18400	PN*	56000
	<u>65000</u>		<u>65000</u>		<u>82400</u>		<u>82400</u>

Usi di fondi		Fonti di fondi	
Acquisto autorimessa I	16000	ΔPF	1400
Acquisto azioni Δ AF	1400	S	16000
Vendita TdS	17400		17400
			Nuovi debiti

Slide 2 parte seconda

**A livello aggregato**

**I saldi finanziari dei settori istituzionali in Italia (% del PIL)**

Anni	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
In percentuale del PIL					
2002	7,1	-3,4	-1,6	-2,7	0,6
2004	5,8	-1,6	-2,7	-3,4	2,0
2006	2,2	-3,0	4,2	-3,3	-0,1
2008	3,3	-4,8	2,5	-2,6	1,6
2010	-1,2	-1,0	0,5	-4,1	5,8
2011	1,3	-2,0	-0,3	-3,4	4,4
2012	2,0	-1,0	0,3	-2,8	1,5
2013	1,9	-1,0	2,3	-3,1	-0,2
2014	1,7	1,8	3,3	-2,9	-3,8
2015	0,4	0,0	4,4	-2,7	-2,2
2016	1,2	1,4	3,2	-2,4	-3,4
2017	1,5	1,8	1,9	-2,3	-2,9
2018	1,0	1,4	1,4	-2,1	-1,7

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, anni vari.

I conti dei singoli soggetti economici, ai fini della contabilità nazionale, sono aggregati in classi omogenee sulla base del comportamento finanziario prevalente, ossia in termini di modalità di produzione e distribuzione del reddito, di formazione del risparmio e di detenzione di attività finanziarie. Tali classi identificano dal punto di vista finanziario i «settori istituzionali», rappresentati da famiglie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, società finanziarie, resto del mondo (o operatori non residenti).

Nella tabella sono riportati i saldi finanziari (SF) del nostro Paese per i vari settori istituzionali.

Analizziamo l'andamento di tali saldi, in percentuale del Prodotto Interno Lordo.

FAMIGLIE Si tratta dei soggetti consumatori ed enti no profit.

Esse ricevono un reddito da lavoro (stipendio) e/o da capitale (es. cedole, dividendi, su titoli che potrebbero avere in portafoglio). Le principali voci del loro conto finanziario sono costituite da reddito da lavoro – dipendente o autonomo – e dalle spese per beni di consumo, mentre la principale voce di investimento in attività reali riguarda il settore edilizio (abitazioni).

1) Tipicamente, gli investimenti in attività reali delle famiglie risultano complessivamente inferiori al volume totale di risparmio: le famiglie sono pertanto un settore tipicamente in surplus finanziario o con saldo finanziario positivo.

2) Dai dati si osserva che dal 2002 in avanti, il risparmio finanziario delle famiglie ha registrato una progressiva e consistente riduzione, passando dall'7,1 all'1 % del PIL.

Tale andamento riflette:

- la difficoltà crescente delle famiglie italiane a risparmiare, accentuata negli ultimi anni, con una propensione al risparmio in netto calo;
- l'elevata propensione all'investimento in attività reali (soprattutto abitazioni) da parte delle famiglie stesse. Naturalmente, tali andamenti sono soggetti a variazioni di breve periodo, in relazione soprattutto agli effetti che il ciclo congiunturale produce sulla dinamica del reddito disponibile e del risparmio e sull'andamento dei tassi d'interesse.

IMPRESE il settore comprende le aziende di produzione private e pubbliche che, a fini di lucro, producono beni e servizi non finanziari, destinati alla vendita. Le entrate correnti del settore sono costituite dal fatturato, mentre le uscite riguardano le spese sostenute per l'acquisizione dei fattori di produzione.

1) Il risparmio di periodo delle imprese è tipicamente insufficiente a coprire il fabbisogno finanziario generato dalla spesa per investimenti in attività reali e il settore si caratterizza per un saldo finanziario negativo e, come tale, per essere un prestatore finale di fondi.

2) L'evoluzione del disavanzo finanziario delle imprese riflette la dinamica dei margini di autofinanziamento in rapporto agli investimenti in attività reali (investimenti fissi). Dalla tabella emerge il costante deficit di questo settore registrato fino al 2013, ma anche una tendenza di lungo periodo alla sua riduzione, derivante dalla progressiva ricostituzione dei margini di autofinanziamento, che hanno consentito di finanziare in larga parte gli investimenti e quindi di ridurre il fabbisogno finanziario destinato a essere coperto attraverso il finanziamento esterno. Dal 2014, il saldo è diventato perfino positivo e pari all'1,4% del PIL nel 2018. In presenza di investimenti ancora molto contenuti e di una crescita dei prestiti ancora molto prudente, le imprese hanno soddisfatto il proprio fabbisogno attingendo in misura crescente a risorse interne (aumento del patrimonio netto, realizzato in larga parte attraverso il reinvestimento di utili).

### AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Il settore raggruppa gli operatori pubblici che producono beni e servizi non destinabili alla vendita (difesa, ordine pubblico, istruzione, previdenza...). Il saldo finanziario del settore, dato dalla differenza tra spesa pubblica (G) e l'insieme di imposte, tasse e contributi sociali (T), è di norma negativo: il settore pubblico è tipicamente un debitore finale, la cui attività istituzionale dal punto di vista finanziario comporta l'accumulazione di investimenti pubblici. Progressivamente, le manovre correttive dei conti pubblici hanno riportato il saldo sotto il 3%, soglia stabilita dagli accordi europei, mostrando una tendenza alla riduzione che lo ha portato al 2,1 % nel 2018.

## SOCIETA' FINANZIARIE

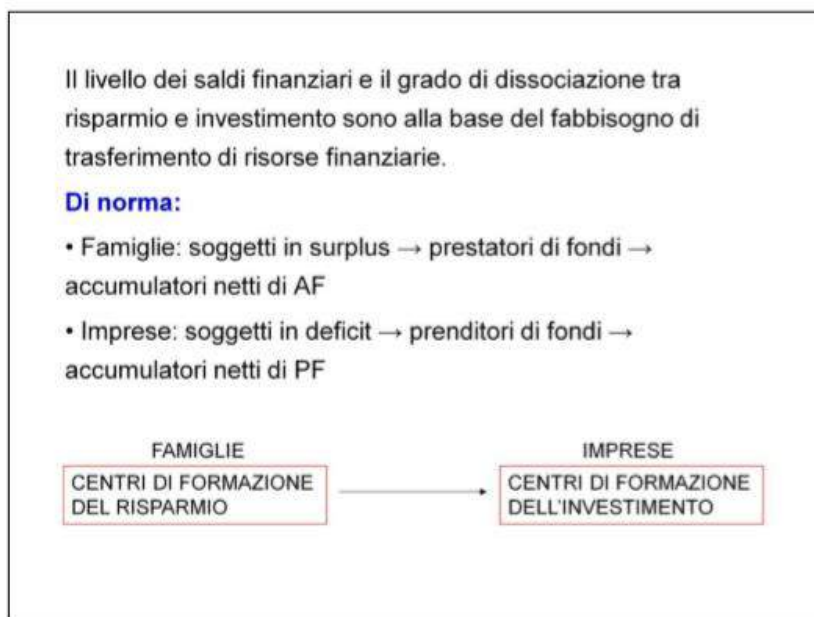
Esse soddisfano i fabbisogni finanziari degli altri soggetti del sistema. Il valore del saldo finanziario riflette quello degli altri settori, con i quali le società finanziarie intrecciano relazioni di debito e di credito.

## RESTO DEL MONDO

Il settore comprende tutti gli operatori non residenti che effettuano operazioni con le unità economiche residenti. Il saldo finanziario del resto del mondo rappresenta la contropartita della somma dei saldi dei settori interni. Se il saldo finanziario è positivo, il resto del mondo accumula attività finanziarie nei confronti del Paese (quindi è creditore netto); se negativo, il resto del mondo accumula passività finanziarie verso il Paese (quindi è debitore netto). Il resto del mondo registra posizioni di avanzo finanziario fino al 2012, ponendosi come fornitore netto di risorse per l'economia italiana. Dopo il picco registrato nel 2010 (5,8% del PIL), l'avanzo finanziario del settore estero diminuisce gradualmente, fino a diventare negativo, il che segnala un deflusso netto di risorse dalla nostra economia verso l'estero.

Dunque, dalla tavola emergono due elementi molto importanti da ricordare:

1. la capacità delle famiglie di finanziare i deficit delle imprese e dello Stato è in netta e costante diminuzione;
2. le imprese sono passate da una situazione di deficit a una di avanzo.



La classificazione delle unità in surplus o in deficit in settori istituzionali ha lo scopo di quantificare le risorse finanziarie che si formano presso le macro-classi di operatori in cui è idealmente suddiviso un sistema economico nonché il relativo fabbisogno di finanziamento. La classificazione in settori è utile per chiarire origine e destinazione delle risorse trasferite dal sistema finanziario in un certo arco temporale.

Come si è detto, le famiglie sono considerate il settore strutturalmente in avanzo finanziario (datori di fondi), le imprese produttrici e il settore pubblico sono strutturalmente in disavanzo finanziario (prenditori di fondi), gli intermediari finanziari sono in posizione pressoché neutrale, mentre il settore estero assume una posizione variabile nel tempo e tra Paesi.

In qualsiasi sistema finanziario, i datori di fondi sono disponibili ad acquisire attività

finanziarie, che costituiscono le passività finanziarie dei settori in disavanzo finanziario. Tale trasferimento avviene attraverso la negoziazione, sui mercati e nei circuiti di scambio, di contratti finanziari di varia natura, emessi direttamente dai settori prenditori di fondi, o dagli intermediari finanziari, e sottoscritti nei circuiti finanziari anche con l'ausilio di determinate tipologie di intermediari finanziari.

#### Altre determinanti del trasferimento di risorse finanziarie

- 1) funzione monetaria e funzione di gestione dei rischi;
- 2) fase del ciclo di vita;
- 3) ricomposizione del portafoglio di AF e PF.

Abbiamo visto che la funzione di trasferimento delle risorse finanziarie è giustificata dall'esistenza di un gap tra risparmio e investimento tra i settori istituzionali dell'economia. Il fatto che esistano settori tradizionalmente in deficit ( $SF < 0$ ) e settori tradizionalmente in surplus ( $SF > 0$ ), fa sì che i primi raccolgano dai secondi le risorse di cui hanno bisogno, per finanziare i propri investimenti. Il trasferimento delle risorse finanziarie dai settori in surplus ai settori in deficit avviene attraverso il sistema finanziario. In altri termini, tale trasferimento è una delle funzioni principali del sistema finanziario.

Tuttavia, vi sono ulteriori fattori alla base del trasferimento delle risorse, indipendentemente dalla relazione tra risparmio e investimento:

La funzione monetaria in senso stretto: gli operatori del sistema economico (famiglie, imprese...) hanno la necessità di effettuare il pagamento di transazioni commerciali (acquisto di beni e servizi) o finanziarie (ad es. acquisto di titoli). Il pagamento avviene attraverso il trasferimento di moneta (nelle sue diverse forme, legale o fiduciaria), quindi attraverso strumenti di pagamento offerti dal sistema finanziario.

- La funzione di gestione dei rischi: gli operatori economici, nello svolgimento delle proprie attività, sono esposti ad una serie di rischi che possono colpire la persona o i suoi beni. Per tutelarsi dalle conseguenze di tali rischi, essi possono stipulare contratti assicurativi. Di conseguenza, essi trasferiscono alla compagnia di assicurazione risorse finanziarie (pagando i premi assicurativi) e se l'evento rischioso si verifica, ricevono un indennizzo o una rendita (a seconda del tipo di contratto sottoscritto). Anche in questo caso, quindi, si produce un trasferimento di risorse finanziarie, attraverso strumenti offerti dal sistema finanziario.

- La fase del ciclo di vita. Durante la propria vita, ogni soggetto economico manifesta esigenze finanziarie diverse, a seconda della fase che attraversa. Ad esempio, un giovane che sta ancora studiando, di norma, non dispone di un reddito da lavoro (stipendio) o di un reddito da capitale (derivante da investimenti in titoli). Il suo fabbisogno è legato

prevalentemente al pagamento delle spese connesse con l'attività di studio, all'assicurazione dell'auto, al risparmio di somme di denaro relativamente limitate. Quindi, potrà utilizzare strumenti di pagamento, strumenti assicurativi e strumenti di investimento di base (ad es. deposito a risparmio in banca o postale). Quando approda al mercato del lavoro, inizia a incassare un reddito da lavoro e manifesta l'esigenza di acquistare una propria abitazione, le esigenze finanziarie della persona mutano. Quindi, potrà accendere un mutuo per l'acquisto di un immobile: si indebiterà per far fronte alle proprie esigenze di investimento. Man mano che accumula risorse, può iniziare a effettuare investimenti in titoli, o a costituirsi una pensione integrativa (attraverso un fondo pensione). In sintesi: a livello aggregato(macro-economico), abbiamo detto che le famiglie sono soggetti tradizionalmente in surplus. A livello individuale(micro), la singola famiglia può attraversare fasi della propria vita in cui è in deficit (e quindi deve indebitarsi per acquistare casa) e altre fasi in cui è in surplus (e può iniziare a allocare il proprio risparmio in investimenti finanziari).

Lo stesso vale per le imprese. A livello aggregato, le imprese sono tipicamente in deficit. Tuttavia, la loro situazione muta nelle diverse fasi del ciclo di vita. Un'impresa che ha iniziato da poco a svolgere la propria attività (startup), non riesce a finanziare i propri investimenti con risorse proprie (autofinanziamento), perché di norma, nei primi anni di attività, non incassa risorse sufficienti per coprire il proprio fabbisogno. Quindi ha bisogno di reperire risorse presso soggetti terzi (fabbisogno finanziario esterno). Un'impresa che attraversa una fase più matura, invece, può contare su incassi che ormai sono consolidati, quindi se è sana riesce a coprire con risorse proprie (utili generati con l'attività caratteristica) il proprio fabbisogno.

La ricomposizione del portafoglio di attività finanziarie e di passività finanziarie. Il trasferimento di risorse finanziarie tra i soggetti del sistema economico-finanziario è motivato anche da un'altra esigenza: modificare la composizione dei propri investimenti finanziari, o dei propri debiti finanziari. Ad esempio, una famiglia potrebbe (per vari motivi) preferire sostituire le azioni che ha in portafoglio, con un investimento meno rischioso. Quindi potrebbe vendere le azioni e con il ricavato, acquistare titoli di Stato. Le azioni che deteneva e che ha deciso di vendere, sono trasferite ad altri soggetti (che le hanno acquistate). La famiglia incassa il ricavato dalla vendita delle azioni e lo trasferisce a chi gli vende titoli di Stato.

La stessa cosa vale dal lato delle passività finanziarie. Ad esempio, un'impresa che non riceve più credito dalle banche oppure lo riceve ma pagando un tasso di interesse per lei insostenibile, potrebbe decidere di finanziarsi tramite strumenti diversi, ad esempio le obbligazioni.

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)					
Indice di base e valori percentuali					
VOCI	Composizione del totale		Pesi		
	2010	2017	2017	2010	
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Risparmi e titoli	102.421	9,9	70,1	6.754	8.148
Depositi (3)	1.027.846	97,8	29,1	23.287	28.998
Banche	1.198.877	28,8	28,8	23.885	29.290
Impianti e robe	740.724	16,0	99,0	38.874	28.290
Altre partecipazioni	428.076	10,3	99,9	-10.949	-10.911
Altre	28.763	0,7	0,7	-688	-1.907
Totali partecipazioni	766.842	7,3	0,9	-68.800	-6.554
Banche	208.188	3,2	3,0	-20.208	-19.990
Altre partecipazioni	122.567	0,8	0,9	1.761	13.690
Altre	64.074	0,8	1,0	-45.890	-17.960
Altre	85.494	1,9	0,0	-5.460	2.247
Quote di fondi comuni	488.514	10,8	91,0	68.891	1.362
Banche	271.261	0,7	0,0	6.897	-8.819
Altre	200.158	0,8	0,0	60.094	11.180
Altre partecipazioni	306.271	25,7	71,3	-68.420	-17.082
Banche	808.136	33,1	10,0	-68.997	-20.969
Altre	73.137	1,9	0,0	687	3.816
Assicurazioni, fondi pensione e SIPA	1.006.758	30,7	100,0	20.800	28.489
Altre	713.148	18,2	17,0	24.100	25.700
Altre attività ammesse dai redditi (4)	147.828	3,2	0,0	3.187	3.899
<b>Totale attività</b>	<b>4.217.890</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>66.886</b>	<b>27.479</b>

Fonte: Banca d'Italia, Previsione annuale sul 2018

A proposito della composizione delle attività finanziarie e delle passività finanziarie dei soggetti economici, vediamo insieme i dati delle slide che seguono.

In questa slide osserviamo la composizione delle attività finanziarie delle famiglie. La fonte è la relazione annuale della Banca d'Italia, pubblicata a maggio 2019, ma riferita al 2018.

La tabella distingue tra consistenze e flussi. Come avevamo anticipato, le grandezze che chiamiamo «consistenze» misurano il livello di una certa attività, alla fine di un particolare periodo. Quindi, possiamo osservare l'ammontare (in milioni di euro) di biglietti, di depositi, ecc., detenute dalle famiglie italiane alla fine del 2018 (seconda colonna da sinistra). Inoltre, possiamo notare il peso delle diverse attività, sul totale delle attività finanziarie («composizione percentuale»), per gli anni 2017 e 2018. Invece, le grandezze denominate «flussi», misurano la variazione delle diverse attività finanziarie (in milioni di euro), durante il 2017 e durante il 2018.

Cosa possiamo dedurre dai dati riportati nella tabella? Possiamo descrivere i comportamenti delle famiglie italiane in termini di composizione delle attività finanziarie detenute in portafoglio:

a) Nel 2018, un terzo delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane è sotto forma di biglietti/circolante e depositi (3,9%+29,1%). Si tratta di strumenti molto «liquidi», ossia facilmente trasformabili in liquidità (moneta). Per quanto riguarda i biglietti e il circolante, ciò è ovvio: sono già moneta liquida. Per quanto riguarda i depositi (29%), il loro elevato grado di liquidità può dipendere dal fatto di: - essere depositi con una scadenza breve. Ad esempio: quando deposito una somma in banca o in posta, posso decidere di mantenere tale somma ferma (ossia, di «vincolarla») per 1 mese, 3 mesi, 1 anno. Al giungere della scadenza, recupero tale somma (con gli interessi), quindi essa torna in forma liquida; - essere depositi «a vista». Ad esempio, il conto corrente bancario è un deposito che può essere movimentato in qualsiasi momento: la somma versata può essere utilizzata per effettuare pagamenti o può essere ritirata. Quindi, le risorse investite in strumenti altamente «liquidi» sono prontamente utilizzabili per altre finalità.

Perché le famiglie italiane detengono una quota così elevata delle proprie attività finanziarie, in strumenti altamente liquidi? Lo fanno per finalità precauzionali, per avere la «certezza» di avere a disposizione in tempi rapidi una certa somma da utilizzare per spese urgenti. La preferenza per la liquidità («flight to liquidity»), si manifesta ogni volta che le famiglie percepiscono una situazione di incertezza economica o finanziaria, quindi si cautelano mantenendo una porzione elevata di risorse prontamente utilizzabili. Oppure, in attesa di individuare opportunità di investimento altamente redditizie, «parcheggiano» una porzione delle proprie risorse, in modo che siano rapidamente disponibili per essere investite in strumenti diversi.

Notiamo che la quota delle attività finanziarie sotto forma di depositi è aumentata dal 2017 al 2018 (da 27,6% a 29,1%), soprattutto nella componente dei depositi italiani (da 26,9% a 28,4%) e in particolare, sotto forma di depositi a vista (da 16,6% a 18%).

b) Il peso dei titoli obbligazionari si è ridotto leggermente (da 7,2% a 6,9%), come conseguenza dei rendimenti estremamente bassi corrisposti su questi strumenti.

c) Per quanto riguarda i titoli azionari, relativamente più rischiosi e meno liquidi rispetto

agli altri strumenti, il loro peso complessivo è diminuito, rimanendo comunque superiore al peso dei titoli a reddito fisso.

d) I prodotti assicurativi del ramo vita e dei fondi pensione, che hanno una finalità di copertura dai rischi e previdenziale, il loro peso è salito (dal 22,7% al 23,7%) superando ampiamente quello dei titoli obbligazionari.

Credito alle famiglie consumatrici (1) (dati di fine periodo; valori percentuali e milioni di euro)						
VOCI	Variazioni su 12 mesi					Consistenze marzo 2019 (2)
	2015	2016	2017	2018	marzo 2019	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	0,4	2,0	2,3	2,6	2,6	364,650
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	5,2	8,6	9,2	8,8	8,8	105,995
Società finanziarie	-2,0	1,2	3,2	3,9	5,2	35,945
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>141,940</b>
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	1,3	-0,5	0,8	0,2	-0,1	101,455
<b>Prestiti totali</b>						
<b>Totale banche e società finanziarie</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>608,045</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I prestiti esclusivi (prestito senza termine e le differenze. I dati di marzo 2019 sono previsioni). Per la definizione delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Credito alle famiglie. - (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. - (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2018

Passando alle passività finanziarie delle famiglie italiane, notiamo che nel 2018 i debiti delle famiglie verso le banche e le società finanziarie sono cresciuti del 3,2 % (quinta colonna da sinistra, ultima riga).

In particolare, i prestiti per l'acquisto di abitazioni (mutui erogati dalle banche) hanno lievemente accelerato. La domanda è stata favorita dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse e da condizioni di offerta accomodanti (ad esempio, possibilità di passare da un mutuo a tasso variabile ad un mutuo a tasso fisso e viceversa; possibilità di trasferire il proprio mutuo da una banca all'altra).

Per quanto riguarda il credito al consumo, ci riferiamo a prodotti di finanziamento atti a soddisfare il fabbisogno finanziario delle famiglie per finalità di consumo (e non di investimento in attività reali), di importo compreso fra 200 e 75.000 euro. Il mercato del credito al consumo in Italia ha avuto due grandi fasi: la prima di grande sviluppo dagli anni 90 al 2008, la seconda di significativa contrazione fino al 2014, in cui il mercato si è ridotto di circa il 30% (rispetto al 2008). Dal 2015, in virtù della ripresa dei consumi e dell'attenuarsi della crisi, il credito ai consumatori è tornato a segnare tassi di crescita positivi e significativi. Nel 2018 il credito erogato, pur crescendo, comincia a mostrare segnali di rallentamento rispetto all'anno precedente in cui aveva registrato un incremento sensibile. Il 2018 conferma il trend positivo.

**Un confronto internazionale sulle AF e PF delle famiglie (2016)**

COMPOSIZIONE      DIMENSIONE

Composizione delle attività e delle passività finanziarie delle famiglie, 2018  
(consistenze di fine periodo)

Paesi	Circolante e depositi	Obbligazioni (pubbliche e private)	Azioni e Fondi comuni	Riserve assicurative e previdenziali	Attività finanziarie	Per memoria		
						Passività finanziarie Totale	Di cui: debiti finanziari	Ricchezza finanziaria netta
Quote percentuali sul totale						In % del PIL		
Francia	28,8	0,9	27,4	37,1	230	73	60	158
Germania	40,6	2,4	19,8	36,7	183	53	53	130
Italia	33,4	7,0	32,0	24,0	237	54	41	183
Spagna	40,9	0,8	39,4	16,6	178	65	59	113
Area euro	34,6	2,4	26,9	33,7	206	65	58	141
Regno Unito	24,6	0,3	15,7	55,6	321	94	87	227

Fonte: Eurostat.



Effettuiamo ora un rapido confronto internazionale della dimensione e della composizione delle attività finanziarie e delle passività finanziarie delle famiglie.

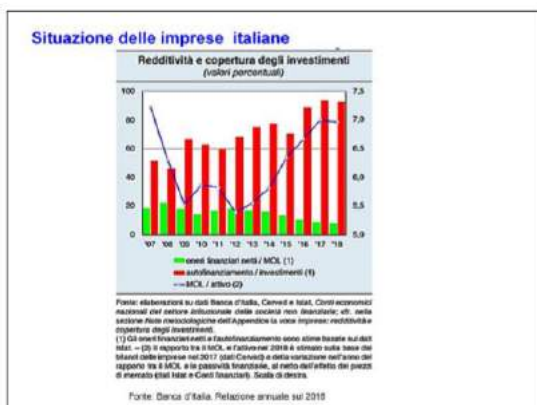
Con riferimento alla dimensione delle attività finanziarie, misurata dal rapporto tra la consistenza delle attività finanziarie e il Prodotto interno lordo (PIL), si osserva una netta distinzione tra il Regno Unito, dove il peso delle attività finanziarie è elevato (321% in rapporto al PIL, ossia circa 3,2 volte il PIL!), e l'area dell'euro, dove tale peso risulta molto più contenuto (2,06 volte). All'interno dell'area dell'euro, l'Italia registra una dimensione più ampia (2,37 volte) soprattutto rispetto a Germania (1,83 volte) e Spagna (1,78 volte). Il nostro Paese si colloca quindi in una posizione intermedia tra il Regno Unito da un lato e i principali Paesi dell'area dell'euro dall'altro lato.

In merito alla composizione delle attività finanziarie, rispetto all'area dell'euro, le famiglie italiane detengono una quota superiore di obbligazioni (7% contro 2,4% dell'area dell'euro) e una percentuale più elevata di quote di fondi comuni, di azioni e di partecipazioni (32% contro 26,8% dell'area dell'euro) a fronte di un peso molto più contenuto di investimenti in fondi pensione e prodotti assicurativi (24% contro 33,7% dell'area dell'euro). Tale peso appare assolutamente esiguo, come del resto quello dell'area dell'euro, se confrontato con la situazione del Regno Unito, dove gli investimenti in fondi pensione e prodotti assicurativi rappresentano più della metà della consistenza delle attività finanziarie delle famiglie (55,6%).

Riguardo alle passività finanziarie, considerando solo la componente dei debiti finanziari, l'incidenza rispetto al PIL in Italia è pari, a fine 2018, al 41%. Quest'ultimo valore rimane tuttavia inferiore a quello osservabile sia nei principali Paesi dell'area dell'euro (60% in Francia, 53% in Germania, 59% in Spagna), sia, soprattutto, nel Regno Unito (87%). Il minor grado di indebitamento costituisce quindi un ulteriore tratto distintivo del comportamento finanziario delle famiglie del nostro Paese.

Quanto alla composizione delle passività, il debito delle famiglie italiane è formato per oltre il 70% da debiti a medio e lungo termine, in larga misura nei confronti delle banche per l'acquisto di abitazioni.

La differenza tra la consistenza delle attività finanziarie e quella delle passività finanziarie (in % del PIL) misura la ricchezza finanziaria netta. Alla fine del 2018, la ricchezza finanziaria netta delle nostre famiglie era pari a 1,83 volte il PIL. Si tratta di un valore superiore alla media dell'area dell'euro (1,41 volte) anche se inferiore a quello del Regno Unito (2,27 volte).

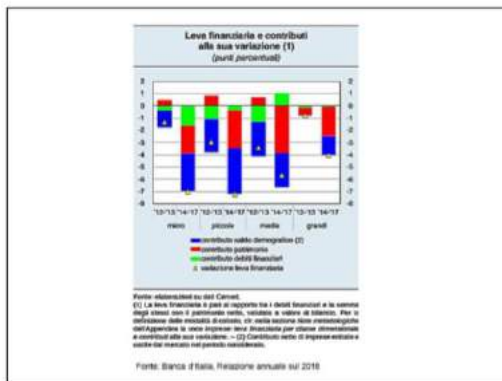


Passiamo alla situazione delle imprese italiane.

Con il rallentamento ciclico dell'economia, nel 2018 si è interrotta la crescita della redditività delle imprese (linea blu). Il margine operativo lordo (MOL), che misura la redditività generata dall'attività caratteristica delle imprese, è rimasto pressoché invariato dopo il sostenuto aumento del biennio precedente (6 % in media); in rapporto all'attivo, è stabile al 7%, un livello di poco inferiore a quello osservato prima della crisi finanziaria.

Gli oneri finanziari in rapporto al MOL (quanta parte del MOL è erosa dal pagamento degli interessi passivi) hanno continuato a diminuire, soprattutto in ragione del calo in media d'anno dei tassi di interesse.

Nel corso del tempo, ancorché con qualche oscillazione, è cresciuta la capacità delle imprese italiane di coprire il fabbisogno finanziario legato agli investimenti, con risorse generate internamente (autofinanziamento) anziché con risorse raccolte presso terzi. Ciò anche a causa di un rallentamento degli investimenti. Nel 2018, tale capacità di copertura del fabbisogno finanziario si è leggermente ridotta, a causa del rallentamento congiunturale di cui si è detto sopra.



Osserviamo ora qualche dato relativo all'indebitamento delle imprese. La «leva finanziaria» è un indicatore che misura il grado di indebitamento ed è calcolata come rapporto tra i debiti finanziari delle imprese e la somma dei debiti stessi con il patrimonio netto contabile.

Nel grafico, osserviamo come è variata la leva finanziaria tra il 2012-2013 e il 2014-2017, distinguendo tra imprese micro, piccole, medie e grandi. Notiamo che in tutti i casi suddetti, la leva finanziaria è scesa, quindi il grado di indebitamento delle imprese è diminuito (cause: da un lato, minore credito bancario erogato alle imprese più rischiose; dall'altro, minore domanda di prestiti per investimenti, da parte delle imprese).

Il grafico mostra anche il contributo di diversi fattori alla diminuzione della leva finanziaria:

a) Per le imprese di ogni dimensione, tra il 2014 e il 2017, durante la ripresa ciclica, si è verificato un aumento del patrimonio netto (soprattutto legato al reinvestimento dei maggiori utili conseguiti), che ha contribuito negativamente alla leva finanziaria (ha contribuito a farla diminuire). Se il patrimonio netto aumenta, infatti, il grado di indebitamento diminuisce. Inoltre, durante quel periodo sono stati potenziati alcuni incentivi fiscali (es. Aiuto alla crescita economica), volti a favorire la patrimonializzazione delle imprese.

b) Per le imprese di minore dimensione (micro e piccole) e le grandi, si è verificata una diminuzione dei debiti finanziari, che ha contribuito negativamente alla leva finanziaria (ha

contribuito a farla diminuire). Se i debiti finanziari diminuiscono, infatti, il grado di indebitamento diminuisce. Invece, le imprese medie hanno aumentato i propri debiti finanziari nel 2014-2017.

c) Osserviamo che anche il «saldo demografico» tra imprese entrate e imprese uscite dal mercato, ha contribuito a far diminuire la leva finanziaria osservata a livello macro: le imprese molto indebitate che sono uscite dal mercato, sono state più di quelle entrate.

VOG	Credito alle imprese (1)					Composizione dicembre 2018 (2)
	Variazioni sul 12 mesi					
	2013	2016	2017	2018	marzo 2019	
<b>Banche</b>						
<b>Attività economica</b>	1,7	-0,6	2,8	2,4	5,4	22,4
Manifattura	-2,8	-0,2	-0,5	-2,8	-0,5	12,8
Costruzioni	0,2	2,4	1,7	4,8	1,8	28,8
Altre attività immobiliari	-1,9	1,8	-1,1	-4,8	-4,8	10,8
Altre	-4,6	-1,8	-0,8	-2,9	-4,4	9,2
<b>Dimensione</b>						
Imprese piccole (3)	-2,8	-0,1	-0,8	-1,1	-0,3	16,4
Imprese medio-grandi	-0,8	0,7	0,5	1,8	-0,5	74,9
<b>Totale</b>	-0,7	0,2	0,8	1,5	-0,7	91,4
<b>Società finanziarie</b>						
Leasing	-3,8	-2,7	-4,0	-0,5	-3,9	8,8
Factoring	-4,2	11,8	-4,8	0,8	10,2	2,8
Altri finanziamenti	-13,8	-4,6	7,5	1,7	10,2	0,4
<b>Totale</b>	-2,7	8,8	-1,3	0,3	0,8	8,8
<b>Totale</b>	-0,8	0,2	0,1	1,8	-0,6	100,0

(1) Dati di riferimento al credito alle imprese (con esclusione a parte finanziarie) - dati di marzo 2019 (non disponibili) - che la differenza di valore tra il credito alle imprese (VOG) e il credito alle imprese (VOG) è pari a zero. (2) Dati di riferimento al credito alle imprese (con esclusione a parte finanziarie) - dati di dicembre 2018. (3) Imprese con fatturato inferiore a 10 milioni di euro, imprese a medio-grandi con fatturato superiore a 10 milioni di euro e imprese con fatturato superiore a 100 milioni di euro.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2018

Nel 2018 i debiti verso le banche e le società finanziarie sono aumentati dell'1,0 % (quinta colonna da sinistra, ultima riga), il valore più elevato dall'inizio del 2012. Nella seconda parte dell'anno, con il rallentamento congiunturale e le tensioni sui mercati finanziari, la crescita dei prestiti si è progressivamente indebolita per il calo della domanda e per l'adozione di politiche di offerta più prudenti da parte delle banche. I risultati dell'indagine Invind (Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-imprese>) mostrano che la quota di aziende che hanno dichiarato di non avere ricevuto i finanziamenti richiesti, è aumentata, in particolare tra quelle più piccole con bilanci vulnerabili.

Osservando i prestiti bancari a seconda della dimensione delle imprese che li hanno ricevuti, vediamo che la maggior parte dei prestiti è destinata alle imprese medio-grandi (74,9%, come si nota nella colonna «composizione a dicembre 2018»). Inoltre, la variazione annua dei prestiti alle imprese piccole è negativa, in tutti gli anni considerati nella tabella.

L'andamento dei prestiti è differente anche nei diversi settori economici (variazione sempre positiva nel settore dei servizi e quasi sempre positiva nel settore manifatturiero; variazione sempre negativa nel settore delle costruzioni e quasi sempre negativa nel settore immobiliare).

Nei primi mesi del 2019 (dati a marzo) i prestiti ricevuti dalle banche (che rappresentano il 91,4% del totale, come si nota nella colonna «composizione a dicembre 2018») sono tornati a ridursi (-0,7%).

Relativamente i prestiti da parte di società finanziarie specializzate (ad es. società di leasing, di factoring), osserviamo un andamento negativo del leasing, che è destinato a finanziare il fabbisogno legato ad investimenti in immobilizzazioni materiali (soprattutto impianti e macchinari). Un trend positivo riguarda invece il factoring, che è destinato a finanziare il fabbisogno finanziario di breve termine delle imprese (ad es. acquisto di materie prime; pagamento dei fornitori; gestione dello squilibrio temporale tra vendita dei beni ed incasso dai clienti).

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOG	Consistenza di fine periodo		Flussi		
	2018	Composizione percentuale 2017 - 2018	2017	2018	
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi	380.778	18,7	19,5	28.559	17.037
Titoli	58.714	3,5	3,2	-2.616	-3.864
di cui: pubblici italiani	47.612	2,9	2,6	1.537	-2.281
Azioni e partecipazioni	683.993	37,9	30,9	36.983	35.410
Crediti commerciali	619.686	33,1	33,5	72.948	11.021
Altre attività (2)	129.266	6,8	7,0	-4.305	991
<b>Totale attività</b>	<b>1.852.447</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>132.448</b>	<b>60.595</b>
di cui: sull'estero	521.873	28,7	28,2	20.072	35.606

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2018

Con riferimento alle attività finanziarie delle imprese, notiamo:

- La tendenza al mantenimento di ampie disponibilità liquide (biglietti e depositi): - Le grandi imprese hanno aspettative di maggiori investimenti futuri - Le piccole e medie imprese preferiscono tenere risorse in cassa o presso le banche, in attesa di individuare alternative migliori di investimento
- Un terzo delle attività delle imprese è rappresentato da crediti commerciali, ossia da crediti verso clienti (sono risorse relative a beni e servizi venduti, ma non ancora incassate perché le imprese concedono dilazioni di pagamento ai propri clienti)
- Oltre un terzo delle imprese detiene azioni e partecipazioni in altre imprese. La finalità può essere speculativa (ricavare guadagni dalla vendita di tali azioni, dopo un determinato periodo di tempo), oppure strategica (ad esempio: un'impresa italiana che intende espandere negli USA la propria attività, può scegliere di acquisire una quota del capitale di un'altra impresa che già opera negli USA. In tal caso, la partecipazione non sarà venduta a breve termine, a meno che la prima impresa non decida di ritirarsi dal mercato statunitense oppure di acquisire un altro operatore).

### Un confronto internazionale sulle PF delle imprese (2018)

Paesi	Titoli	Prestiti	Azioni	Altre passività
	Quote percentuali sul totale			
Francia	5,6	24,7	61,2	8,5
Germania	3,1	28,7	44,3	23,9
Italia	4,1	28,8	46,6	20,6
Spagna	1,2	29,0	57,8	12,0
Area euro	3,8	29,8	52,9	13,5
Regno Unito	7,1	24,6	49,8	18,5

Fonte: Eurostat

Osserviamo le passività finanziarie delle imprese nel confronto internazionale:

- alla fine del 2018, in Italia il peso dei prestiti (28,8%) è quasi allineato con quello dell'area dell'euro (29,8%), ma risulta superiore al peso riscontrabile in Francia (24,7%) e nel Regno Unito (24,6%);
- il finanziamento tramite titoli obbligazionari («titoli» nella tabella), in Italia così come nell'area dell'euro, riveste un ruolo inferiore rispetto al Regno Unito;

- alla fine del 2018 in Italia il peso delle azioni e partecipazioni risulta inferiore a quello dell'area dell'euro (46,6% vs. 52,9%) e del Regno Unito.

Per quanto riguarda l'ultimo aspetto, nel nostro Paese è ancora esiguo il numero delle società quotate sui mercati finanziari rispetto a quello delle società che potenzialmente potrebbero accedere alla quotazione. Per quanto riguarda la composizione del nostro mercato azionario, si osserva una forte incidenza delle imprese operanti nel settore finanziario. Oltre la metà del valore dei titoli scambiati («capitalizzazione») è relativa a poche grandi imprese petrolifere o di servizi di pubblica utilità, mentre rimane

molto contenuto il peso di imprese innovative, operanti nei settori delle alte tecnologie, farmaceutico e informatico.

### Organizzazione degli scambi nel sistema finanziario



Per soddisfare le proprie esigenze di investimento e di finanziamento, gli operatori economici si scambiano risorse finanziarie attraverso i c.d. Circuiti finanziari. Essi possono assumere diverse forme.

In primo luogo, i circuiti finanziari si distinguono in:

- Circuito diretto
- Circuito indiretto.

La tipologia di circuito influisce sulle caratteristiche degli strumenti finanziari che circolano sul circuito stesso, nonché sulle modalità con cui avviene lo scambio di risorse.

Nel circuito diretto, si produce uno scambio per effetto del quale il fornitore di fondi acquisisce strumenti finanziari (tipicamente azioni o obbligazioni) emessi dall'utilizzatore («emittente») e quest'ultimo riceve risorse finanziarie dal primo. Utilizzatori e fornitori di fondi negoziano direttamente fra loro le condizioni dello scambio.

Maggiore è il numero di investitori che sottoscrive gli strumenti, maggiore è l'ammontare di risorse che l'emittente raccoglie. Per poter essere sottoscritti da una vasta platea di

investitori, tali strumenti devono avere caratteristiche molto standardizzate, che sono stabilite dagli emittenti coerentemente con le proprie esigenze di finanziamento. Ad esempio, nel caso siano emessi titoli obbligazionari: - decidendo l'ammontare di risorse che è necessario raccogliere per soddisfare il proprio fabbisogno, l'emittente stabilisce il cosiddetto «importo in emissione»; - stabilendo per quanto tempo intende mantenere le risorse presso di sé, l'emittente decide la «scadenza» dello strumento; - determinando il costo che è disposto a sostenere per finanziarsi, l'emittente determina l'interesse periodico («cedola») da corrispondere agli investitori.

I fornitori di fondi scelgono gli strumenti a seconda che le caratteristiche degli stessi siano adatte alle loro esigenze di investimento.

Il circuito diretto può assumere una duplice forma: - autonomo: si verifica ad esempio quando una famiglia acquista o vende azioni o obbligazioni tramite home banking. L'home banking rappresenta una mera infrastruttura tecnica che rende possibile il trasferimento di risorse, ma la banca che fornisce il servizio non interviene in alcun modo nella determinazione delle condizioni dello scambio di risorse tra impresa e famiglia. - assistito: ad esempio, quando un'impresa decide di collocare titoli per la prima volta sul mercato finanziario, è assistita da un certo numero di intermediari finanziari che la aiutano a progettare l'operazione di emissione e a raccogliere le sottoscrizioni dagli investitori. Senza l'intervento di tali intermediari, il collocamento non potrebbe avere luogo. Di fatto, gli intermediari svolgono un servizio di ricerca della controparte: aiutano l'impresa a trovare il maggior numero di investitori. Il circuito diretto assistito si realizza anche quando una famiglia affida il proprio patrimonio ad un intermediario finanziario, affinché lo gestisca.

L'intermediario investe tale patrimonio in titoli di diverso tipo, ma agisce per conto del cliente: il patrimonio gestito resta di proprietà dell'investitore e i guadagni/le perdite realizzate sugli investimenti non hanno un impatto sull'intermediario, ma solo sul patrimonio dell'investitore. Anche in questo caso, l'intermediario offre un servizio, aiuta l'investitore nella gestione del patrimonio, scegliendo i titoli in cui investire, secondo le esigenze dell'investitore stesso. Quando opera sul circuito diretto, l'intermediario agisce per conto del cliente e svolge il ruolo di «mediatore».

Il circuito diretto si concretizza negli scambi che avvengono nei mercati finanziari (o mercati mobiliari, ossia sui mercati nei quali circolano i valori mobiliari, i titoli). I mercati mobiliari sono definiti: - primari: dove si svolgono le emissioni di titoli per la prima volta e i titoli sono collocati presso i sottoscrittori - secondari: dove si concludono le operazioni di acquisto e di vendita di strumenti finanziari già in circolazione. Tale distinzione è ripresa in una delle slide successive.

A differenza di quanto abbiamo visto finora, nel circuito indiretto i due operatori finali (utilizzatori e fornitori di fondi) non sono controparti dirette dello scambio finanziario, perché fra loro si interpone un operatore specializzato, che funge da «intermediario finanziario» in senso stretto. Quest'ultimo partecipa allo scambio e in particolare:

- l'utilizzatore emette strumenti finanziari per raccogliere risorse
- tali strumenti sono sottoscritti dall'intermediario finanziario
- l'utilizzatore riceve risorse finanziarie dall'intermediario finanziario
- l'intermediario finanziario a sua volta emette strumenti finanziari