

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Quali sono gli attori del sistema finanziario? Quali sono le funzioni del sistema finanziario? Come si può descrivere la struttura finanziaria del sistema economico? Come sono cambiate le scelte finanziarie delle famiglie e delle imprese? Cosa sono i circuiti finanziari? Qual è il ruolo degli intermediari finanziari? Quali tipologie di intermediari finanziari esistono?

Processo di wealth planning: Cosa significa identificare i bisogni degli investitori in strumenti finanziari? Quali sono gli elementi che influenzano le scelte degli investitori razionali in un contesto aleatorio? Come si misura il rendimento atteso ed il rischio atteso di un investimento? Cosa significa identificare la frontiera efficiente degli investimenti?

La funzione monetaria del sistema finanziario: In cosa consiste la politica monetaria? Qual è l'obiettivo finale della strategia della politica monetaria europea? In cosa consiste l'assetto operativo della politica monetaria europea? (meccanismo e canali di trasmissione, strumenti di politica monetaria)

Gli strumenti: I titoli di debito: Quali sono le caratteristiche distintive dei titoli di debito? Quali operatori emettono tali titoli? Quali tipologie di titoli di debito esistono? Come si determina il rendimento ed il rischio di un titolo di debito? A quali rischi è esposto l'investitore e come si misurano?

Gli strumenti: I titoli di capitale (azioni): Quali sono le caratteristiche distintive dei titoli di capitale? Cosa significa stimare il prezzo di un titolo azionario? Quali sono le metodologie di stima del prezzo utilizzate nella prassi operativa? Come si quota un'azienda? Come si determina il rendimento di un titolo azionario? A quali rischi è esposto l'investitore e come si misurano?

Gli strumenti: I contratti bancari: Quali sono gli strumenti utilizzati dalle banche per raccogliere risorse finanziarie? In che modo la banca valuta l'affidabilità di un soggetto che richiede un prestito?

Gli strumenti: I derivati: In cosa consiste uno strumento "derivato"? Quali tipologie esistono? Quali finalità hanno? Come funzionano e come si determina il risultato del loro utilizzo?

Il settore FinTech: Quali sono i servizi finanziari maggiormente influenzati dalla tecnologia? Qual è il ruolo delle FinTech e delle TechFin rispetto agli IF tradizionali? In cosa consiste il Crowdfunding? Come evolve il sistema dei pagamenti?

Il sistema bancario: Quali attività svolgono le banche? Quali informazioni sono evidenziate dal bilancio bancario? Come si valuta la performance di una banca? A quali rischi è esposta la banca? Quali sono gli strumenti di gestione dei rischi bancari?

Il settore assicurativo: Qual è la finalità di un contratto di assicurazione? Quali sono gli elementi del contratto?

Il settore previdenziale: Come è organizzato il sistema previdenziale italiano? (con focus sulle pensioni)

I mercati finanziari: Quale differenza esiste tra mercato primario e secondario? Quali sono le attività sui mercati finanziari? Come sono collocati i titoli? Come funziona il mercato secondario?

I servizi di investimento e gli intermediari mobiliari: Cosa sono i servizi di investimento? Cosa distingue le varie tipologie di intermediari finanziari? Quali sono gli stili di gestione di un patrimonio? Come si determina il rendimento di una gestione patrimoniale? Come si misura il rischio di una gestione patrimoniale?

La vigilanza sul sistema finanziario: Quali sono le autorità e gli strumenti di vigilanza? Quali insegnamenti sono stati tratti dalla crisi finanziaria del 2008 e della crisi del debito sovrano del 2010? Quali sono gli strumenti di prevenzione delle crisi bancarie? Quali sono gli strumenti di intervento precoce? Quali sono gli strumenti di gestione delle crisi bancarie?

FUNZIONI DEL SISTEMA FINANZIARIO, STRUTTURA FINANZIARIA DELL'ECONOMIA E TIPOLOGIE DI INTERMEDIARI

Gli attori del sistema finanziario

Mercati finanziari
Intermediari finanziari
Strumenti finanziari
Autorità di vigilanza

Si parla di sistema perché questi 4 soggetti sono legati tra loro da relazioni e interdipendenze. In particolare tali relazioni che legano mercati, intermediari e strumenti possono essere di natura creditizia (i soggetti si fanno finanziare), partecipativa (i soggetti conferiscono a titolo di capitale), assicurativa (i soggetti si cautelano da rischi, con la polizza si copre il danno)

Il sistema è definito finanziario perché le attività svolte all'interno hanno a che fare con la moneta, sono attività finanziarie, ovvero creazione di strumenti finanziari che devono circolare

Funzioni svolte dal sistema finanziario

Funzione allocativa: il termine deriva da allocazione, distribuzione delle risorse finanziarie tra i vari soggetti finanziari. Un esempio è svolto dalle banche quando finanziano le imprese. Per decidere se un soggetto è affidabile le banche valutano il merito di credito dell'impresa. Un altro esempio si produce quando i risparmiatori affidano la ricchezza ad un gestore chiedendo di gestire tale ricchezza in più investimenti possibili, ovvero allocare le nostre risorse in maniera tale che il nostro risparmio non vada perso.

Funzione monetaria: insieme di attività volte al regolamento degli scambi

Gestione dei rischi: cercare di ridurre l'impatto negativo di eventi rischiosi, approfittare di opportunità di mercato (approccio speculativo)

Trasmissione degli impulsi della politica monetaria: funzione monetaria nel senso più ampio, permettere agli impulsi della politica di trovare attuazione nell'economia reale

I soggetti coinvolti nella FUNZIONE ALLOCATIVA sono possessori di risorse in eccesso i quali le trasferiscono con l'effetto di riceverle in cambio con alcune risorse in più. La controparte è un soggetto in deficit il quale deve ricorrere a soggetti terzi per integrare le risorse a sua disposizione
Dalla difficoltà di far collimare le esigenze dei due soggetti nasce il sistema finanziario

La FUNZIONE MONETARIA ha lo scopo di consentire un pagamento, una transazione. Si sta avendo un grado di innovazione molto rapido. La moneta ha funzione di pagamento, di riserva di valore (la lascio in forma liquida), di unità di conto (posso prezzare beni e servizi)

Tipologie di moneta: cartacei, elettronici e carte

Cartacei: contante, banconote, monete metalliche (emesse dalla BCE), assegni, pagamenti processati manualmente. Il contante circola sulla base del corso legale della valuta. Nel caso di assegno si parla di moneta fiduciaria, circola sulla base della fiducia.

Elettronici: due categorie: tradizionali ed emergenti.

Tradizionali: sistemi di pagamento interbancari come bonifico, RID, RI.BA, MAV e real time bank transfer. Si parla nuovamente di moneta fiduciaria.

Emergenti: pagamenti elettronici attraverso terze parti tramite web/smartphone

Carte: pagamenti supportate da carte (fisiche) o pagamenti "cards not present" (e-commerce)

FUNZIONE GESTIONE DEI RISCHI. I rischi possono essere speculativi o puri. I primi sono anche detti simmetrici perché possono avere sia un effetto positivo sia negativo. Ad esempio le azioni espongono ad

un rischio chiamato rischio di mercato. Chi copre da tali rischi? Gli intermediari finanziari e mobiliari con strumenti derivati.

I secondi hanno solo manifestazione negativa (furto, incidente, malattia). Fa parte di tali rischi anche il rischio di credito. Tali rischi sono coperti da intermediari assicurativi. Sul mercato si sono affacciati strumenti di copertura dei rischi puri da parte delle banche

La BCE ha l'obiettivo di mantenere ad un certo livello il tasso di inflazione. La prima leva a sua disposizione è l'azione sul tasso di interesse. Tasso al quale le banche chiedono denaro alla BCE. Tali impulsi vengono trasmessi attraverso il sistema finanziario all'economia reale. Possono essere necessari mesi per tradurre tali impulsi e non devono essere presenti turbolenze nel sistema finanziario. Non è un caso che la BCE all'indomani della crisi del 2008 abbia abbassato molto i tassi di interesse per raggiungere il livello di prezzi desiderato.

Struttura finanziaria dell'economia

Articolazione della struttura finanziaria

Il peso del sistema bancario non è elevatissimo, ma è l'operatore maggiore ed è in crescita.

I fondi comuni d'investimento sono fondi di risparmio gestito. Ogni soggetto fornisce una quota (non per forza tutti la stessa) per un investimento comune. Si fraziona il rischio. Il loro peso è stato altalenante

Gli strumenti assicurativi hanno diffusione continua e sono cresciuti dopo la crisi del 2008. Le persone hanno sentito l'esigenza di vincolare risorse a scopo previdenziale

Il nostro sistema finanziario è bancocentrico, ovvero l'operatore maggiore è la banca anche considerando che le banche operano nei comparti di fondi comuni e assicurativo. Da ciò sorgono due osservazioni: importantissimo vigilare sulle banche; una crisi di una banca rilevante, dal punto di vista sistemico, ha effetti anche sul sistema economico.

Il comportamento degli operatori economici

Saldo finanziario: misura il risparmio finanziario di un operatore economico ovvero l'ammontare di risorse che residuano dopo che un soggetto ha sostenuto spese per consumi ed investimenti in attività reali.

Per calcolare il saldo finanziario si parte da due schemi ben conosciuti: conto economico (l'eccedenza dei ricavi sui costi è detto risparmio, nel caso delle imprese utile) e stato patrimoniale (il risparmio va ad alimentare il patrimonio netto)

Il patrimonio netto è una grandezza stock, misura la grandezza del patrimonio alla fine di un certo periodo

Il risparmio è una variabile flusso, misura la variazione del patrimonio netto in un dato intervallo di tempo.

Relazione tra situazione patrimoniale e fonti e impieghi di fondi

$$TA + VAR.AR + VAR.AF = TP + VAR.PF + S$$

$$VAR.AR + VAR.AF = VAR.PF + S$$

$$MA \quad VAR.AR = I$$

$$I = S + VAR.PF - VAR.AF$$

La differenza tra risparmio e investimento è anche uguale alla differenza tra variazione di attività finanziarie e variazione di passività finanziarie ($SF = S - I = VAR.AF - VAR.PF$)

Il saldo finanziario misura il surplus o il deficit di risorse che un soggetto economico manifesta a fronte dei propri fabbisogni di investimento

Se $S - I$ è positiva, le risorse possono essere utilizzate per accumulare risorse finanziarie o per saldare debiti pregressi. Questa espressione può essere letta per capire come un soggetto finanzia i suoi investimenti. Oltre al risparmio egli può indebitarsi e liquidare attività finanziarie

ESERCIZIO

Durante un anno una famiglia ha questi flussi di cassa espressi in euro

Stipendio = 28500

Imposte = 2625

Accensione prestito personale = 5325

Acquisto automobile = 23250

Rimborso quota capitale mutuo = 1650

Incasso cedola titoli obbligazionari = 1050

Interessi passivi su mutuo = 1350

Acquisto azioni = 6000

Consumi = 7500

Vendita titoli di Stato = 7500

Che tipo di flussi sono? Variazioni di attività e passività finanziarie?

Stipendio = Y

Cedola bond = Y

$$Y = 28500 + 1050$$

Consumi = C

$$C = 7500 + 1350 + 2625$$

$$S = Y - C = 18075$$

Interessi = C

Imposte = C

$$SF = 18075 - I = 18075 - 23250 = - 5175$$

Prestito = VAR.+PF

Rimborso = VAR.-PF

$$\text{deltaAF} = 6000 - 7500 = - 1500$$

Acquisto auto = I

$$\text{deltaPF} = 5325 - 1650 = 3675$$

Acquisto azioni = VAR.+AF

Vendita titoli di Stato = VAR.-AF.

$$SF = \text{deltaAF} - \text{deltaPF} = - 5175$$

ESERCIZIO

Stipendio = 58000 = Y

$$Y = 59680$$

Imposte = 2000 = C

$$C = 35040$$

$$S = 24640$$

Acc. Prest. Pers. = 5680 = delta+PF

Acquisto terreno = 36000 = I

$$SF = 24640 - 36000 = - 11360$$

Rimborso quota mutuo = 3280 = delta-PF

Dividendi su azioni = 1680 = Y

$$\text{deltaPF} = 2400$$

Int. Pass. = 2640 = C

Acquisto titoli obbl. = 10000 = delta+AF

$$\text{deltaAF} = - 11360 + 2400 = - 8960$$

Consumi = 30400 = C

Vendita titoli di Stato = ?

$$\text{Vend. Tit.} = 10000 - (-8960) = 18960$$

ESERCIZIO

AR 48000 PF 25000

AF 17000 PN 40000

65000 65000

Stipendio = 20000 = Y

Imposte = 600 = C

Acq. Autorim. = 16000 = I

Cedola = 2560 = Y

Int. Pass. = 1160 = C

Acq. Azioni = 4800 = delta+AF

Consumi = 4800 = C

Vendita titoli = 3400 = delta-AF

Nuovi debiti ?

$$Y = 22560$$

$$C = 6560$$

$$\text{deltaAF} = 1400$$

$$S = 16000$$

$$SF = S - I = 0$$

$$\text{deltaPF} = 1400 \quad (0 = 1400 - ?)$$

$$PF \text{ a fine anno } x+1 = 25000 + 1400 = 26400$$

AR 64000 PF 26400

AF 18400 PN 56000

Il saldo finanziario ci dà l'opportunità di capire chi sono i soggetti in surplus e dai dati risultano essere le famiglie anche se sempre meno, mentre le imprese sono soggetti in deficit anche se a seguito della crisi le imprese si trovano a livello macro in situazione di surplus

Le famiglie sono centri di formazione del risparmio e le imprese centri di formazione dell'investimento

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 dalla spesa 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.

SOCIETÀ 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 ad 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 prenditori di fondi, o dagli intermediari finanziari, e sottoscritti nei circuiti finanziari anche con l'ausilio di determinate tipologie di intermediari finanziari.

25

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 (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 i 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.

26

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., detenuto 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.

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 Novanta 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.

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 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 Euro dall'altro lato.

In merito alla composizione delle attività finanziarie, rispetto all'area 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 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 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.

30

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.

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 ai 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).

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 (ricevere 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).

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.

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 sottoscrivono gli strumenti, maggiore è l'ammontare di risorse che l'emittente raccoglie.