

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI, prof Querci (2018/2019)

1. LA FUNZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO, LA STRUTTURA FINANZIARIA, LE TIPOLOGIE DI INTERMEDIARI FINANZIARI.

- Identificare gli attori del sistema finanziario
- Comprendere le funzioni del sistema finanziario
- Descrivere la struttura finanziaria del sistema economico
- Illustrare le scelte finanziarie delle famiglie e delle imprese italiane
- Descrivere le tipologie di circuiti finanziari
- Illustrare il ruolo degli intermediari finanziari
- Identificare le tipologie di intermediari finanziari

Gli intermediari finanziari sono solo una parte del sistema finanziario, una componente dell'intero sistema. SISTEMA FINANZIARIO: organizzazione di entità, organismi, soggetti che operano in modo coordinato ed hanno relazioni di natura monetaria; insieme degli organismi che operano in modo coordinato legati da relazioni di natura monetaria e finanziaria. Es. rapporti di credito, di debito, rapporti di mero servizio, rapporto di partecipazione (acquisto di titoli azionari).

3 componenti principali del sistema economico:

- Intermediari finanziari → producono strumenti finanziari
- Strumenti finanziari → contratti che veicolano il denaro nell'ambito del sistema finanziario ed economico
- Mercati finanziari → gli intermediari finanziari fanno circolare gli strumenti nei mercati finanziari.

Gli intermediari finanziari sono soggetti che offrono strumenti e servizi per apportare alcuni vantaggi al sistema economico, il sistema finanziario non è fine a se stesso.

Il sistema finanziario ha una funzione di interesse pubblico poiché svolge attività di cui deve beneficiare il sistema economico. Il valore delle attività finanziarie è un multiplo del valore delle attività economiche di un paese. Rapporto tra le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane e il PIL italiano → valore prossimo al 191% ciò fa capire come sia fondamentale il ruolo dell'autorità di vigilanza nel garantire il buon funzionamento del sistema finanziario, se il sistema finanziario va in crisi, a catena, con un effetto contagio va in crisi il sistema economico. È importante che gli intermediari singolarmente agiscano bene. Il sistema finanziario è quello più vigilato in assoluto, i risparmiatori sono i contraenti deboli, coloro che hanno minori informazioni.

La vigilanza sul sistema finanziario italiano fino al 1990 era rigidissimo poi in seguito a normative europee il sistema ha iniziato a subire una deregolamentazione cioè si è passati da una vigilanza prescrittiva a una vigilanza per principi. Gli effetti non si sono fatti attendere, con la crisi finanziaria del 2007-2008, effetti sull'architettura della vigilanza sul sistema finanziario, si è tornati di nuovo a un sistema di vigilanza molto rigido, molto stringente.

Funzioni del sistema finanziario

- Allocativa
- Monetaria
- Gestione dei rischi
- Trasmissione della politica economica all'economia reale

- Funzione allocativa:

ha la funzione di rispondere ad esigenze manifestate da operatori del sistema economico, di due tipi: esigenze di investimento e esigenze di finanziamento. L'esigenza di investimento è avvertita da imprese e famiglie; non è detto che questo fabbisogno sia seguito da risorse finanziarie sufficienti per sostenerlo perciò si può chiedere all'esterno. Ci sono invece soggetti che a fronte di un fabbisogno di investimento, hanno un surplus di risorse e quindi hanno esigenze di finanziamento. Nell'ambito del sistema finanziario si deve quindi differenziare fra soggetti in deficit finanziario e in surplus finanziario. Allocazione di risorse finanziarie, trasferimento da soggetti in surplus a soggetti in deficit. Vi sono due modalità di allocazione:

- Modalità dei mercati finanziari
- Modalità degli intermediari finanziari

Es. supponiamo che una famiglia abbia un surplus di risorse; può tenerle o prestarle alla banca. La banca è un intermediario finanziario che raccoglie risorse dal soggetto in surplus e presta queste risorse ai soggetti in deficit.

La banca è un intermediario finanziario poiché si frappone tra le due categorie di soggetti. Le risorse che raccoglie da soggetti in surplus (passività) le presta a soggetti in deficit (attività) diventa creditrice nei confronti dell'impresa e ciò implica sopportare il rischio che l'impresa non riesca a restituire il prestito, sopporta il rischio dell'operazione.

Es. supponiamo che un'impresa preferisca quotarsi piuttosto che chiedere un prestito alla banca. Vantaggio: l'importo del finanziamento per quanto sia grande la banca non potrà soddisfare un fabbisogno enorme, la banca non può erogare credito sopra un certo importo ad un'unica impresa per evitare il rischio di concentrazione. Un altro vantaggio della quotazione di un'impresa è la risonanza che ha l'operazione di collocamento dei titoli sul mercato. Inoltre l'impresa che si quota viene percepita come più affidabile. Un'azienda che si quota ha bisogno degli intermediari finanziari per collocare i suoi titoli ma l'intermediario non assume nessuna azione in proprio, non acquista i titoli, la propone sul mercato, la presenta, colloca i titoli. Nell'operazione di quotazione in borsa il rischio è totalmente in capo agli investitori che sottoscrivono i titoli, l'intermediario corre solamente il rischio reputazionale.

La funzione allocativa è la principale funzione svolta dal sistema finanziario ed è proprio qui che l'autorità di vigilanza svolge in modo più importante il suo controllo → verifica l'efficienza allocativa, ovvero che il denaro dei soggetti in surplus sia prestato ai soggetti più meritevoli, che siano in grado di ripagare il debito.

Es. quando si ha un'idea innovativa (start up) come prima cosa devo verificare che sia davvero innovativa, fase pre-seed (fase embrionale), si ha un'intuizione, spese da anticipare senza che vi sia ancora un progetto imprenditoriale, senza che vi sia un ricavo perché non vi è ancora impresa. Se il denaro non si ha, lo si deve chiedere a qualcuno, (non alla banca poiché non c'è un flusso di cassa prospettico, non c'è ancora un progetto avviato), lo si può chiedere ad esempio a parenti e amici definiti angeli del business, canale parallelo, informale, sta prendendo sempre più campo. Canale di soggetti finanziatori che non vediamo rappresentato perché parallelo, informale, non regolamentato.

- Funzione monetaria:

origina da un bisogno di trasferimento di risorse finanziarie, l'obiettivo è regolare le transazioni, funzione monetaria espletata dal sistema di pagamenti, insieme di circuiti che rendono efficienti e rapidi i trasferimenti di moneta tra soggetti che regolano transazioni non solo commerciali ma anche finanziarie.

Ci sono 2 tipologie di moneta:

- Moneta legale → mezzo di pagamento, viene emessa dalla BCE, circola attraverso biglietti e moneta metallica, non si distingue fra mezzo e strumento di pagamento.

- Moneta fiduciaria → emessa dalle banche, il conto corrente non è uno strumento di investimento, è uno strumento di pagamento, è moneta fiduciaria. Si deposita denaro sul conto corrente e si può movimentare questo denaro con bonifici, giroconti, carte di pagamento, con tutta una serie di operazioni denominate operazioni di moneta fiduciaria o bancaria. Si chiama moneta fiduciaria poiché i correntisti hanno fiducia nel fatto che il sistema bancario rimanga stabile, sia garantita la copertura dei conti.

Le funzioni tipiche della moneta: consente di regolare gli scambi in modo rapido ed efficiente, condiviso.

- Funzione di gestione dei rischi:

gestione dei rischi aziendali e gestione dei rischi degli intermediari finanziari. Rischi speculativi e rischi puri.

- Rischi speculativi → fanno riferimento ad eventi che possono avere risultati positivi o negativi. Ad esempio se si acquista un titolo, il rischio di variazione del valore del titolo è un rischio speculativo.
- Rischi puri → eventi la cui manifestazione porta esclusivamente a danni (es. rischio di credito per una banca è un rischio puro, può avere solo un'accezione negativa, per una famiglia un esempio può essere il rischio di incendio).

Gli strumenti derivati possono coprire sia rischi speculativi che rischi puri.

La gestione dei rischi viene dopo la loro misurazione cioè un soggetto che pensa di essere esposto a un rischio prima di decidere di gestire questo rischio deve capire quanto è esposto. Se è esposto in maniera limitata e pensa tutto sommato di poter sopportare le perdite eventuali può decidere di non acquistare derivati, di non assicurarsi; se invece non ha risorse sufficienti a coprire le eventuali perdite si copre dal rischio. Non è detto che la copertura funzioni poiché non è detto che l'evento si verifichi, è possibile che una persona paghi il premio assicurativo e la copertura non diventi mai efficace. Ci sono strumenti derivati che pur nascendo con una funzione di copertura hanno in realtà una natura fortemente speculativa.

- Funzione di trasmissione degli impulsi della politica monetaria:

la politica monetaria è uno degli strumenti di politica economica che ha come obiettivo il mantenimento della stabilità dei prezzi, il controllo dell'andamento del tasso di inflazione che deve rimanere in ambito europeo intorno al 2%.

Per raggiungere questo obiettivo finale che è un obiettivo che ha a che vedere con l'economia reale, con il prezzo di beni e servizi, la politica monetaria parte da un ambito puramente finanziario; vuole raggiungere un obiettivo di tipo economico (la stabilità dei prezzi dei beni e servizi prodotti nel sistema) con una leva (la politica) che ha una natura monetaria. La BCE attua la politica monetaria, è il soggetto che controlla la stabilità dei prezzi. Per raggiungere questo obiettivo economico manovra delle variabili di tipo finanziario e in particolare manovra dei tassi di interesse facendo in modo che modificando al rialzo o al ribasso i tassi di interesse lungo tutto un percorso che può durare anche sei mesi si producano degli effetti che passano dalla BCE attraverso il sistema finanziario e arrivano al sistema economico; toccando un particolare tipo di tassi di interesse, la BCE riesce a trasmettere questa manovra al sistema finanziario e per loro tramite al sistema economico (famiglie e imprese).

Struttura finanziaria dell'economia

Introduciamo un indicatore che ci descrive l'articolazione del sistema finanziario dal punto di vista della quota di mercato che i diversi intermediari hanno nel loro comparto di attività. Osserviamo dati resi disponibili dalla relazione annuale della banca d'Italia. L'indicatore che andiamo a osservare misura il rapporto della consistenza delle attività finanziarie gestite dai diversi tipi di intermediario rispetto alle attività finanziarie che circolano nel nostro paese. Tre comparti di attività: bancario, fondi comuni di investimento e quello delle assicurazioni. Notiamo subito che la somma non fa 100 quindi capiamo che pur in presenza di

tre comparti che gestiscono una certa quota di mercato c'è un'elevata frammentazione tutto il resto che non è rappresentato qui è gestito da operatori anche economici o altri intermediari finanziari che non operano in quel settore. Per quanto riguarda il sistema bancario le attività finanziarie sono rappresentate da depositi e obbligazioni ovvero stiamo considerando attività in senso lato, strumenti finanziari. Il peso del sistema bancario è quello preminente rispetto agli altri due e notiamo anche che dal 1998 a circa oggi il peso del sistema bancario è cresciuto sempre di più.

Il peso dei fondi comuni di investimento è sceso dal 1998 al 2007, per poi crescere e stabilizzarsi intorno al 2015/2016 sul 5,6% nettamente inferiore rispetto alle quote di mercato che possiamo ascrivere alle banche. I fondi comuni di investimento sono una forma del risparmio gestito, si tratta di un veicolo attraverso il quale il risparmio degli investitori viene raccolto in un unico patrimonio che poi viene investito in titoli di diverso tipo. Il peso dei fondi comuni può essere influenzato non solo dalle preferenze degli investitori ma anche dal valore assunto dai titoli in cui questo patrimonio fondo comune è investito. Le statistiche della banca d'Italia rappresentano in modo separato il peso sistema bancario e il peso dei fondi comuni ma la gestione dei fondi comuni di investimento è effettuata dalle società di gestione del risparmio (SGR) che sono di proprietà prevalentemente bancaria.

Nel comparto assicurativo assistiamo a una crescita costante del peso, in questo caso stiamo considerando non solo le riserve ramo vita ma anche i fondi pensione. Anche nel comparto assicurativo dobbiamo rilevare la presenza delle banche poiché i grandi gruppi bancari hanno al loro interno compagnie di assicurazione quindi di fatto a livello di gruppo di imprese la banca controlla la maggior parte delle attività intermedie nel sistema finanziario stesso. Questo soprattutto in Italia è detto infatti sistema banco centrico. Le banche in sé non possono svolgere direttamente l'attività di gestione di fondi comuni né l'attività assicurativa; possono farlo se costituiscono al loro interno una compagnia giuridicamente separata che si occupi di queste attività. La regolamentazione prevede per evitare che a carico delle banche commerciali ci sia una concentrazione eccessiva di rischi prevede una separazione dal punto di vista giuridico e anche economico delle società e delle compagnie che svolgono attività bancarie in senso stretto, attività di gestione collettiva del risparmio e attività assicurativa. Questa tabella ci dà una fotografia del fatto che il nostro sistema è banco centrico il peso preminente nella gestione delle attività finanziarie lo hanno le banche.

Un altro indicatore importante per leggere la struttura dell'economia è il SALDO FINANZIARIO, indicatore che viene normalmente considerato per valutare il risparmio finanziario dei diversi operatori dell'economia, come varia la ricchezza finanziaria delle famiglie, delle imprese, della pubblica amministrazione nel corso del tempo. Per arrivare a definire il saldo finanziario partiamo dalla definizione che possiamo dare di soggetto economico/unità economica. L'unità economica è un soggetto, una certa categoria di soggetti, che ha la disponibilità di risorse e ha un certo grado di autonomia nella allocazione di queste risorse.

Es. Una famiglia anche se non redige uno SP e un CE ha comunque delle entrate ha delle uscite correnti e ha delle esigenze di investimento, di finanziamento, ha quindi una certa disponibilità di risorse ed è autonoma nel modo in cui le gestisce. Possiamo pensare a una singola unità economica che deve gestire per un certo periodo di tempo un equilibrio fra le sue entrate e le sue uscite, questo equilibrio possiamo misurarlo con un CE stilizzato che vede chiaramente che l'equilibrio viene raggiunto se tra le entrate e le uscite residua un risparmio, un certo ammontare di risorse che residuano dall'ammontare che questa unità economica ha. I ricavi per una famiglia possono dipendere dallo stipendio ma anche da investimenti di tipo finanziario. La famiglia ha però anche delle uscite legate innanzi tutto ai consumi e se i ricavi superano i costi la famiglia riesce ad avere un residuo che è noto come risparmio, (risorse non consumate che vanno a incrementare la ricchezza della famiglia). Da un anno all'altro ci può essere un certo flusso di risparmio, risorse che la famiglia residua e questo risparmio va a incrementare la ricchezza della famiglia. Quindi noi vediamo che c'è un certo legame tra il CE che ci dà idea di quello che è il flusso di risorse risparmiate in un periodo e quello che è lo stock di ricchezza, il livello di ricchezza della famiglia ad una determinata data.

Lo stock di ricchezza è rappresentato nello SP, che ha dal lato dell'attivo investimenti in attività reali (es appartamenti, nel caso delle imprese: edifici, macchinari, scorte) e attività finanziarie (es titoli, partecipazioni); dal lato del passivo abbiamo debiti (che possono essere variamente articolati nel caso delle imprese es commerciali, finanziari) e lo stock di ricchezza che è misurato dalla differenza tra attività e passività ed è alimentato periodicamente da flusso di risparmi.

Questo discorso ci permette di introdurre due concetti che sono quelli di variabile stock e variabile flusso. Mentre il risparmio è una variabile flusso perché misura la variazione periodale della ricchezza, quindi è un flusso di nuova ricchezza prodotta periodicamente; il patrimonio è una variabile stock cioè una variabile che misura il livello raggiunto dalla ricchezza patrimoniale ad una certa data.

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

A livello di singola unità economica

a. Conto economico	<table border="1"> <tr> <td>COSTI</td> <td>RICAVI</td> </tr> <tr> <td>RISPARMIO</td> <td></td> </tr> </table>	COSTI	RICAVI	RISPARMIO	
COSTI	RICAVI				
RISPARMIO					
b. Stato patrimoniale	<table border="1"> <tr> <td>ATTIVITA' REALI</td> <td>DEBITI</td> </tr> <tr> <td>ATTIVITA' FIN.</td> <td>PATRIMONIO NETTO</td> </tr> </table>	ATTIVITA' REALI	DEBITI	ATTIVITA' FIN.	PATRIMONIO NETTO
ATTIVITA' REALI	DEBITI				
ATTIVITA' FIN.	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", ossia una misura della variazione di un fenomeno in un dato intervallo di tempo.

Vediamo come possiamo analizzare con l'aiuto di queste variabili il comportamento delle unità economiche, quello che ci interessa capire è come possiamo misurare la variazione della ricchezza finanziaria dalla fine di un certo anno alla fine del successivo, partendo dalla situazione patrimoniale dell'unità economica che analizziamo alla fine di un certo anno.

La relazione tra situazione patrimoniale e fonti e impieghi di fondi

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
Δ^*AR	Δ^*AR
Δ^*AF	Δ^*AF
Δ^*PF	Δ^*PF
	S
Tot. impieghi	Tot. fonti

$$TA + \Delta AR + \Delta AF = TP + \Delta PF + S$$

$$\Delta AR + \Delta AF = \Delta PF + S$$

ossia (definendo $\Delta AR = I$)

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

Se vogliamo misurare lo stock di attivo e passivo alla fine dell'anno successivo dobbiamo passare da un prospetto di stato patrimoniale a un prospetto fonti impieghi. Il prospetto fonti impieghi vi consente di misurare le variazioni intercorse nelle varie tipologie di attivo e di passivo da un periodo all'altro. Quello che vado ad osservare è come sono variate le attività reali, le attività finanziarie, le passività finanziarie e il patrimonio netto dall'anno x all'anno x+1. Il prospetto fonti impieghi si costruisce con due sezioni contrapposte, in una notiamo gli impieghi di risorse finanziarie e nell'altra le fonti. Gli impieghi di fondi sono ad esempio tutte quelle operazioni che assorbono risorse (es. durante l'anno x+1 l'unità economica abbia deciso incrementare le proprie attività, qui consideriamo delle variazioni nette) (es famiglia durante l'anno x+1 potrebbe aver deciso di comprare casa e contemporaneamente di vendere un terreno, la variazione netta se è positiva diventa un impiego di fondi). Analogamente lato investimenti sempre in attività reali potremmo avere un disinvestimento netto (es. famiglia vende bene che ha un valore superiore a quello che ha

acquistato) in questo senso ha ricavato più risorse di quelle che ha investito e abbiamo una variazione netta negativa di attività reali tra le fonti. Lo stesso concetto si ha per le attività finanziarie sia lato impieghi sia lato fonti, possiamo avere un incremento di investimenti in titoli, in strumenti di diverso tipo, in liquidità oppure una riduzione di queste attività finanziarie. La variazione netta sia delle attività reali che delle attività finanziarie comporta che alla fine dell'anno x+1 si avrà uno stock di un livello di attività che non è più TA ma è TA*. Dal lato del passivo il concetto è lo stesso, il soggetto potrebbe incrementare le proprie passività finanziarie, incrementando le proprie passività finanziarie ha la disponibilità di nuovi fondi, quindi tra le fonti abbiamo una variazione positiva dei debiti finanziari, se io mi indebito di più ho nuove risorse. Dal lato degli impieghi la variazione delle passività finanziarie è negativa perché se io ho la possibilità di rimborsare debiti, questi si riducono ed è un impiego di fondi. La variazione netta delle passività finanziarie va ad influire sul nuovo stock, sulla nuova consistenza dei debiti alla fine dell'anno x+1. Infine è una fonte di fondi anche il flusso di risparmio, se io periodicamente ho delle risorse che mi sono avanzate rispetto ai consumi correnti questi possono configurarsi come fonti che vanno ad incrementare il livello di ricchezza quindi alla fine dell'anno x+1 si avrà una ricchezza che potrà essere positiva se il risparmio è positivo che è PN*.

Questo schema ci aiuta ad affermare che alla fine dell'anno x+1

$$\begin{aligned}
 TA^* &= TA + \Delta AR + \Delta AF & TP^* &= TP + \Delta PF + S & TA^* &= TP^* \\
 TA + \Delta AR + \Delta AF &= TP + \Delta PF + S & TA &= TP \\
 + \Delta AR + \Delta AF &= + \Delta PF + S & (\Delta AR &= I)
 \end{aligned}$$

$I = S + \Delta PF - \Delta AF$ → questa espressione ci dice che gli investimenti effettuati nel corso di un esercizio sono stati finanziati/coperti dal risparmio, da nuovi debiti finanziari e dalla liquidazione/dal disinvestimento di attività finanziarie. Quindi quando noi analizziamo gli investimenti di una unità economica possiamo cercare di capire come questi sono stati finanziati, osservando il flusso di risparmio e le variazioni intercorse nelle PF e nelle AF. (es gli investimenti sono finanziati con quello che residua dallo stipendio ma se questo non è sufficiente occorre indebitarsi/raccogliere all'esterno nuove risorse quindi +Δ PF e se questo non è ancora sufficiente vendendo dei titoli).

ESEMPIO Supponiamo che durante l'anno x+1 una famiglia decida di acquistare un appartamento del valore di 500000 euro. Partiamo dalla situazione patrimoniale della famiglia alla fine dell'anno x e vediamo come questi 500000euro sono stati coperti.

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

Attività			Passività		
	X	X+1		X	X+1
AR	100	600	PF	200	350
AF	400	100	PN	300	350
	500	700		500	700

Usi di fondi		Fonti di fondi	
	X+1		X+1
I	500	Δ netto PF	150
		Δ netto AF	300
		S	50
	500		500

Tre variabili: flusso di risparmio, flusso di attività finanziarie e flusso di passività finanziarie; con il termine flusso indichiamo una variazione, se esce della liquidità vuol dire che parliamo di fonte di risorse finanziarie che può essere rappresentata dal flusso di risparmio, da nuovi debiti o da disinvestimenti delle attività finanziarie. Dalla combinazione del risparmio, delle variazioni che possono intervenire sugli investimenti in attività reali, dalla variazione delle attività finanziarie, dalla variazione delle passività finanziarie io ricavo l'indicatore che misura la variazione della ricchezza finanziaria della nostra unità economica. Questa misura viene individuata con il termine di risparmio finanziario o saldo finanziario e si tratta delle risorse che un'unità economica può avere, che possono residuare dopo che ad esempio la famiglia ha speso i propri consumi

correnti e dopo che ha effettuato investimenti in attività reali. Quindi vediamo che il SALDO FINANZIARIO è misurato da: S-I (risparmio meno investimenti in attività reali), il saldo finanziario però è anche uguale alla differenza fra le variazioni delle attività finanziarie e la variazione delle passività finanziarie, margine che misura la differenza fra il flusso delle attività finanziarie e il flusso delle passività finanziarie.

$$S - I = \Delta AF - \Delta PF = \text{SALDO FINANZIARIO}$$

Se da questa differenza residua un margine positivo (es se la famiglia dopo aver sostenuto i propri consumi e dopo aver effettuato investimenti in attività reali, ha un surplus di risorse) questo surplus di risorse può essere utilizzato per incrementare le attività finanziarie e/o rimborsare debiti finanziari. Viceversa se un soggetto ha un saldo finanziario negativo, presenta una variazione delle passività finanziarie più alta della variazione degli investimenti in attività finanziarie, un soggetto che si indebita. Il soggetto che ha il saldo finanziario negativo dovrà rimborsare dei debiti, dovrà raccogliere risorse finanziarie vendendo delle attività finanziarie oppure indebitandosi di più proprio per far fronte ai miei impegni di pagamento.

Slide esempio

Esempio 1: 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= delta AF-delta PF ed essendo S=Y-C, si ha:

Y	=	29550
C	=	11475
quindi		
S	=	18075
I	=	23250
SF	=	-5175 deficit finanziario
per prova		
delta AF	=	-1500
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.

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
2002	7,1	-3,4	-1,5	-2,7	0,5
2003	4,5	-2,8	-0,4	-3,3	1,9
2004	5,3	-1,7	-2,4	-3,4	2,2
2005	5,6	-3,5	0,3	-4,2	1,7
2006	2,7	-3,0	3,9	-3,3	0,2
2007	0,2	-2,3	3,5	-1,8	0,4
2008	3,3	-4,8	2,1	-2,6	1,9
2009	1,3	-1,2	1,0	-5,2	4,1
2010	-0,9	-1,0	1,3	-4,1	4,7
2011	1,4	-2,1	-1,1	-3,4	5,2
2012	2,6	-1,6	0,0	-2,8	1,7
2013	1,2	-0,8	4,1	-3,0	-1,5
2014	0,8	1,3	3,8	-3,0	-2,9
2015	1,8	0,7	1,8	-2,8	-1,4
2016	1,2	1,7	3,2	-2,2	-3,9

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

Osserviamo l'evidenza empirica, qual è la situazione delle unità economiche del nostro paese valutandole a livello aggregato, visione macro e anni vari della relazione annuale della banca d'Italia ci consentono di ricostruire questo trend. Se osserviamo l'andamento del saldo finanziario delle famiglie osserviamo che è tradizionalmente positivo, storicamente il saldo finanziario delle famiglie è positivo cioè le famiglie sono accumulatori netti di attività finanziarie, situazione a livello aggregato in cui ΔAF è sempre maggiore di ΔPF . C'è un anno in cui il saldo finanziario delle famiglie è stato negativo ed è il 2010 un anno

particolare perché cade tra due crisi quella finanziaria e quella economica in cui il reddito disponibile delle famiglie è crollato.

Il saldo finanziario negativo ci testimonia la situazione di gravissima difficoltà in cui le famiglie si sono trovate a cavallo fra le due crisi, una derivante dagli Stati Uniti e una più inerente il nostro paese, il nostro debito sovrano. Un'altra cosa che notiamo come andamento di lungo termine è che il saldo finanziario si mantiene positivo ma tende a diminuire, ciò è abbastanza grave per il nostro paese perché gli italiani sono soggetti caratterizzati storicamente da un'elevata propensione al risparmio. Questa diminuzione può dipendere dall'andamento del reddito disponibile delle famiglie e può dipendere anche da una progressiva tendenza ad indebitarsi per sostenere i propri investimenti, quindi un cambiamento del comportamento delle famiglie italiane legato sia all'insufficienza del reddito disponibile sia proprio a preferenze in termini di maggior indebitamento. Il maggiore indebitamento può essere a sua volta alimentato dall'attuale fase di tassi di interesse.

Le imprese

Possiamo individuare una linea di tendenza generale che è quella che vede le società non finanziarie come soggetti tradizionalmente in deficit cioè caratterizzate storicamente da un saldo finanziario negativo nel corso degli anni. Tuttavia notiamo che man mano che ci avviciniamo agli anni più recenti il saldo finanziario è aumentato fino a diventare positivo. Questo può essere legato sia ad un incremento della redditività delle imprese sia da una tendenza a ridurre i propri investimenti (cosa negativa, indice di sfiducia per il futuro). Per quanto riguarda le società finanziarie, gli intermediari finanziari, l'osservazione dei saldi non ci permette di arrivare a delle conclusioni certe, il valore del saldo finanziario dipende dalle decisioni degli altri soggetti.

Le amministrazioni pubbliche

IL loro saldo finanziario misura il deficit, il nostro paese ha tradizionalmente un saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche negativo però con delle decisioni politiche questo deficit è stato portato ad un livello che rispetta i parametri europei.

Resto del mondo

Misura la posizione netta dei paesi esteri nei nostri confronti. Vediamo che nel corso della storia il saldo finanziario del resto del mondo è stato positivo mentre negli ultimi anni è diventato negativo. Saldo finanziario negativo significa che i paesi esteri sono debitori nei nostri confronti, uscita di risorse verso l'estero.

Questa slide ci dà una visione abbastanza allarmante riguardo le famiglie che hanno una minore propensione al risparmio e sul fronte delle imprese che hanno una diminuzione nella tendenza ad investire.

Osservando il trend di lungo termine di famiglie e imprese vediamo che le famiglie sono centri di formazione del risparmio finanziario, accumulatori netti di attività finanziarie, storicamente cioè le famiglie tendono ad investire in attività finanziarie rispetto ad un incremento di debiti finanziari. Le imprese al contrario sono centri di formazione dell'investimento cioè sono chiamati a sostenere delle spese, hanno un fabbisogno finanziario che non riescono a coprire con risorse generate autonomamente, autofinanziamento, quindi devono finanziarsi chiedendo all'esterno dei fondi. C'è quindi una dissociazione tra questi due aggregati di soggetti, tra i centri di formazione del risparmio e i centri di formazione dell'investimento. È proprio questa dissociazione a originare il fabbisogno di trasferimento di risorse finanziarie alla base dell'esistenza degli intermediari finanziari, se non ci fosse alcun fabbisogno di finanziarie le imprese finanziarie le famiglie in qualche fase del loro ciclo di vita, se le famiglie non avessero più un surplus di risorse finanziarie anche il sistema finanziario perderebbe gran parte della sua ragione di esistere. Ricordiamo però che alla base dell'esigenza di trasferire risorse finanziarie esistono anche altre esigenze:

- 1) Regolare gli scambi, il sistema finanziario può svolgere la funzione di regolamento degli scambi, un addebito di importi su conti correnti con accredito nei conti correnti di altri soggetti
- 2) Gestione dei rischi, nel momento in cui si paga un premio ad una compagnia di assicurazione c'è un trasferimento di risorse finanziarie dal soggetto alla compagnia di assicurazione se il rischio si manifesta ed il soggetto viene indennizzato c'è nuovamente un trasferimento di risorse dalla compagnia al soggetto
- 3) Ciclo di vita di famiglie e imprese (es. fasi che regolano l'esistenza dell'impresa: nascita, sviluppo, crescita, maturità, saturazione, declino. Nella fase di nascita di un'impresa fabbisogno finanziario esterno positivo perché a fronte di incassi anche prospetticamente in crescita però in quel momento ad un livello basso, ha delle necessità di investimento importanti, non riesce a far fronte a queste necessità di spesa con risorse proprie, con degli utili da reinvestire quindi chiede all'esterno. In realtà proprio in questa fase in cui l'impresa ha maggior necessità di essere finanziata l'impresa ha difficoltà a reperire fondi soprattutto di tipo bancario perché le banche difficilmente prestano denaro a soggetti che non hanno una storia pregressa molto lunga. Qui intervengo altre forme di finanziamento tipo i fondi di venture capital.) A seconda della fase del ciclo di vita che un soggetto attraversa, a seconda della necessità di investimento e a seconda della capacità di generare internamente le risorse di cui ha bisogno, c'è un bisogno di trasferimento di risorse nel sistema economico.
- 4) Un'altra fonte di trasferimento di risorse finanziarie è quella che porta un soggetto a preferire un certo tipo di titoli ad un altro, indipendentemente dalle scelte di investimento, dalla propensione al risparmio un soggetto potrebbe desiderare in un certo periodo di tempo di cambiare la composizione del suo portafoglio, quindi decidere ad esempio di comprarsi azioni invece che obbligazioni, potrebbe decidere di rimborsare un certo tipo di prestito che impone il pagamento di tassi di interesse a tasso variabile con un prestito invece che gli consente di avere un tasso fisso (cambia tipologia di passività finanziaria). Anche in questo caso indipendentemente dal valore del saldo finanziario ci può essere una necessità di trasferire risorse da alcuni soggetti del sistema economico ad altri.

Composizione del portafoglio delle famiglie italiane

VOCI	Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
	Consistenza di fine periodo			Flussi	
	2017	Composizione percentuale		2016	2017
		2016	2017		
ATTIVITÀ (2)					
Depositi bancari (3)	1.167.928	27,0	26,5	43.874	21.577
Italiani	1.137.398	26,3	25,8	44.033	22.336
depositi a vista	687.452	15,3	15,6	62.694	35.699
altri depositi	449.946	10,9	10,2	-18.662	-13.363
Esteri	30.528	0,7	0,7	-159	-759
Titoli obbligazionari	304.947	8,6	6,9	-61.871	-41.774
Italiani	220.705	6,5	5,0	-59.883	-38.456
di cui: pubblici	122.171	3,1	2,8	-8.673	2.622
bancari	88.600	3,2	2,0	-47.154	-42.448
Esteri	84.242	2,1	1,9	-1.988	-3.318
Quote di fondi comuni	537.059	11,2	12,2	12.295	57.047
Italiani	261.246	5,7	5,9	-2.665	21.245
Esteri	275.813	5,5	6,3	14.960	35.802
Azioni e partecipazioni	1.062.409	23,3	24,1	-15.011	-41.276
Italiane	991.050	21,7	22,5	-14.683	-41.743
Estere	71.360	1,6	1,6	-328	467
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	996.174	22,2	22,6	41.626	32.733
di cui: riserve ramo vita	677.669	14,7	15,4	36.173	25.349
Altre attività emesse dai residenti (4)	338.178	7,7	7,7	16.240	13.097
Totale attività	4.406.694	100,0	100,0	37.153	41.404

Le attività finanziarie delle famiglie italiane sono aumentate, sia nel 2016 che nel 2017, l'unità di grandezza sono i milioni di euro. L'incremento delle attività finanziarie è dovuto per 2/3 a un incremento del valore di mercato di queste attività, per il restante terzo invece è dovuto a nuovi investimenti. Dall'analisi dei flussi del 2017 notiamo che le forme di attività finanziarie che hanno avuto un flusso positivo nell'ultimo anno sono soprattutto le quote di fondi comuni quindi c'è una tendenza delle famiglie italiane a ricorrere a strumenti di investimento nella forma del fondo comune perché questo strumento consente una migliore diversificazione del rischio. Sono aumentati anche gli investimenti in assicurazione e fondo pensione. E sono cresciute anche le attività finanziarie detenute in forma liquida cioè depositi bancari, anche se il flusso di nuovi

depositi bancari è minore rispetto al 2016. Sono invece diminuite soprattutto le attività finanziarie sottoforma di azioni, partecipazioni societarie e in titoli obbligazionari soprattutto di natura bancaria. Nonostante i depositi bancari siano cresciuti meno nell'ultimo anno il loro peso sul totale delle attività

finanziarie è comunque superiore a $\frac{1}{4}$, quindi c'è una tendenza abbastanza consistente delle famiglie italiane a detenere in portafoglio uno stock di risorse liquide, prontamente disponibili a fini precauzionali.

Concludiamo il discorso relativo al comportamento delle famiglie e delle imprese italiane utilizzando i dati resi disponibili dalla banca d'Italia e da Eurostat.

Una tendenza all'incremento si nota con riferimento alle quote di fondi comuni ovvero quei prodotti che fanno parte del risparmio gestito e sono prodotti di gestione collettiva del risparmio, si tratta di patrimoni raccolti grazie ad una molteplicità di soggetti che sottoscrivono una quota di questo fondo comune e il fondo comune viene gestito su base collettiva o in monte perché sostanzialmente sono gli investitori a doversi adeguare alle politiche di investimento di chi gestisce il fondo e non hanno la possibilità di chiedere ad esempio che i loro risparmi siano investiti più in azioni, più in obbligazioni, o in altri strumenti come invece avviene nelle gestioni patrimoniali individuali. Vediamo la tendenza di questi strumenti del risparmio gestito a guadagnare peso nel portafoglio delle famiglie italiane, in realtà questa tendenza si è ravvisata soprattutto per le famiglie più ricche.

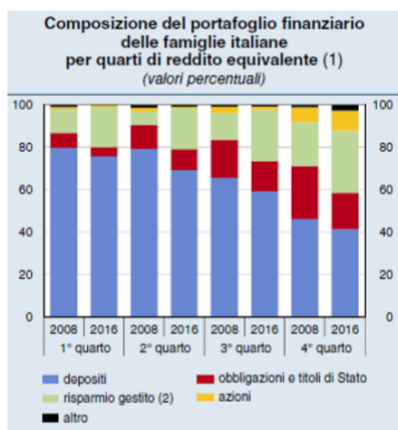
Notiamo però che a beneficiare di un incremento vi sono anche i depositi bancari soprattutto i depositi a vista perché le famiglie italiane avvertono la necessità di parcheggiare la loro liquidità in surplus su deposito bancario con però la possibilità di poter ottenere i loro risparmi indietro in qualsiasi momento quindi, strumenti di investimento molto liquidi. Possiamo concludere che le famiglie preferiscono avere risorse prontamente liquide a disposizione, per una quota di circa il 27% piuttosto che investire in fondi bancari a scadenza fissa che obbligano il risparmiatore a vincolare a tenere ferma la somma di denaro che hanno versato per un certo periodo di tempo chiaramente riconoscendogli un certo rendimento. Quindi a livello aggregato le famiglie italiane preferiscono la liquidabilità piuttosto che un rendimento un po' più elevato.

Abbiamo un aumento anche sul fronte delle assicurazioni e dei fondi pensione anche se poi nel confronto internazionale le famiglie italiane in realtà presentano una quota investita in assicurazioni e in fondi pensione che è inferiore soprattutto al Regno Unito, probabilmente manca ancora una certa educazione finanziaria che potrebbe incentivare la distribuzione di questi strumenti.

Sono invece in contrazione in termini di flusso le azioni e le partecipazioni anche se il peso relativo delle partecipazioni e delle azioni aumenta. Strumenti con cui i risparmiatori allocano il loro risparmio nel capitale di rischio delle aziende.

Un'altra componente del portafoglio in diminuzione sia come flusso che come peso relativo è rappresentata dai titoli obbligazionari soprattutto di tipo bancario perché le banche emettono delle passività che in un certo grado sono assoggettate alle perdite che possono derivare da una crisi delle banche stesse. Se una banca va in crisi perché ha erogato crediti a una massa di soggetti insolventi o che sono diventati insolventi per la congiuntura economica negativa, in generale se le banche vanno in crisi per una cattiva gestione del loro attivo, una parte delle forme di raccolta che hanno emesso è esposta anch'essa a subire queste perdite quindi i risparmiatori in un certo grado sono coinvolti nelle perdite che sono legate alla gestione aziendale bancaria.

Notiamo che le attività totali delle famiglie italiane sono abbastanza equi pesate con una lieve prevalenza delle attività reali, circa il 60% è allocato in investimenti in attività reali soprattutto in abitazioni.



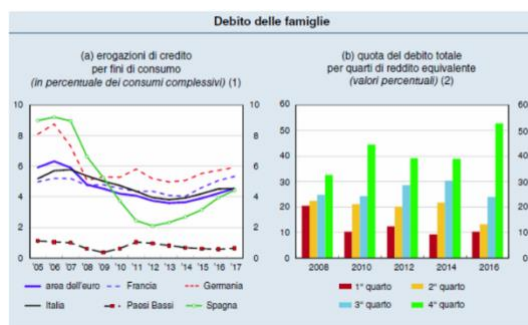
La tendenza a ricomporre il proprio portafoglio finanziario attribuendo un maggior peso al risparmio gestito si avverte soprattutto per alcune fasce di reddito delle famiglie italiane. La banca d'Italia in particolare prende in considerazione il reddito equivalente che è un reddito disponibile ricalibrato in modo da tenere in considerazione la composizione del nucleo familiare e l'ampiezza. L'indicatore che viene preso in considerazione per capire se ci sono delle differenze nella allocazione delle risorse finanziarie sul risparmio gestito tra le diverse fasce di reddito è il quartile. (es. prendiamo in considerazione 100 famiglie ognuna con il suo reddito e le ordiniamo in senso crescente in termini di reddito) Per ottenere i quartili individuamo il 25% delle famiglie che ha il reddito più basso e man mano fino al quarto quartile,

l'ultimo 25% di soggetti che appartiene alla fascia di reddito più alta. Si può osservare che tutti questi 4 gruppi di fasce di reddito delle famiglie italiane hanno ricomposto il loro portafoglio nel passaggio dal 2008 al 2016, c'è un incremento prodotto a discapito dei depositi questo è avvenuto soprattutto per le famiglie in fasce di reddito più alte, le famiglie italiane più ricche avvertono meno la necessità di tenere risorse liquide parcheggiate sul conto bancario. Questa ricomposizione ha riguardato soprattutto le fasce reddituali più alte perché i prodotti del risparmio gestito sono quelli più costosi rispetto ai depositi bancari e molto spesso richiedono uno standing patrimoniale abbastanza alto, in alcuni casi si possono investire quote non inferiori ai 50000 euro.

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo		Flussi	
	2017	Composizione percentuale 2016 2017	2016	2017
PASSIVITÀ				
Debiti a breve termine	51.273	5,9 5,5	-2.049	-751
di cui: bancari	49.094	5,8 5,3	-2.153	-1.845
Debiti a medio e a lungo termine	658.077	70,4 70,9	10.521	18.642
di cui: bancari	580.322	62,5 62,6	9.755	12.011
Altre passività (5)	218.372	23,6 23,5	3.611	3.081
Totale passività	927.722	100,0 100,0	12.083	20.972
SALDO	3.478.972		25.070	20.432

Per quanto riguarda le passività delle famiglie italiane, si vede una netta tendenza delle famiglie italiane ad indebitarsi a medio lungo termine (minimo 5 anni), c'è una crescita del totale delle passività quindi una tendenza ad un maggiore indebitamento. Le statistiche della banca d'Italia ci dicono che questo indebitamento a medio lungo termine è acceso per acquistare la prima casa (incentivo dell'abbassamento dei tassi).



L'andamento del credito al consumo (spese correnti) fino a prima della crisi finanziaria era in crescita, in seguito è diminuito del 30% ed è poi di nuovo un po' cresciuto dopo la crisi del debito sovrano però non ha più raggiunto il livello pre-crisi. In Spagna dopo la crisi finanziaria l'andamento del credito al consumo ha subito un fortissimo crollo molto più grave di quello avvertito in Italia. Per i paesi bassi l'andamento è molto basso ma il grafico non prende in considerazione le carte di credito, nell'erogazione del credito al consumo in questo

grafico si considerano solo i prestiti erogati e non anche il credito al consumo sotto forma di carta di credito se no l'andamento sarebbe molto più alto.

Un altro dato importante che fa ben sperare per i bilanci delle banche italiane è quello che riguarda la concentrazione del debito fra fasce reddituali: dal 2008 al 2016 c'è una tendenza del debito a concentrarsi maggiormente nelle fasce reddituali più elevate questo perché le banche italiane hanno iniziato a modificare la modalità di erogazione di credito al consumo e invece che erogarlo a famiglie meno solide dal punto di vista finanziario, hanno cominciato a erogare credito alle famiglie che potevano ripagare i prestiti. In passato non è stato sempre così, c'era la tendenza ad erogare prestiti ai soggetti più deboli economicamente ciò esponeva a forti rischi.

Confronto internazionale: dimensione e composizione sia di AF che di PF

Il livello raggiunto al 2016 dalle AF delle famiglie italiane in percentuale del PIL, possiamo notare che il peso delle attività finanziarie sul PIL dei diversi paesi non è mai inferiore al 100%, questo significa che se le attività finanziarie delle famiglie italiane perdessero il loro valore si cancellerebbe qualcosa come due volte e mezzo il PIL italiano è bene quindi che le autorità di vigilanza controllino in modo molto oculato il buon funzionamento del sistema finanziario che quindi le attività finanziarie siano allocate su strumenti che non possano perdere il valore dall'oggi al domani.

Le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane in rapporto al PIL sono pari al 253%. Il valore delle AF dipende dall'andamento dei mercati finanziari, dall'andamento delle imprese, dal comportamento degli intermediari finanziari; è bene che tutte queste cose funzionino in modo efficace perché se ad esempio vi fosse un crollo del mercato finanziario in cui circolano gli strumenti che le famiglie hanno in portafoglio e questi strumenti perdessero totalmente il loro valore questo equivarrebbe alla scomparsa di due volte e mezzo il sistema economico italiano, da un alto è bene che le attività finanziarie si sviluppino dall'altro lo sviluppo delle attività finanziarie deve essere ben vigilato.

Composizione delle AF:

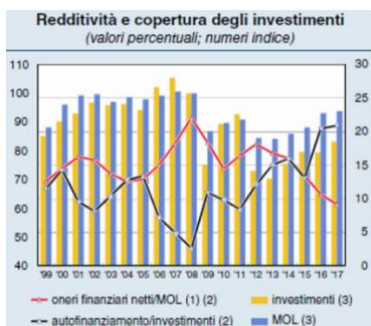
Il Regno Unito nei confronti di tutti gli altri paesi presi in considerazione, è quello che presenta per quanto riguarda le famiglie il peso inferiore del circolante dei depositi bancari quindi nel Regno Unito danno un peso relativo inferiore alla componente liquida del portafoglio anche se comunque è un 24%. Tendono invece molto di più ad allocare il risparmio in prodotti assicurativi, a contenuto molto legato all'andamento del mercato finanziario e a strumenti previdenziali questo perché nel Regno Unito il sistema previdenziale ha una struttura diversa da quella italiana.

Sul fronte delle PF

Nel nostro paese il peso percentuale dei debiti finanziari sul PIL è pari al 42%, inferiore rispetto all'87% del Regno Unito.

L'ultima colonna ci dà il valore della ricchezza finanziaria netta che è dato dalla differenza fra attività finanziarie e passività finanziarie. A questo proposito notiamo che rispetto agli altri paesi europei noi abbiamo una ricchezza finanziaria molto più elevata mentre ci assestiamo ad un livello più basso rispetto al Regno Unito che nonostante presenti debiti finanziari più alti ha comunque una dimensione delle attività finanziarie decisamente più elevata.

Situazione delle imprese italiane



Margine operativo lordo: indicatore che ci dà un'idea del reddito prodotto dalle aziende dopo aver speso l'acquisto di materie prime e il costo del lavoro, valore aggiunto meno costo del lavoro. Vediamo che il margine operativo lordo delle imprese italiane è andato crescendo fino al 2007, si è stabilizzato nel 2008 poi ha avuto un crollo, una mini ripresa e poi di nuovo una riduzione nel 2011/2012 (chiaro effetto delle crisi, prima quella statunitense poi quella del debito sovrano che si sono riflesse anche nella nostra economia). Lo stesso andamento lo osserviamo con riferimento agli investimenti delle imprese (crescita, crollo, ripresa, crollo, mini ripresa fino

ad oggi periodo in cui gli investimenti delle imprese italiane sono un po' fermi). Fino ad ora se consideriamo la ripresa in seguito alla crisi del debito sovrano vediamo che le imprese hanno beneficiato da una parte di un incremento di reddito prodotto con la propria gestione corrente e dall'altra della riduzione dei tassi di interesse, vediamo infatti che il peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo è andato diminuendo, questo ha portato ad un incremento della capacità delle imprese italiane di auto