



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

STUDI E RICERCHE

LE SCELTE DI PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE
E LA DIFFUSIONE DEL RISPARMIO GESTITO

M. GENTILE, N. LINCiano, G. SICILIANO

N. 59 – OTTOBRE 2006

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Claudio Salini, Giovanni Siciliano.

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477.1 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

LE SCELTE DI PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE E LA DIFFUSIONE DEL RISPARMIO GESTITO

M. Gentile*, N. Linciano*, G. Siciliano*

Abstract

Il presente lavoro mostra che il reddito, la ricchezza e il grado di sviluppo socio-economico dell'area di residenza hanno un forte impatto sulla probabilità che una famiglia detenga attività finanziarie rischiose (azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri o prodotti del risparmio gestito). In particolare, a parità di condizioni, le famiglie residenti nelle Regioni più ricche del Nord hanno una probabilità notevolmente più elevata di detenere attività rischiose rispetto alle famiglie residenti nelle Regioni del Sud; queste ultime mostrano inoltre una maggiore inerzia nei comportamenti. Il lavoro mostra anche che l'acquisto di un'abitazione riduce sensibilmente la probabilità di detenere attività rischiose ma solo per le famiglie meno abbienti. La probabilità di delegare a gestori professionali le scelte di investimento (risparmio gestito), intesa come alternativa all'investimento diretto in singoli strumenti finanziari rischiosi (risparmio amministrato), è invece correlata positivamente con la dimensione del patrimonio da gestire e con l'avversione al rischio; a parità di condizioni, la probabilità di utilizzare servizi di gestione professionale del risparmio è più bassa per le famiglie residenti in alcune Regioni del Sud. Infine, si mostra che il livello di educazione finanziaria ha un impatto rilevante sulla probabilità di detenere attività rischiose ma non sulla probabilità di delegare le scelte di investimento a gestori professionali.

* CONSOB, Divisione Mercati e Consulenza Economica. Le opinioni espresse nel lavoro sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

1. Introduzione e motivazioni dello studio

Le decisioni di allocazione del risparmio finanziario delle famiglie forniscono importanti indicazioni sulle tendenze evolutive dei sistemi finanziari. Il grado di avversione al rischio degli investitori finali, le scelte strategiche di intermediari e imprese, le condizioni macroeconomiche e l'assetto del quadro regolamentare, concorrono alla determinazione del punto di equilibrio fra domanda e offerta di attività finanziarie.

Negli ultimi decenni la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane ha subito cambiamenti radicali che hanno riflesso la trasformazione del sistema bancario, l'evoluzione della situazione del debito pubblico, le politiche di privatizzazione, la nascita dell'industria del risparmio gestito e di mercati secondari efficienti e liquidi.

Nel confronto con i principali paesi industrializzati, le scelte di portafoglio delle famiglie italiane presentano, tuttavia, alcune evidenti diversità, che segnalano una certa inerzia del nostro sistema finanziario rispetto ai cambiamenti che hanno caratterizzato i mercati dei capitali più evoluti.

L'anomalia più vistosa riguarda la scarsa diffusione del risparmio gestito. Sulla base dei dati di confronto più recenti (2004) derivanti dai conti finanziari, il peso del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie italiane è prossimo al 30%, contro valori compresi fra il 40 e il 60% nei principali paesi industrializzati. Tale diversità è imputabile principalmente ad una minore incidenza del risparmio assicurativo e previdenziale¹. L'anomalia italiana sembra dipendere quindi in larga misura dalla struttura del sistema previdenziale, incentrato sul pilastro pubblico, e dal mancato sviluppo dei fondi pensione privati.

Una seconda anomalia, correlata con la precedente, è data dall'elevata incidenza del possesso diretto di titoli obbligazionari (obbligazioni *corporate* e titoli di Stato). I dati di confronto internazionale (sempre basati sui conti finanziari) indicano che l'incidenza del possesso diretto di obbligazioni sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è largamente superiore rispetto a quanto si rileva negli USA e nei principali paesi europei.

L'elevata incidenza del risparmio amministrato rispetto a quello gestito ha rilevanti ripercussioni sull'efficacia e l'articolazione delle attività di vigilanza sulle regole di condotta degli intermediari. La verifica del pieno rispetto dei doveri fiduciari circa la valutazione dell'adeguatezza di investimenti correlati ad una miriade di operazioni di acquisto o vendita di singoli strumenti finanziari ha un evidente impatto sulle risorse umane e finanziarie di cui dovrebbe essere dotata un'Autorità di Vigilanza quale la CONSOB per svolgere adeguatamente i propri compiti. Una maggiore diffusione del risparmio gestito, oltre ad influenzare l'efficacia dell'azione di vigilanza, avrebbe probabilmente fortemente attenuato i riflessi negativi dei recenti scandali finanziari sul risparmio delle famiglie.

Un fenomeno più generale che caratterizza il comportamento delle famiglie italiane – che in parte riflette la scarsa diffusione del risparmio gestito – consiste nella tendenza ad investire esclusivamente nelle attività finanziarie meno rischiose, quali i depositi e i titoli di Stato. La larghissima maggioranza delle famiglie italiane non possiede attività finanziarie “private” o “rischiose”, quali obbligazioni, azioni, titoli esteri e prodotti del risparmio gestito: a fine 2004 solo poco più di 2 famiglie su 10 detenevano almeno un'attività “rischiosa” (mentre le altre detenevano

¹ Un recente sondaggio condotto dalla Commissione Europea conferma che in Italia vi è una minore diffusione dei prodotti del risparmio gestito e dei prodotti assicurativi e previdenziali rispetto ai principali paesi europei (cfr. European Commission “*Public Opinion in Europe on Financial Services*”, Special Eurobarometer 120, 2005).

esclusivamente depositi o titoli di Stato italiani); solo una su 10 deteneva quote di fondi comuni aperti o gestioni patrimoniali.

Prima di proseguire oltre nella discussione, è bene sottolineare che la definizione di attività “rischiose” utilizzata nel presente lavoro (derivata sostanzialmente a residuo rispetto ai depositi e ai titoli di Stato italiani) contiene alcuni elementi di approssimazione. Ad esempio, alcune obbligazioni possono avere un rischio di *default* abbastanza contenuto (si pensi, ad esempio, alle obbligazioni bancarie cosiddette *plain vanilla* o ai titoli di Stato di paesi esteri con *rating* elevati) o un rischio di mercato minore rispetto ai titoli di Stato italiani con *duration* elevate (si pensi ad BTP trentennale), mentre alcuni prodotti del risparmio gestito possono riflettere un *asset allocation* molto sbilanciata verso i titoli di Stato italiani (ad esempio, alcuni fondi liquidità o obbligazionari). Nonostante queste approssimazioni, la definizione di attività rischiose adottata nel lavoro appare complessivamente accettabile (oltretutto, il livello di disaggregazione dei dati non consente di costruire in maniera più precisa l’insieme)². Segnaliamo inoltre che, solo per comodità espositiva, con la locuzione “partecipazione al mercato finanziario” si indicherà la circostanza per cui una famiglia possiede almeno un’attività rischiosa.

Le determinanti della partecipazione al mercato finanziario (ossia del possesso di attività rischiose), e più in particolare dello sviluppo del risparmio gestito, appaiono questioni di *policy* di assoluto rilievo, sia per le implicazioni sugli assetti e l’articolazione dei sistemi di vigilanza sia per gli effetti sulle prospettive di crescita degli investitori istituzionali e del mercato dei capitali “privato”.

Numerosi studi mostrano che la decisione di partecipare al mercato finanziario è condizionata da fattori legati alle caratteristiche specifiche degli individui (reddito, ricchezza, istruzione, età, etc.). Il presente lavoro si colloca nel solco della letteratura empirica sul tema, analizzando l’effetto delle caratteristiche socio-economiche delle famiglie sulla probabilità di partecipazione al mercato finanziario e sulla probabilità di affidarsi a forme di gestione delegata del risparmio.

Il lavoro mostra che, oltre al reddito e alla ricchezza, il grado di sviluppo socio-economico dell’area di residenza ha un forte impatto sulla probabilità che una famiglia partecipi al mercato finanziario. Si mostra, inoltre, che l’acquisto di un’abitazione riduce sensibilmente la probabilità di partecipare al mercato finanziario ma solo per le famiglie meno abbienti. Per le famiglie che decidono di partecipare al mercato finanziario la probabilità di sottoscrivere prodotti del risparmio gestito è correlata positivamente con la dimensione del patrimonio da gestire e con l’avversione al rischio; a parità di altre condizioni, la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito è più bassa per le famiglie residenti in alcune Regioni del Sud. Infine, il livello di educazione finanziaria ha un impatto rilevante sulla probabilità di detenere attività rischiose ma non sulla probabilità di delegare le scelte di investimento.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo successivo offre una rassegna della letteratura sulla partecipazione delle famiglie al mercato finanziario. Il paragrafo 3 descrive la base dati utilizzata (costituita dall’Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta con cadenza biennale dalla Banca d’Italia). Il paragrafo 4 illustra l’evoluzione della situazione finanziaria delle famiglie italiane nel periodo 1989-2004 utilizzando i dati dell’indagine Banca d’Italia. I paragrafi successivi analizzano le determinanti della probabilità di partecipare al mercato finanziario (par. 5), della probabilità di “entrare” e di “uscire” dal mercato finanziario (par. 6) e della probabilità di ricorso al risparmio gestito (par. 7). Il paragrafo finale sintetizza i principali risultati e conclude.

² Nella parte empirica del lavoro (par. 5 e successivi) escluderemo tuttavia dalle attività rischiose le quote in società di persone e in società a responsabilità limitata e le azioni in società non quotate, poiché il possesso di tali attività finanziarie normalmente non riflette una esplicita scelta portafoglio ma è la conseguenza di un’attività lavorativa di carattere imprenditoriale.

2. *La partecipazione delle famiglie al mercato finanziario: una rassegna delle questioni teoriche e dei lavori empirici*

La letteratura sulle scelte di portafoglio delle famiglie è vasta e diversificata³. Per ciò che riguarda in particolare la partecipazione al mercato finanziario, numerosi studi hanno esaminato il problema con riferimento specifico alla decisione di investire in strumenti azionari. Larga parte del dibattito che emerge da questa letteratura ha però implicazioni dirette e immediate anche con riferimento al concetto più ampio di partecipazione adottato nel presente lavoro.

Relativamente all'investimento in azioni, diversi lavori hanno messo in evidenza alcune regolarità empiriche che caratterizzano i principali paesi industrializzati. In estrema sintesi, emerge che una larga fascia della popolazione non possiede (né direttamente né indirettamente) strumenti azionari e che il possesso di azioni risulta fortemente correlato con la ricchezza e con il livello di istruzione⁴.

La prima evidenza (cioè la cosiddetta *non participation*) appare in aperto contrasto con i postulati standard della teoria delle scelte di portafoglio; infatti, dato un extra-rendimento positivo delle azioni rispetto ad attività *risk free* (cioè un premio al rischio positivo), ogni individuo (anche se caratterizzato da un'elevata avversione al rischio) dovrebbe investire in azioni una quota (sia pure molto limitata) della propria ricchezza. Il tasso di partecipazione al mercato azionario dovrebbe dunque essere molto più elevato di quello empiricamente osservato⁵.

Una delle principali argomentazioni avanzate in letteratura per spiegare la bassa partecipazione è collegata alla presenza dei costi di transazione o di accesso al mercato⁶. L'acquisto di strumenti finanziari rischiosi implica, infatti, il sostenimento di costi legati alle commissioni di negoziazione, alla tenuta del conto titoli e alle commissioni per attività di consulenza; alcuni prodotti del risparmio gestito prevedono, invece, commissioni di entrata, di uscita o di *switch* e in alcuni casi sono previste soglie minime di investimento elevate (in particolare per le gestioni patrimoniali). Vi sono poi costi non monetari legati alla difficoltà di acquisire ed elaborare le informazioni necessarie per gestire e monitorare le *performance* di un portafoglio di attività rischiose, ovvero per valutare l'affidabilità dei suggerimenti forniti dai promotori finanziari o dalle banche.

Quando la ricchezza che si può investire in attività rischiose è limitata è probabile che i costi fissi di accesso al mercato siano superiori ai rendimenti attesi e dunque la non partecipazione risulta una scelta razionale; ciò spiegherebbe l'elevata correlazione fra partecipazione e ricchezza. Tuttavia, alcuni dei primi tentativi di "calibrazione" di modelli teorici multiperiodali di scelte di portafoglio mostrano che per razionalizzare la scelta di non detenere strumenti rischiosi è necessario assumere costi fissi di accesso particolarmente elevati o comunque irrealistici⁷. Studi successivi hanno invece

³ Per una rassegna si veda Curcuru *et al.* (2004) e Campbell (2006).

⁴ Cfr. Campbell *cit.*, Guiso, Haliassos, Jappelli (2002 e 2003). Con riferimento all'Italia si veda in particolare Guiso e Jappelli (2002); utilizzando una definizione di partecipazione analoga a quello del presente lavoro, gli autori documentano una forte correlazione con la ricchezza, il livello di istruzione e l'età (rispetto alla quale la partecipazione esibisce un andamento "a gobba").

⁵ Si tratta del cosiddetto *participation puzzle* o *stockholding puzzle* che è sostanzialmente speculare al (forse più noto) *equity premium puzzle* inizialmente evidenziato da Mehra e Prescott (1985), per cui dato il livello osservato del premio al rischio sarebbe necessario assumere un livello di avversione al rischio irragionevolmente elevato per giustificare lo scarso peso delle azioni nelle scelte di allocazione del risparmio.

⁶ Vi è tuttavia un filone della letteratura teorica (che non è possibile approfondire per motivi di spazio) che si concentra sulla funzione di utilità degli individui. Ang *et al.* (2005), ad esempio, mostrano che la decisione di non partecipare al mercato azionario può derivare da una funzione di utilità caratterizzata da avversione alle perdite (cosiddetta *loss aversion*), per cui i risultati positivi sarebbero sottopesati rispetto a quelli negativi.

⁷ In particolare Saito (1995) mostra che, affinché un individuo scelga di detenere esclusivamente obbligazioni (e quindi di non partecipare al mercato azionario), è necessario assumere costi di accesso variabili fra il 3 e il 54% della ricchezza investita (a seconda del livello assunto dell'avversione al rischio e dell'extra-rendimento delle azioni).

mostrato che la scelta di non partecipare può essere razionale anche in presenza di costi di accesso più contenuti⁸.

L'argomentazione dei costi di transazione non spiega però come mai il tasso di partecipazione al mercato azionario è relativamente basso anche fra le famiglie più ricche⁹, per le quali è ragionevole assumere che i rendimenti attesi sono largamente superiori ai costi fissi di accesso al mercato.

Una prima spiegazione di questo fenomeno è legata al fatto che le famiglie più ricche possono detenere partecipazioni in società non quotate o quote in imprese familiari e ciò rappresenterebbe una forma di esposizione ai rischi finanziari simile al possesso di azioni quotate; in altri termini, le partecipazioni rappresenterebbero un sostituto delle azioni nelle scelte di portafoglio delle famiglie più ricche¹⁰.

Una secondo tipo di approccio fa leva sul ruolo dell'informazione e dell'educazione finanziaria. Le scelte di portafoglio delle famiglie possono essere condizionate dalla conoscenza dell'esistenza stessa di determinati prodotti e strumenti finanziari¹¹. Il problema della consapevolezza dell'esistenza di determinate categorie di strumenti finanziari – quali le azioni e i fondi comuni – è legato anche alle dinamiche sociali attraverso le quali gli individui interagiscono e si scambiano informazioni. L'informazione sull'esistenza di un dato strumento finanziario può essere infatti acquisita sia da intermediari finanziari sia da altri individui (parenti, amici, colleghi di lavoro, etc.) ed è verosimile che in tema di scelte di portafoglio un individuo tenda a seguire i comportamenti di soggetti con i quali interagisce più strettamente o che fanno parte di una stessa comunità¹².

Oltre al tema delle dinamiche sociali nei meccanismi di trasmissione delle informazioni, un ruolo fondamentale è giocato dallo specifico livello di educazione finanziaria di ogni individuo. Pur avendo consapevolezza dell'esistenza di un dato strumento finanziario, ogni individuo affronta costi di accesso al mercato in parte legati alla necessità di selezionare, comprendere, elaborare e utilizzare le informazioni relative a quel dato strumento finanziario. Da questo punto di vista, una maggiore educazione finanziaria ha un duplice impatto: da un lato, abbassa i costi di accesso poiché rende più semplice la selezione e la comprensione dell'informazione finanziaria¹³; dall'altro, è suscettibile di aumentare i rendimenti che l'individuo si attende dall'investimento in azioni, essendo egli meglio capace di sfruttare l'informazione stessa¹⁴. Entrambi gli effetti, per quanto prima

⁸ Cfr. Haliassos e Bertaut (1995), Paiella (2001) e Polkovnichenko (2006); Vissing-Jorgensen (2002) ha stimato per il caso statunitense che costi fissi annuali pari a 50\$ possono spiegare la non partecipazione al mercato azionario nel 50% dei casi; questa percentuale sale al 75% per costi pari mediamente a 260\$.

⁹ Campbell cit. riporta che il tasso di partecipazione al mercato azionario è pari all'80% per il 20% delle famiglie americane più ricche; con riferimento al caso italiano, Guiso e Jappelli (2002) documentano che il tasso di partecipazione al mercato finanziario dell'ultimo 5% delle famiglie più ricche è pari a circa il 50%. Guiso, Haliassos e Jappelli (2003) documentano, tuttavia, una forte eterogeneità fra paesi nel tasso di partecipazione al mercato azionario (più elevato nei paesi anglosassoni e in Svezia e più basso in Francia, Italia e Germania) anche controllando per le caratteristiche socio-economiche delle famiglie. Giannetti e Koskien (2003) mostrano che il tasso di partecipazione al mercato azionario per un campione di 26 paesi è correlato positivamente con il grado di protezione degli azionisti di minoranza.

¹⁰ Cfr. Heaton e Lucas (2000b).

¹¹ Cfr. Merton (1987); Guiso e Jappelli documentano come (fra il 1995 e il 1998) il 35% delle famiglie italiane non fosse a conoscenza dell'esistenza della azioni e il 50% non fosse conoscenza dell'esistenza dei fondi comuni.

¹² Hong et. al. (2003) mostrano infatti che una più intensa interazione sociale (misurata sulla base del fatto che si conoscono o frequentano i vicini di casa e che si va regolarmente in chiesa) è associata ad una maggiore partecipazione al mercato azionario. Chiteji e Stafford (2000) mostrano invece che la probabilità di detenere azioni è sensibilmente più alta per le famiglie i cui genitori detengono azioni.

¹³ Christelis et. al. (2006) mostrano peraltro che anche il livello delle capacità cognitive degli individui (matematiche, verbali e mnemoniche) è positivamente correlato con la partecipazione al mercato azionario.

¹⁴ Cfr. Campbell cit.

argomentato, hanno un impatto positivo sulla probabilità di partecipazione al mercato azionario¹⁵. Inoltre, un basso livello di educazione finanziaria può creare una situazione di “disagio psicologico” (anche in questo caso interpretabile come un costo non monetario) legata alla circostanza di detenere strumenti finanziari dei quali si è consapevoli di non conoscere appieno le caratteristiche¹⁶.

Altri studi sostengono che la partecipazione al mercato azionario è condizionata dal grado di fiducia che ogni individuo ripone negli altri individui (e in particolare nel proprio consulente finanziario) e, più in generale, nel corretto funzionamento del “sistema” finanziario nel suo complesso, mostrando che questo fattore è suscettibile di spiegare adeguatamente il ridotto tasso di partecipazione fra le famiglie più ricche¹⁷.

In linea teorica una maggiore fiducia ha un impatto positivo sulla partecipazione soprattutto per gli individui con un livello di educazione finanziaria più basso, perché riduce l’impatto dei costi informativi di accesso al mercato; ad una maggiore fiducia negli altri si associa infatti la tendenza a sopperire alle difficoltà di selezione ed elaborazione delle informazioni finanziarie facendo affidamento sui consigli e i suggerimenti di altri individui. Una maggiore fiducia può inoltre incidere sulla partecipazione perché aumenta i rendimenti attesi dall’investimento azionario per via di una minore probabilità soggettiva assegnata all’eventualità di comportamenti scorretti da parte di emittenti o intermediari¹⁸. Questo filone di letteratura tende a sottolineare l’importanza dei fattori sociali e culturali quali importanti determinanti della partecipazione al mercato azionario, argomentando che la fiducia è a sua volta strettamente correlata con tali fattori¹⁹. E’ chiaro però che episodi quali i recenti scandali finanziari (Enron, Parmalat, Ciro) possono avere un impatto generalizzato sul livello di fiducia nel “sistema” finanziario indipendentemente dalla diversità del *background* culturale e dal livello di educazione finanziaria di ogni individuo (anzi, si potrebbe ipotizzare che questi *shock* incidano negativamente proprio sul tasso di partecipazione degli individui con una maggiore educazione finanziaria).

Ritornando al tema più generale dei motivi alla base della bassa partecipazione al mercato finanziario, un altro importante filone di letteratura si basa sull’assunto che il rischio di portafoglio non è l’unica tipologia di rischio al quale sono esposte le famiglie, poiché la maggior parte della variabilità dei redditi complessivi può essere ascrivibile alla variabilità dei redditi da lavoro o di quelli derivanti da partecipazioni in imprese non quotate (cosiddetto *background risk*). Gli individui più esposti al *background risk* (ad esempio, i lavoratori più esposti al rischio di licenziamento o i lavoratori autonomi in settori caratterizzati da un’intensa concorrenza) possono essere meno propensi a detenere attività rischiose. Il motivo di questo comportamento è dovuto al fatto che il *background risk* è un rischio non diversificabile e non assicurabile e all’aumentare di questo rischio gli individui possono reagire riducendo l’esposizione a altre forme di rischi, quali quelli legati alla

¹⁵ Con riferimento al caso statunitense è stato valutato l’impatto di programmi di “educazione finanziaria” sull’adesione a fondi pensione (segnatamente, seminari organizzati e materiali informativi messi a disposizione dal datore di lavoro ai dipendenti ai quali si prospettava l’ingresso in un fondo pensione). L’evidenza mostra una relazione positiva tra la partecipazione a seminari informativi e l’adesione a fondi pensione (Lusardi 2004).

¹⁶ Cfr. Campbell cit.

¹⁷ Cfr. Guiso *et al.* (2005b). Gli autori sostengono che anche fra le famiglie più ricche la probabilità di non avere fiducia nel “sistema” delle grandi imprese quotate è sufficientemente elevata per spiegare il basso tasso di partecipazione al mercato azionario empiricamente osservato (il problema viene inoltre amplificato in presenza di costi fissi di accesso).

¹⁸ Sul piano strettamente empirico, il ruolo del fattore fiducia misurato da Guiso *et al.* (2005b) sembra tuttavia catturare in prevalenza il primo tipo di effetto (riduzione dei costi informativi). Infatti, essi mostrano che l’impatto della fiducia è nullo per livelli di istruzione elevati (quanto maggiore è l’istruzione tanto più la scelta di detenere azioni è consapevole) e ciò sembrerebbe indicare che la variabile utilizzata non cattura appieno anche la fiducia nel sistema finanziario nel suo complesso; viceversa, ci si aspetterebbe che l’effetto della fiducia persista anche in presenza di elevati livelli di educazione (un individuo con un’elevata educazione non ha infatti elementi oggettivi per valutare a priori la veridicità delle informazioni societarie o la probabilità di frodi da parte di manager, azionisti di controllo o intermediari).

¹⁹ Cfr. Guiso *et al.* (2005a).

partecipazione al mercato finanziario, anche se si tratta di rischi non correlati con il *background risk*²⁰. Le partecipazioni in imprese non quotate sono pure una fonte di *background risk* sebbene, come argomentato in precedenza, esse possono essere anche viste come un sostituto degli investimenti in azioni nelle scelte di allocazione del risparmio delle famiglie più ricche.

Tuttavia, come nel caso dei costi fissi, la letteratura basata su esercizi di “calibrazione” di modelli teorici di scelte di portafoglio intertemporali non riesce sempre a razionalizzare appieno la decisione di non partecipare anche assumendo un elevato livello del *background risk* legato alla variabilità dei redditi da lavoro²¹ o da partecipazioni²².

Vi è, infine, un ulteriore importante filone della letteratura che riguarda la relazione fra scelte di portafoglio, investimenti in attività reali e indebitamento. L’ottimalità di un’esposizione bassa o nulla al mercato finanziario non può infatti essere valutata in astratto, dovendosi tenere conto degli investimenti in altri *asset* rischiosi quali le attività reali, della correlazione fra i rendimenti di tali attività con quelli delle attività finanziarie²³ e della leva finanziaria normalmente associata agli investimenti in attività reali. Il problema della leva finanziaria è importante perché una famiglia potrebbe decidere di finanziare l’acquisto di un immobile sia ricorrendo al debito sia riducendo (o azzerando) l’esposizione al mercato finanziario (in questo senso, un elevato grado di indebitamento potrebbe in parte contribuire a finanziare o a mantenere posizioni in strumenti rischiosi).

Per molte famiglie l’abitazione di residenza è l’investimento finanziario più rilevante e allo stesso tempo quello più illiquido; esso rappresenta normalmente la quota di gran lunga preponderante della ricchezza complessiva e si associa all’assunzione di un certo livello di indebitamento. Queste caratteristiche dell’abitazione di proprietà sono suscettibili di avere effetti contrastanti sulla decisione di partecipazione al mercato finanziario. Da un lato, l’elevato impegno finanziario e l’indebitamento associato tendono a ridurre la ricchezza disponibile per investimenti in strumenti rischiosi (accentuando il problema dei costi di accesso)²⁴; dall’altro, la bassa correlazione fra i rendimenti delle attività reali e quelli delle azioni dovrebbero indurre ad una maggiore propensione all’investimento in attività rischiose²⁵.

La questione degli investimenti in attività reali si riallaccia, inoltre, all’evidenza empirica (ampiamente documentata) della più bassa propensione dei giovani a detenere attività rischiose. Tale evidenza può essere spiegata sulla base delle argomentazioni fin ora esaminate (i giovani, percependo redditi più bassi e/o variabili e avendo una minore ricchezza da investire in strumenti rischiosi, sono più esposti al problema dei costi fissi di accesso e al *background risk*); tuttavia, se si

²⁰ Cfr. Kimball (1993) e Guiso, Jappelli e Terlizzese (1996) per una delle prime applicazioni empiriche al problema delle scelte di portafoglio. Guiso e Jappelli (2002) mostrano, con riferimento alle famiglie italiane, che il tasso di disoccupazione nella provincia di residenza, assunto appunto come *proxy* del *background risk*, riduce in maniera significativa la probabilità di partecipare al mercato finanziario.

²¹ Heaton e Lucas (1997) presentano un modello in cui la decisione di investire esclusivamente in obbligazioni (e non in azioni) emerge come soluzione solo nel caso di elevata avversione al rischio e redditi da lavoro molto bassi (e dunque tali risultati non appaiono sufficienti a spiegare il basso tasso di partecipazione al mercato azionario empiricamente osservato). Haliassos e Michaelides (2003) mostrano che il rischio relativo alla variabilità dei redditi da lavoro è relativamente poco importante rispetto ai costi fissi di accesso nello spiegare la partecipazione. Infine, Gomes e Michaelides (2005) presentano un modello che riesce a generare tassi di partecipazione simili a quelli osservati assumendo eterogeneità nel livello di avversione al rischio e rischi non assicurabili legati alla variabilità dei redditi da lavoro.

²² Cfr. Heaton e Lucas (2000a).

²³ Cfr. Pellizzon e Weber (2003).

²⁴ Cfr. Cocco (2005).

²⁵ Cocco cit. presenta tuttavia un modello in cui il rischio della variabilità dei prezzi degli immobili ha un impatto negativo sulla quota investita in azioni (in particolare per le famiglie meno ricche) mentre ha un impatto praticamente nullo sulla partecipazione.

assume che i giovani sono più soggetti a razionamento sul mercato del credito e risparmino essenzialmente per acquistare l'immobile di residenza, si può ipotizzare che essi reagiscano al rischio di variabilità dei prezzi delle abitazioni riducendo l'esposizione ai rischi finanziari, oppure che preferiscano investimenti in attività molto liquide per cogliere facilmente le opportunità che si presentano sul mercato immobiliare²⁶. In alcuni modelli teorici si postula una tensione fra la possibilità che i rendimenti dell'investimento in attività rischiose possano consentire di anticipare il momento dell'acquisto dell'immobile e il rischio invece di un allungamento dei tempi; inoltre, proprio per i più giovani e per coloro che hanno una ricchezza complessiva limitata (e dunque con maggiori vincoli nell'accesso al credito) l'investimento in immobili riduce la ricchezza investibile in attività rischiose e aumenta l'esposizione al problema dei costi di accesso²⁷.

3. *L'indagine Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane.*

La fonte dei dati utilizzati nel presente lavoro è costituita dall' "Indagine sui bilanci delle famiglie italiane" della Banca d'Italia²⁸. Si tratta di una rilevazione campionaria condotta con cadenza biennale particolarmente ricca di informazioni sulla situazione finanziaria e sulle caratteristiche socio-economiche delle famiglie. Per ciò che riguarda in particolare lo scopo del presente lavoro, l'indagine contiene informazioni sulle attività finanziarie possedute dalle famiglie con un elevato grado di disaggregazione per tipologie di strumenti e prodotti.

Il *dataset* presenta alcuni limiti tipici delle indagini campionarie messi in luce in numerosi studi. I dati tendono a sottostimare la ricchezza finanziaria a causa principalmente della correlazione negativa fra partecipazione all'indagine e livello di ricchezza (*non-response*) e della tendenza degli intervistati a non ricordare (effetto memoria) o a non dichiarare gli strumenti finanziari che possiedono (*non-reporting*) oppure il loro pieno ammontare (*under-reporting*) (cfr. ad esempio Brandolini *et al.*, 2004).

I dati dell'indagine mostrano rilevanti discrepanze rispetto ai dati dei conti finanziari diffusi sempre dalla Banca d'Italia²⁹. I conti finanziari presentano caratteristiche metodologiche e strutturali radicalmente diverse rispetto all'indagine, sia per ciò che riguarda la definizione del settore famiglie (che nei conti è basata sul sistema SEC95) sia per il fatto che per alcune voci tale settore è calcolato a residuo rispetto agli altri settori istituzionali. Bonci *et al.* (2005) presentano un confronto fra le due fonti dopo averle rese omogenee rispetto alla definizione e a criteri di valutazione di alcune variabili. Le discrepanze che permangono fra le due basi dati sembrano da imputare ad errori nell'indagine dovuti principalmente alla incompletezza delle liste (*non-coverage*), alla non corretta realizzazione del processo di elaborazione (*processing error*), alla mancata partecipazione di alcune delle famiglie selezionate per l'intervista (*non-response*) e alla reticenza degli intervistati a dichiarare l'ammontare esatto delle attività finanziarie possedute (*under-reporting e non-reporting*).

Per ciò che riguarda il *non-response*, D'Alessio e Faiella (2002) propongono un metodo di correzione dei pesi campionari sulla base della stima della probabilità di non partecipare all'indagine; tale stima viene ottenuta supponendo che le famiglie maggiormente reticenti a partecipare all'indagine possano essere rappresentative anche di quelle che non hanno voluto sottoporsi all'intervista.

²⁶ Cfr. Guiso e Jappelli (2002).

²⁷ Cfr. Cocco *cit.*

²⁸ Si tratta di una base dati utilizzata in numerosi lavori sulle scelte di portafoglio delle famiglie (in particolare, fra quelli indicati nel precedente paragrafo, Guiso, Jappelli e Terlizzese 1996 e Guiso e Jappelli 2002 e 2004).

²⁹ Tra i molti lavori che affrontano tale questione si ricordano Biancotti *et al.* (2004), Brandolini *et al.* (2004), Cannari *et al.* (1990), Cannari e D'Alessio (1993), D'Alessio e Faiella (2002), Faiella e Neri (2004), Bonci *et al.*, (2005).

Per ciò che riguarda invece il problema dell'*under-reporting* e del *non-reporting*, Cannari e D'Alessio (1993) hanno proposto una procedura di correzione dei dati che si basa sui risultati di un'indagine effettuata nel 1987 dalla Banca Nazionale del Lavoro presso i propri clienti. Per il particolare rapporto di fiducia fra intervistato e intervistatore si ipotizza infatti che l'indagine BNL non sia affetta in maniera rilevante da errori di *under* e *non-reporting*.

Anche tenendo conto delle correzioni ai dati dell'indagine per gli errori dovuti al *non response* e all'*under* e *non-reporting* con le metodologie appena citate, Bonci *et al* (2005) rilevano la permanenza di rilevanti differenze rispetto ai conti finanziari, sostenendo che, in definitiva, l'Indagine coglie meglio le scelte di portafoglio della famiglia mediana rispetto al reddito, mentre nei conti finanziari il peso delle famiglie più abbienti rimane più elevato. Nella misura in cui le scelte di portafoglio delle famiglie più ricche sono significativamente diverse rispetto a quelle delle altre famiglie (come illustrato nel par. precedente), le due fonti forniranno statistiche diverse.

4. L'evoluzione della situazione finanziaria delle famiglie italiane nel periodo 1989-2004 nell'Indagine sui bilanci delle famiglie³⁰

I dati dell'indagine campionaria condotta dalla Banca d'Italia mostrano una crescita costante del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile fino al 2002, mentre nel 2004 per la prima volta tale rapporto si riduce, passando da circa 2 nel 2002 a poco meno di 1,6 (Fig. 1). La contrazione è imputabile prevalentemente ad una diminuzione del rapporto fra depositi e reddito disponibile e attività rischiose e reddito disponibile.

Fino al 1998 la crescita del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile era dovuta in prevalenza alla dinamica degli investimenti in attività rischiose, che crescevano a tassi superiori al reddito disponibile per differenziali compresi fra il 10 e il 40% circa, mentre la crescita degli investimenti in titoli di Stato italiani e depositi risultava sostanzialmente allineata alla crescita del reddito disponibile. Nel 2004 si assiste invece, per la prima volta dal 1989, ad un tasso di crescita delle attività finanziarie negativo e inferiore al tasso di crescita del reddito disponibile.

Sebbene, come accennato nel precedente paragrafo, l'Indagine tenda a fornire dati molto diversi da quelli dei conti finanziari, anche utilizzando quest'ultima fonte si conferma una riduzione del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile negli anni più recenti, sebbene con una dinamica diversa rispetto a quella illustrata nella fig. 1³¹.

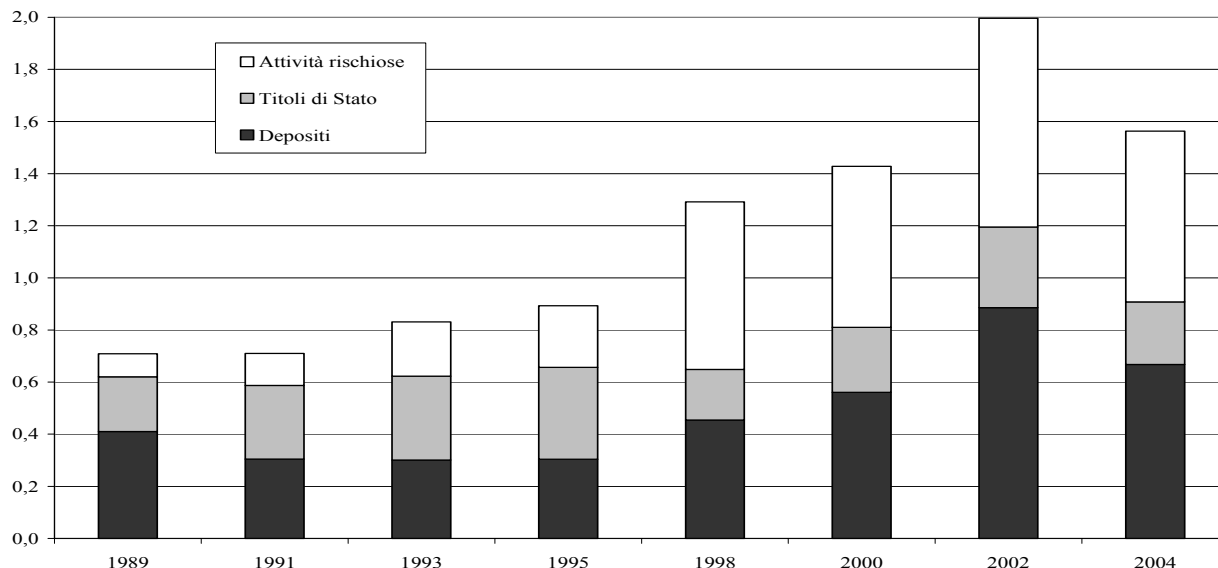
A questa dinamica delle attività finanziarie si accompagna una forte crescita del peso delle attività reali sul reddito disponibile (da circa 6,0 nel 2002 a 6,7 nel 2004) e un incremento altrettanto marcato delle passività finanziarie, che passano dal 15 al 20% circa del reddito disponibile (fig. 2). Per ciò che riguarda la dinamica delle attività reali, la crescita del rapporto rispetto al reddito disponibile sembra da ricondurre principalmente al rialzo dei prezzi delle abitazioni. La fig. 3 mostra che la quota di famiglie che possiede l'abitazione di residenza è rimasta sostanzialmente stabile fra il 2000 e il 2004, dopo essere cresciuta considerevolmente negli anni novanta, mentre

³⁰ Si ringrazia la Banca d'Italia per averci gentilmente messo a disposizione i dati delle attività finanziarie corretti per l'*under reporting* secondo la procedura sviluppata da Cannari e D'Alessio (1993) e i pesi campionari corretti per le mancate risposte all'indagine (*non response*) sulla base della metodologia sviluppata da D'Alessio e Faiella (2002).

³¹ Bartiloro *et. al.* (2006) mostrano, sulla base dei conti finanziari, che il rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie italiane passa, fra il 2000 e il 2004, dal 3,38 al 3,28. La differenza fra l'ordine di grandezza di questi valori e quelli riportati nella figura 1 dipende, oltre che dalle citate differenze strutturali fra le due fonti di dati, dal fatto che i dati dei conti finanziari includono il valore degli investimenti in assicurazioni e fondi pensione, mentre, come sarà illustrato meglio di seguito, i dati dell'Indagine non riportano questa informazione.

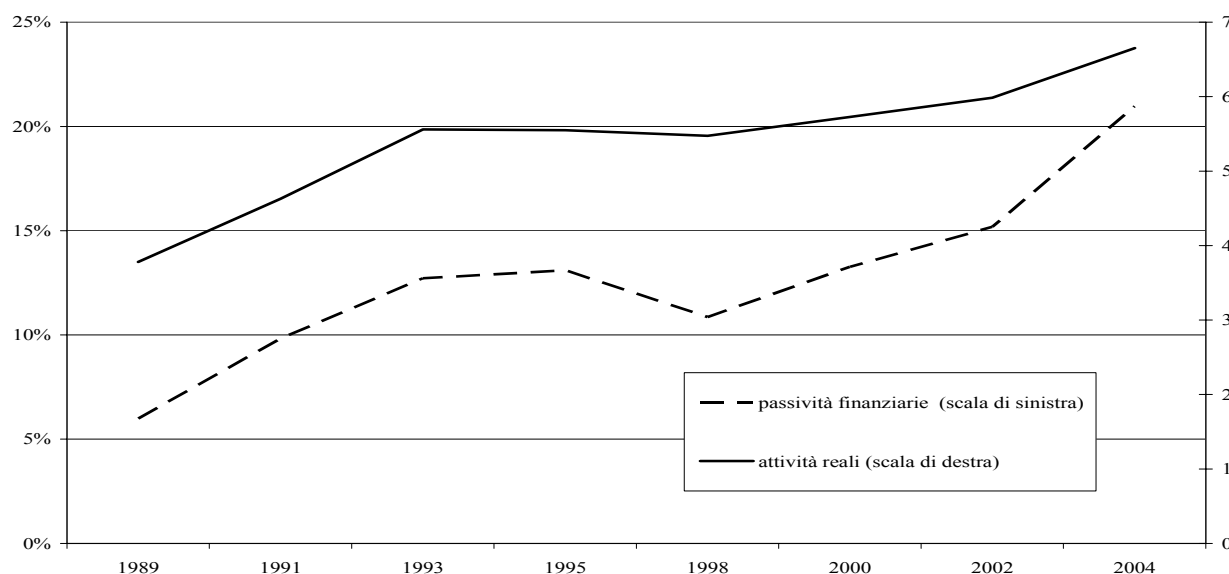
una stima del flusso di famiglie che ha acquistato un'abitazione (nel periodo intercorrente fra ogni indagine e la precedente) indica una sostanziale stabilità del numero di transazioni (salvo un picco fra il 1996 e il 1998).

Fig. 1 – Rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie italiane



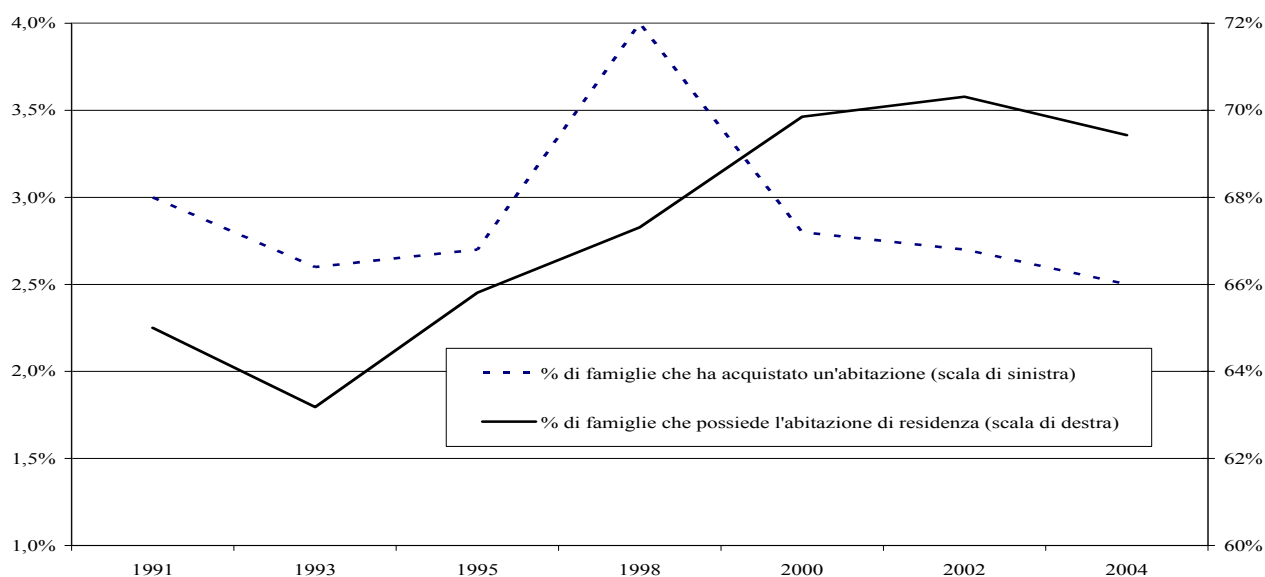
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. I titoli rischiosi comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *non- e under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie e del reddito disponibile sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Fig. 2 – Attività reali e indebitamento delle famiglie italiane (in rapporto al reddito disponibile)



Fonte: elaborazioni su dati della Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività reali, delle passività finanziarie e del reddito disponibile sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

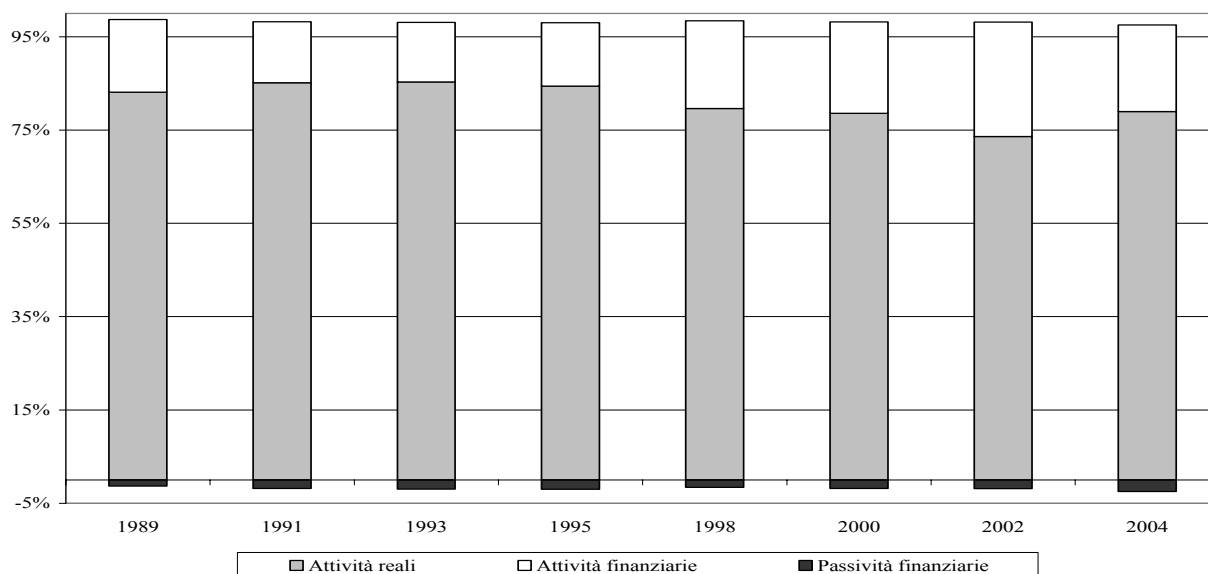
Fig. 3 – Investimenti in abitazioni delle famiglie italiane



Fonte: elaborazioni su dati della Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. La percentuale di famiglie che ha acquistato un'abitazione (sono escluse donazioni ed eredità) è calcolata con riferimento al periodo intercorrente fra l'anno di riferimento e quello dell'indagine precedente e con riferimento alle sole famiglie che hanno partecipato ad almeno due indagini consecutive. I pesi campionari utilizzati per stimare la percentuale di famiglie che possiedono un'abitazione riferita alla popolazione sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Questa dinamica del mercato immobiliare si riflette nel fatto che nel 2004, per la prima volta dal 1993, è aumentato il peso delle attività reali sulla ricchezza netta delle famiglie (data dalla somma delle attività finanziarie e delle attività reali al netto delle passività finanziarie) (Fig. 4). Le passività finanziarie, nonostante l'elevato tasso di crescita, mantengono invece un'incidenza modesta sulla ricchezza complessiva delle famiglie.

Fig. 4 – Composizione della ricchezza netta delle famiglie italiane

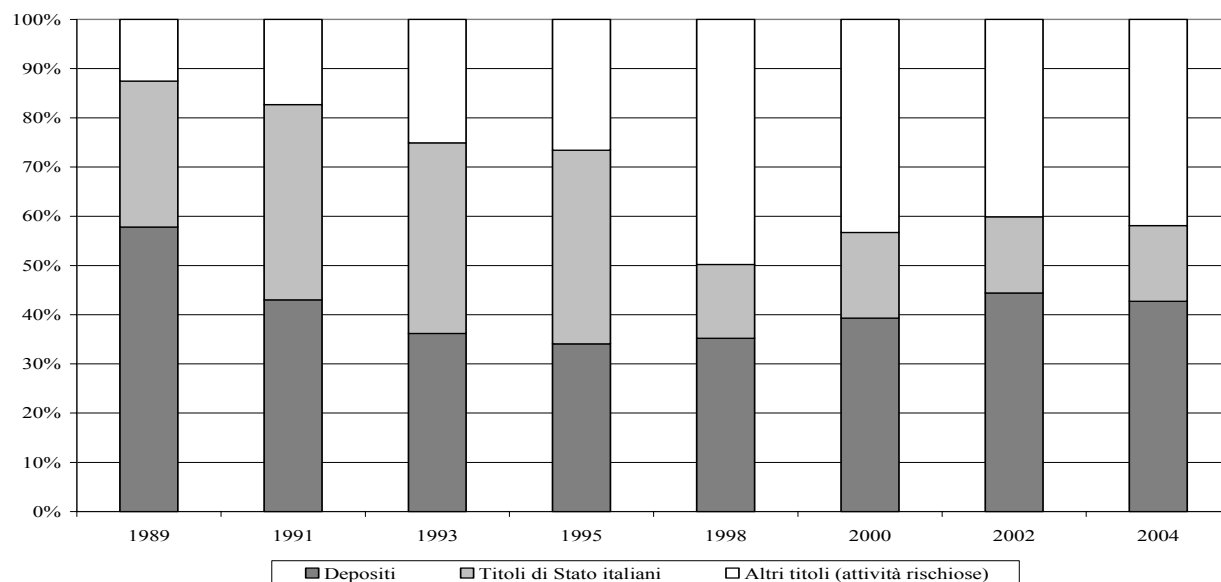


Fonte: elaborazioni su dati della Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *non- e under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie, delle attività reali e delle passività finanziarie sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Analizzando in dettaglio la composizione delle attività finanziarie delle famiglie, nel periodo 2000-2004 si rileva una sostanziale stabilità della ripartizione fra *asset* rischiosi (azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito e titoli esteri) e non rischiosi (depositi e titoli di Stato italiani); si registra tuttavia una riduzione della quota delle attività rischiose di circa 10 punti percentuali rispetto al 1998 (fig.5).

E' importante sottolineare che, a differenza dei conti finanziari, i dati dell'Indagine non contengono informazioni sul valore degli investimenti in prodotti assicurativi e previdenziali (assicurazioni vita, fondi pensione, etc.) e dunque i dati sulla composizione del portafoglio tendono a divergere considerevolmente fra le due fonti³²; tuttavia, l'Indagine consente di sapere se una famiglia paga premi per assicurazioni vita o pensioni integrative e, come verrà illustrato di seguito, questa informazione verrà sfruttata per costruire un indicatore della partecipazione al mercato finanziario in senso più ampio.

Fig. 5 – Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane

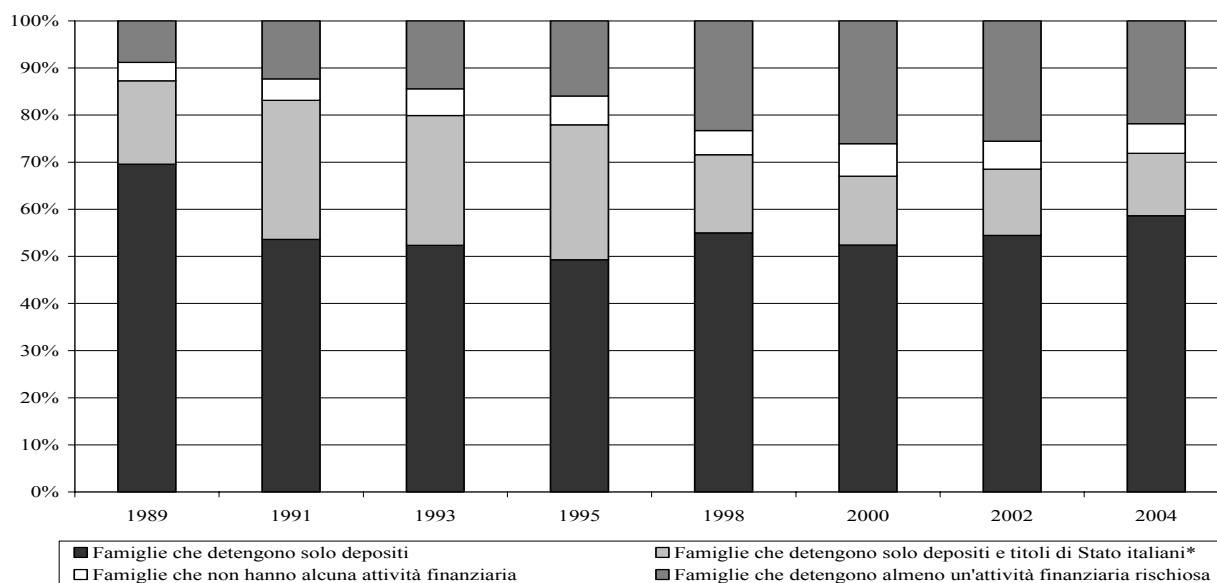


Fonte: elaborazioni su dati della Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie. Per depositi si intendono i depositi bancari in conto corrente e a risparmio, i certificati di deposito, i pronti contro termine, i depositi postali e i buoni fruttiferi postali. Gli altri titoli (attività rischiose) comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *non- e under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Mettendo a confronto il 2000 con il 2004, si rileva una sensibile riduzione del tasso di partecipazione al mercato finanziario, inteso appunto come quota di famiglie che detiene almeno uno strumento rischioso (fig. 6). Tale quota si riduce di circa 5 punti percentuali, passando dal 26 al 21% circa. Gran parte di questa dinamica è dovuta alle famiglie con reddito più elevato (ultimo quartile), il cui tasso di partecipazione al mercato finanziario si riduce di circa 10 punti percentuali, dal 50% circa nel 2000 al poco più del 40% nel 2004; questi dati confermano peraltro le evidenze riportate da Guiso e Jappelli (2002) per cui anche fra le famiglie più ricche il tasso di partecipazione al mercato finanziario è relativamente basso. In appendice si riportano ulteriori statistiche descrittive sulla correlazione fra la partecipazione e alcune variabili socio-economiche (ricchezza, istruzione e area di residenza) che mostrano risultati sostanzialmente in linea con quelli documentati in precedenti lavori (cfr. Guiso e Jappelli 2002).

³² I dati dell'Indagine inoltre, a differenza dei conti finanziari, non riportano la quota del circolante.

Fig. 6 – Distribuzione delle famiglie italiane per tipologia di attività finanziarie possedute



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane,* Include le famiglie che hanno solo titoli di Stato (sempre al di sotto dello 0,1%), Per depositi si intendono i depositi bancari in conto corrente e a risparmio, i certificati di deposito, i pronti contro termine, i depositi postali e i buoni fruttiferi postali. Le attività rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *non- e under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

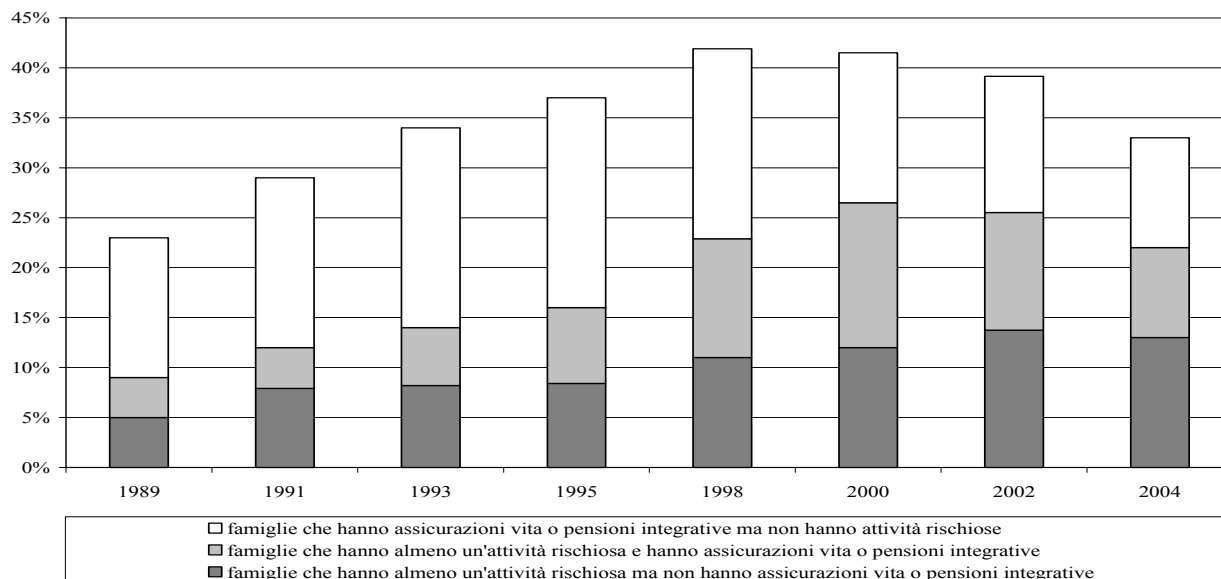
Come in precedenza accennato, un indicatore del tasso di partecipazione al mercato finanziario in senso più ampio può essere ottenuto considerando anche le famiglie che detengono esclusivamente prodotti del risparmio gestito di tipo assicurativo e previdenziale, quali assicurazioni vita e pensioni integrative. Si tratta, infatti, di prodotti i cui rendimenti sono agganciati a parametri di mercato e implicano profili di rischio simili ai prodotti tradizionali del risparmio gestito. Le assicurazioni vita, in particolare, sono ormai sempre più prodotti in cui prevale la componente finanziaria, come nel caso delle polizze *unit* o *index linked*.

La fig. 7 mostra che una quota consistente di famiglie, pur non detenendo attività finanziarie rischiose in senso stretto, possiede assicurazioni vita o pensioni integrative; tale quota cresce fra il 1989 e il 1995, passando dal 14 al 21% circa, mentre successivamente si riduce fino ad arrivare all'11% circa nel 2004. I dati mostrano poi che una quota rilevante delle famiglie che ha almeno un'attività rischiosa ha anche assicurazioni vita o pensioni integrative. Nel 2004 la quota di famiglie che possiede un'attività rischiosa in senso lato (cioè includendo assicurazioni vita e pensioni integrative) si riduce di 8 punti percentuali rispetto al 2000, passando dal 41 al 33% circa.

La fig. 8 mostra una forte riduzione del tasso di diffusione dei prodotti del risparmio gestito che ha interessato in particolare i prodotti di tipo assicurativo e previdenziale. Fra il 2000 e il 2004 la quota delle famiglie che possiedono fondi comuni o gestioni individuali scende dal 14,6 al 10,2%, mentre la quota delle famiglie che detengono un'assicurazione vita o una pensione integrativa scende dal 30 al 20% circa; complessivamente, la percentuale di famiglie che detiene un qualsiasi tipo di prodotto del risparmio gestito scende invece dal 35,5 al 25,2%³³.

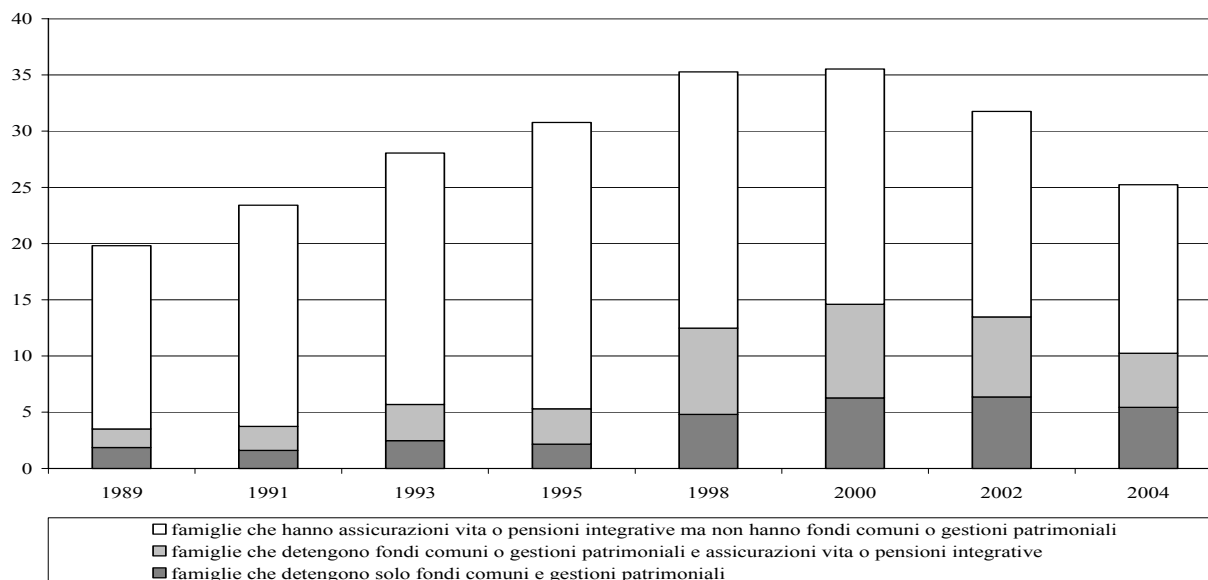
³³ I dati dei conti finanziari confermano la riduzione del peso del risparmio gestito tradizionale (fra il 2000 e il 2004 la quota investita in fondi comuni scende dal 16,6 al 10,8% delle attività finanziarie delle famiglie) mentre indicano un aumento del peso delle assicurazioni e fondi pensione (dall'11,9 al 16,5% nello stesso periodo) (cfr. Bartiloro *et. al.*, op. cit.).

Fig. 7 – Percentuale delle famiglie italiane che possiedono un'attività finanziaria rischiosa, un'assicurazione vita o una pensione integrativa



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *non- e under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie, delle assicurazioni e delle pensioni integrative sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Fig. 8 – Percentuale delle famiglie italiane che possiedono prodotti del risparmio gestito



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

In conclusione, i dati dell'Indagine Banca d'Italia mettono in luce una crescita costante della partecipazione delle famiglie al mercato finanziario (sia in senso stretto che "allargato") e del tasso di penetrazione del risparmio gestito fino al 1998. Fra il 2000 e il 2004, invece, la partecipazione si riduce di circa 5 punti percentuali (di oltre 8 punti percentuali se si considera anche il possesso di attività assicurative e previdenziali) e il tasso di penetrazione del risparmio gestito si riduce di circa

4 punti percentuali (di circa 10 punti percentuali se si considerano anche le assicurazioni vita e le pensioni integrative).

La crescita dei prezzi delle abitazioni e l'aumento dell'indebitamento potrebbero avere inciso sulla riduzione del tasso di partecipazione: l'aumento dei prezzi delle abitazioni potrebbe avere ridotto le risorse disponibili per l'investimento in attività rischiose esponendo le famiglie più giovani e meno abbienti al problema dei costi fissi di accesso al mercato finanziario; l'aumento degli oneri per il servizio del debito potrebbe avere amplificato il *background risk* determinando una preferenza per attività più liquide e meno rischiose.

Il periodo 2003-2004 è stato caratterizzato dal *default* della Repubblica argentina e di importanti società quotate che avevano raccolto ingenti risorse fra il pubblico (in particolare Parmalat e Cirio). Tali episodi, sostanzialmente nuovi nella storia recente del mercato italiano, hanno scosso la fiducia dei risparmiatori nel corretto funzionamento del sistema finanziario. Poiché alcuni degli studi passati in rassegna nel par. 2 hanno mostrato che la fiducia è un'importante determinante della partecipazione al mercato finanziario, appare legittimo ipotizzare che la dinamica del tasso di partecipazione fra il 2002 e il 2004 sia stata influenzata in qualche misura dai citati scandali finanziari. Un limite di questa linea interpretativa è però rappresentato dal fatto che fra il 2002 e il 2004, in termini di *stock*, la composizione del portafoglio delle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata (si veda la precedente fig. 5); inoltre, come detto, la riduzione del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile è imputabile sia alla dinamica dei depositi che a quella delle attività rischiose (si veda la fig.1).

E' interessante osservare che anche nel periodo 2000-2002 i mercati finanziari sono stato interessati da forti *shock* (il crollo delle borse, gli eventi dell'11 settembre e le conseguenti tensioni geopolitiche, gli scandali societari negli USA) ma in questo periodo i dati dell'Indagine non evidenziano cambiamenti nel tasso di partecipazione e il rapporto fra attività rischiose e reddito disponibile continua a crescere a livelli elevati (fig.1) (tuttavia, in termini di *stock* la fig. 5 mostra un sensibile aumento del peso dei depositi e una lieve riduzione del peso delle attività rischiose).

Appare difficile anche razionalizzare la riduzione della diffusione del risparmio gestito fra il 2000 e il 2004. Sotto questo profilo non può esservi stato un effetto legati agli scandali Cirio e Parmalat dato che è apparso immediatamente chiaro che i titoli di tali emittenti erano praticamente assenti nei portafogli gestiti. Una possibile spiegazione va probabilmente ricercata nei bassi rendimenti e nell'aumento dei costi: fra il 2000 e il 2004 le *performance* dei fondi comuni italiani sono state deludenti e largamente inferiori ai *benchmark*³⁴, mentre le commissioni complessive sono sensibilmente aumentate³⁵.

Il tema delle determinanti delle scelte finanziarie delle famiglie negli anni più recenti appare dunque aperto e di particolare interesse in chiave di *policy*. L'analisi empirica che segue offre alcuni elementi interpretativi delle dinamiche congiunturali che verranno illustrati con ulteriori riflessioni nel paragrafo conclusivo.

³⁴ Si veda il rapporto annuale Mediobanca "Dati di 1.172 fondi e SICAV italiani (1984-2005)" e le tavole di dettaglio disponibili sul sito internet di Mediobanca.

³⁵ Dal 2001 al 2004 sono cresciute dall'1 all'1,2% circa della massa gestita (cfr. CONSOB, Relazione Annuale 2005, tav. 28).

5. *Le determinanti della partecipazione al mercato finanziario*

In questo paragrafo viene analizzata empiricamente la rilevanza delle principali determinanti della decisione di partecipare al mercato finanziario utilizzando stime basate su un modello *probit* applicato ai dati *panel* dell'Indagine Banca d'Italia sul periodo 1995-2004³⁶. Si sono utilizzati i dati "grezzi" (cioè non corretti per l'*under reporting* e il *non reporting*) poiché in questo modo è possibile escludere dalle attività rischiose le quote in società di persone e a responsabilità limitata e le azioni di società non quotate³⁷ e analizzare invece esclusivamente le determinati del possesso di azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri e prodotti del risparmio gestito. La variabile dipendente è dunque una *dummy* che assume valore pari a uno se una famiglia possiede almeno una delle seguenti attività finanziarie: obbligazioni, quote di fondi comuni, azioni quotate, gestioni patrimoniali, titoli esteri. Una seconda specificazione si basa invece sulla partecipazione in senso lato, dove cioè la variabile dipendente è una *dummy* pari a uno se la famiglia possiede una delle precedenti attività rischiose ovvero un'assicurazione vita o una pensione integrativa.

Le variabili indipendenti utilizzate catturano i diversi fattori che influiscono sulla partecipazione discussi nel paragrafo 2 (ricchezza e reddito³⁸, istruzione, condizione professionale, possesso di un'abitazione, sottoscrizione di un mutuo o di una passività finanziaria, età³⁹). Come *proxy* del grado di educazione finanziaria, oltre a una *dummy* per il possesso del diploma di laurea, si è utilizzata una *dummy* che assume valore uno nel caso in cui il capofamiglia sia impiegato nel settore dell'intermediazione finanziaria; inoltre, si è utilizzata un'ulteriore *dummy* pari ad uno nel caso in cui una famiglia paghi premi per assicurazioni vita o pensioni integrative. Quest'ultima circostanza può essere infatti indice di un maggiore grado di educazione finanziaria, sebbene è anche possibile che gli investimenti in prodotti assicurativi e previdenziali tendano a "spiazzare" quelli in attività rischiose. Infine, data la considerevole profondità temporale del *dataset* sono state inserite *dummy* annuali che catturano l'andamento congiunturale del mercato finanziario.

Per ciò che riguarda il *background risk* legato al possesso di partecipazioni, è stata inserita una *dummy* che assume valore pari a uno nel caso in cui una famiglia detenga quote in società di persone o a responsabilità limitata o azioni di società non quotate per catturare la natura

³⁶ Solo a partire dal 1995 sono infatti disponibili informazioni accurate sul possesso di titoli esteri (i dati sono tratti dall'Archivio Storico dell'Indagine in cui sono contenute informazioni rese omogenee alla luce delle numerose modifiche introdotte negli anni). La scelta di utilizzare i dati *panel* è giustificata dai risultati del *likelihood ratio* test che permette di rifiutare l'ipotesi nulla che il coefficiente correlazione fra due periodi qualsiasi dell'errore composito latente sia uguale a zero e del test di Hausman che indica che lo stimatore di massima verosimiglianza sulle *pooled cross-section* è inconsistente. Si è utilizzato un modello *probit* a effetti *random* poiché la limitata variabilità temporale di alcune variabili socio-economiche (occupazione, livello di istruzione, regione di residenza, etc.) avrebbe reso inefficienti le stime basate su di un modello a effetti fissi.

³⁷ La correzione per l'*under* e il *non reporting* è infatti disponibile esclusivamente con riferimento all'aggregato composto da partecipazioni e azioni non quotate, azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri, fondi comuni e gestioni individuali. L'utilizzo di dati corretti non consente quindi di incorporare le partecipazioni e le azioni non quotate dal calcolo della partecipazione al mercato finanziario.

³⁸ Per queste variabili si è utilizzata una *dummy* per il quartile di appartenenza della famiglia per cogliere più facilmente gli effetti non lineari rispetto alla partecipazione documentati in altri lavori empirici. La *dummy* esclusa è quella relativa all'appartenenza al primo quartile di reddito o ricchezza per cui, avendo utilizzato un modello con la costante, gli effetti marginali che saranno illustrati sono da intendersi rispetto alle famiglie del primo quartile.

³⁹ Data la possibile correlazione fra alcune di queste variabili, quali reddito, ricchezza e istruzione, è stata effettuata un'analisi della collinearità dei regressori basata sulla stima dei *variance inflation factors* (funzione dei coefficienti di determinazione delle regressioni di ciascuna variabile indipendente rispetto agli altri regressori del modello) e dei *condition indices* (analisi degli autovalori della matrice $X'X$ dove X è la matrice dei regressori). Come si dirà meglio più avanti, sulla base di tale analisi solo l'indice regionale di diffusione degli sportelli bancari è caratterizzato da un grado di collinearità con gli altri regressori così rilevante da dover essere escluso dal modello.

sostanzialmente imprenditoriale dell'attività della famiglia; come argomentato nel paragrafo 2, questo aspetto è infatti suscettibile di condizionare la partecipazione⁴⁰.

Più problematica risulta invece l'individuazione di variabili che catturano il *background risk* legato alla variabilità dei redditi da lavoro. A questo scopo si è utilizzata una *dummy* per la Regione di residenza della famiglia; data la forte variabilità dei livelli di sviluppo socio-economico fra le Regioni italiane, l'area di residenza può catturare efficacemente il rischio di variabilità del reddito da lavoro⁴¹; si è omessa la *dummy* relativa alla residenza in Calabria poiché, sulla base dell'indice sintetico di sviluppo socio-economico elaborato dalla Confindustria, questa Regione si è sempre posizionata all'ultimo posto nel periodo 1996-2004⁴² e gli effetti marginali delle *dummy* regionali saranno misurati rispetto ad una famiglia residente in Calabria (avendo utilizzato un modello con la costante). Come ulteriore *proxy* del *background risk* si è utilizzata una *dummy* per la residenza in un comune piccolo (meno di 20.000 abitanti) e una *dummy* pari ad uno nel caso il capo famiglia sia un lavoratore autonomo (e quindi verosimilmente con una variabilità del reddito maggiore rispetto a quella di un lavoratore dipendente).

E' importante sottolineare che la Regione di residenza non cattura esclusivamente il *background risk*. Secondo alcuni autori, infatti, le regioni del Sud Italia sarebbero caratterizzate da un più basso livello di "capitale sociale" e di fiducia negli individui (in particolare di quelli estranei alla cerchia familiare)⁴³ e ciò come visto può avere un impatto rilevante sulla partecipazione al mercato finanziario, indipendentemente dal *background risk*. Altri autori sottolineano che le regioni del Sud Italia sarebbero caratterizzate da un più basso tasso di interazione sociale e questo fattore, come argomentato nel paragrafo 2, ha un impatto negativo sul tasso di partecipazione perché incide negativamente sui meccanismi di trasmissione delle informazioni sull'esistenza e le caratteristiche dei vari strumenti finanziari⁴⁴. Infine, la Regione di residenza si associa ad un diverso grado di

⁴⁰ Cfr. in particolare Heaton e Lucas (2000b).

⁴¹ Un indicatore più preciso poteva essere costruito sulla base della provincia di residenza (cfr. Guiso e Jappelli 2002) ma la Banca d'Italia non rende pubblica tale informazione.

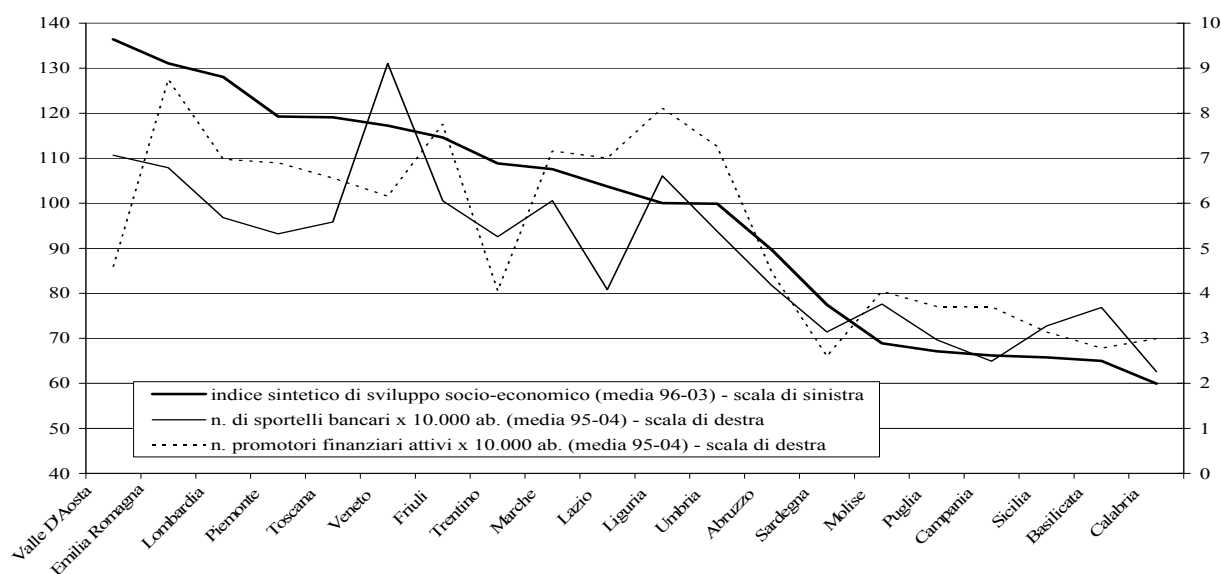
⁴² Cfr. Confindustria, Indici di sviluppo delle province italiane, anni vari.

⁴³ Si veda in particolare Guiso *et. al.* (2004) che riprendono le idee alla base delle analisi sulla realtà italiana degli studiosi di scienze politiche Banfield e Putnam. Putnam, nel suo libro "*Making Democracy Work. Civic Tradition in Modern Italy*" (1993), mette in relazione il relativo insuccesso dell'introduzione del livello di governo regionale a partire dal 1970 nel Sud Italia con un più basso livello di "senso civico" o "capitale sociale" rispetto al Nord, misurato sulla base dell'interesse nella politica e della tendenza a far parte di attività associative. Lo studio di Putnam, che ovviamente non ha mancato di suscitare controversie e reazioni da parte di diversi studiosi italiani, tende in realtà a travalicare la questione del funzionamento e dell'impatto dell'introduzione del livello di governo regionale nella politica italiana e finisce per misurarsi con il problema molto più complesso delle cause del differente sviluppo tra il Nord e il Sud del paese (costringendo l'autore a risalire indietro di circa un millennio e a individuarle nei diversi effetti della dominazione normanna nel Sud e dell'esperienza dei comuni nel Nord). Banfield nel suo libro "*The Moral Basis of a Backward Society*" (1958) ha introdotto invece il dibattito sul cosiddetto "familismo italiano". Banfield formula il concetto di "familismo amorale" che si rileva quando gli individui si comportano secondo la regola del massimizzare i vantaggi materiali e immediati della famiglia nucleare e sopporre che tutti gli altri si comportino allo stesso modo (modello comportamentale ricostruito sulla base di una ricerca sul campo condotta in un piccolo centro vicino Potenza). Il "familista amorale" secondo Banfield sviluppa comportamenti di sfiducia e non orientati a rapportarsi con la comunità (*non community oriented*) e non è disposto a cooperare con gli altri se non in vista di un proprio tornaconto. Il contrario dei "familismo amorale" è invece il "senso civico" di Putnam. Il dibattito su questi temi è naturalmente vastissimo e aperto; vale la pena di ricordare, a titolo meramente aneddotico, l'idea circa il rapporto fra Stato e famiglia in Sicilia che nel 1960 Leonardo Sciascia espone nel suo romanzo "*Il giorno della civetta*" (affidandola alle riflessioni del capitano dei carabinieri Bellodi, emiliano di Parma): "... la famiglia è l'unico istituto veramente vivo nella coscienza di un siciliano...La famiglia è lo Stato del siciliano. Lo Stato, quello che per noi è lo Stato, è fuori: entità di fatto realizzata dalla forza...Dentro quell'istituto che è la famiglia, il siciliano valica il confine della propria naturale e tragica solitudine e si adatta, in una sofisticata contrattualità di rapporti, alla convivenza. Sarebbe troppo chiedergli di valicare il confine tra la famiglia e lo Stato".

⁴⁴ Guiso e Jappelli (2004) utilizzano come misura del grado di interazione sociale la proporzione di individui impegnati in attività di volontariato o in organizzazioni non governative e riportano un tasso di un individuo su mille in Sicilia (nel

diffusione degli sportelli bancari e dei promotori finanziari e poiché i canali distributivi degli intermediari rappresentano pure un importante meccanismo di trasmissione delle informazioni sull'esistenza e le caratteristiche degli strumenti, la *dummy* regionale potrebbe cogliere un effetto legato ad una maggiore circolazione o facilità di accesso alle informazioni finanziarie. La fig. 9 mostra infatti una forte variabilità dell'indice di diffusione degli sportelli bancari fra le Regioni e una forte correlazione con l'indice di sviluppo socio-economico della Regione calcolato dalla Confindustria; l'analisi sulla collinearità fra i vari regressori ci ha indotto infatti ad escludere la variabile relativa agli indici di diffusione di sportelli e promotori a livello regionale⁴⁵.

Fig. 9 - Indice di sviluppo socio-economico delle Regioni italiane e grado di diffusione degli sportelli bancari e dei promotori finanziari.



Fonte: elaborazioni su dati Consob, Confindustria, Istat e Banca d'Italia.

La tav. 1 illustra i risultati delle stime econometriche utilizzando le due definizioni di partecipazione prima illustrate (in senso "stretto" e in senso "lato"; rispettivamente, nella prima e nella seconda colonna). Il primo aspetto da rilevare, in entrambe le specificazioni, è l'impatto positivo, statisticamente significativo e economicamente abbastanza elevato della *dummy* relativa al possesso di partecipazioni. Sebbene il segno sia tendenzialmente contrario a quello atteso, si deve rilevare che, usando i dati grezzi, il possesso di partecipazioni è limitato a sole 323 famiglie sulle 20.509 del panel sul periodo 1995-2004 (1,6%), confermando il problema della scarsa tendenza delle famiglie più ricche a partecipare all'indagine. Questa evidenza farebbe ritenere che l'utilizzo dei dati panel corretti per l'*under-reporting* e il *non-reporting* in cui la variabile dipendente include il possesso di partecipazioni non dovrebbe produrre risultati molto diversi rispetto all'utilizzo dei dati grezzi, se non per il fatto che l'imputazione di dati derivante dalla correzione per il *non-reporting* accresce del 5,6% il tasso di partecipazione rispetto ai dati grezzi. Provando a stimare il modello con i dati corretti (per brevità i risultati non sono illustrati) si osservano invece sensibili differenze rispetto alle stime con i dati grezzi (in particolare, si ha una forte crescita dell'impatto delle *dummy* regionali e della ricchezza, come verrà illustrato con qualche esempio di seguito). Poiché non è chiaro in che misura la correzione per il *non-reporting* incida sulle azioni e le quote in

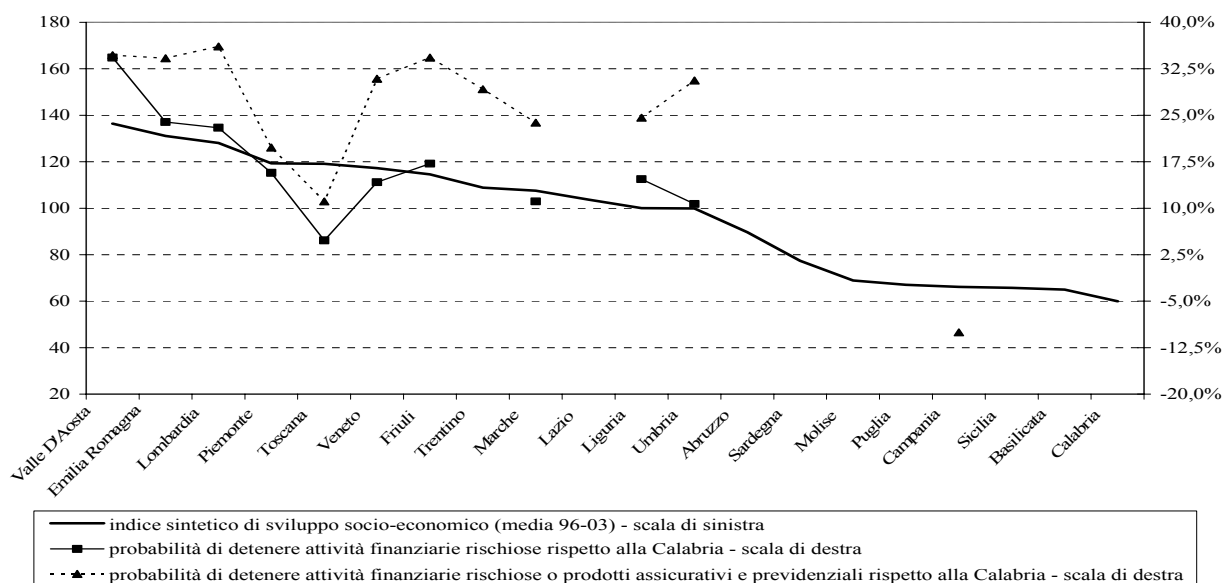
1995) contro 18 su mille nel Trentino (nel 1998). Il concetto di "interazione sociale" si riallaccia tuttavia a quello del "capitale sociale" e della tendenza ad instaurare legami collaborativi basati sulla fiducia con individui diversi da quelli appartenenti esclusivamente alla cerchia familiare (cfr. nota precedente).

⁴⁵ Cfr. nota 39.

società non quotate piuttosto che sulle altre attività rischiose si è preferito utilizzare i dati non corretti ed escludere tali attività nel calcolo della variabile dipendente.

Incominciamo dunque ad analizzare l'effetto della Regione di residenza con riferimento alla partecipazione in senso "stretto". A parità di altre condizioni, una famiglia che risiede nella Valle D'Aosta ha una probabilità di detenere attività rischiose di ben 34 punti percentuali superiore rispetto ad una famiglia che risiede in Calabria (40 punti percentuali con i dati corretti); una famiglia che risiede in Emilia o in Lombardia ha una probabilità di detenere attività rischiose di quasi 25 punti percentuali superiore rispetto ad una famiglia della Calabria (rispettivamente, 38 e 33 punti percentuali con i dati corretti). Non vi sono invece differenze statisticamente significative, in termini di probabilità di partecipazione, fra la residenza in Calabria e la residenza nel Lazio o in tutte le altre regioni del Sud (Isole comprese). La fig. 10 mostra inoltre che l'effetto marginale della Regione di residenza è fortemente correlato con l'indice sintetico di sviluppo socio-economico calcolato dalla Confindustria (gli unici casi un po' anomali sono rappresentati dalla Toscana, il cui effetto marginale è pari a circa 5 punti percentuali pur risultando la quinta regione per grado di sviluppo socio-economico, e il Trentino, che ha un impatto marginale non significativo).

Fig. 10 - Indice di sviluppo socio-economico delle Regioni italiane e impatto della Regione di residenza sulla probabilità di partecipare al mercato finanziario (effetto marginale rispetto alla residenza in Calabria)



Fonte: elaborazioni su dati Confindustria e stime tav. 1 sul periodo 1995-2004.

La probabilità di partecipare al mercato finanziario è dunque fortemente correlata con il grado di sviluppo socio-economico dell'area di residenza. Tuttavia, se l'impatto della Regione di residenza appare quantitativamente molto rilevante, la sua interpretazione è complessa. La letteratura, come detto, propone diverse spiegazioni. La prima è che nelle Regioni meno sviluppate vi può essere un maggiore *background risk* legato alla variabilità dei redditi da lavoro e ciò, per i motivi illustrati nel par. 2, ha un impatto negativo sulla partecipazione; la seconda è data dal fatto che, come argomentato all'inizio del presente paragrafo, alcuni studiosi sostengono che nelle Regioni del Sud vi sarebbe un minore "capitale sociale" e una minore fiducia e interazione con soggetti estranei al nucleo familiare e ciò avrebbe pure un impatto negativo sulla partecipazione. Infine, lo sviluppo socio-economico della Regione di residenza potrebbe catturare l'effetto del diverso tasso di

penetrazione di sportelli bancari e promotori finanziari, riflettendo la diversa capillarità delle reti distributive e dei canali di accesso e diffusione delle informazioni finanziarie.

In sostanza, utilizzando la Regione di residenza non è possibile scindere l'effetto di fattori squisitamente economici quali il *background risk* e il grado di penetrazione dei canali distributivi degli intermediari, dall'effetto di fattori sociali e culturali quali la fiducia e il capitale sociale che la letteratura ha dimostrato essere pure importanti determinanti della decisione di partecipare al mercato finanziario. Come si vedrà tra breve, alcune informazioni disponibili relativamente al solo 2004 consentono in parte di affrontare tale problema.

Altre variabili importanti nel determinare la partecipazione, come per altro già ampiamente documentato negli studi illustrati nel par. 2, sono rappresentate dalla ricchezza e dal reddito. Una famiglia nell'ultimo quartile di ricchezza ha una probabilità di detenere attività rischiose di oltre 20 punti percentuali superiore rispetto ad una famiglia nel primo quartile di ricchezza; l'effetto marginale del reddito è quantitativamente simile.

Importanti risultano anche gli effetti marginali dell'educazione: il possesso del diploma di laurea aumenta di circa 6 punti percentuali la probabilità di detenere attività rischiose, mentre i lavoratori del settore dell'intermediazione finanziaria hanno una probabilità di detenere attività rischiose di 7 punti percentuali superiore. La sottoscrizione di prodotti assicurativi e previdenziali aumenta pure la probabilità di partecipare di circa 7 punti percentuali.

Il possesso di un'abitazione ha un coefficiente non significativo, mentre il coefficiente della *dummy* che cattura la sottoscrizione di passività finanziarie per l'acquisto di immobili è significativo ma l'impatto economico appare molto ridotto. L'investimento in immobili non sembra dunque "spiazzare" degli investimenti in attività rischiose; tuttavia, nel paragrafo successivo si utilizzerà una metodologia che consente di verificare in maniera più accurata tale ipotesi.

Per ciò che riguarda l'età, l'unico effetto marginale statisticamente ed economicamente significativo si rileva con riferimento al superamento dei 70 anni (in questo caso la probabilità di partecipare al mercato finanziario si riduce di circa 4 punti percentuali rispetto agli individui con meno di 31 anni). Controllando dunque per reddito, ricchezza, area di residenza e istruzione, i dati non confermano la tendenza dei più giovani ad ridurre l'esposizione al mercato finanziario, come invece argomentato nel par. 2.

Gli effetti della Regione di residenza, della ricchezza e del reddito sono ancora più forti utilizzando come variabile dipendente la partecipazione in senso lato (cioè una *dummy* pari ad uno nel caso una famiglia abbia una qualsiasi attività rischiosa oppure un'assicurazione vita o una pensione integrativa). I risultati, riportati nella seconda colonna della tav.1, indicano un sensibile aumento dell'effetto marginale della Regione di residenza (illustrato anche nella fig. 10) e del reddito disponibile (una famiglia nell'ultimo quartile di reddito ha una probabilità di partecipare in senso lato di oltre 40 punti percentuali superiore rispetto ad una famiglia nel primo quartile). Rispetto alla prima specificazione, si osserva un effetto molto più forte della *dummy* per i lavoratori nel settore dell'intermediazione finanziaria (circa 23 punti percentuali) e per il possesso del diploma di laurea (circa 14 punti percentuali), suggerendo che l'impatto dell'educazione finanziaria è più forte con riferimento alla probabilità di detenere prodotti assicurativi e previdenziali; inoltre, per i lavoratori autonomi la probabilità di partecipare aumenta di circa 7 punti percentuali (nella prima specificazione tale *dummy* non è invece significativa), indicando una maggiore propensione di tali soggetti a detenere prodotti assicurativi e previdenziali. Infine, per ragioni facilmente immaginabili, si osserva un effetto marginale negativo molto più forte per l'appartenenza a fasce di età superiori a 60 anni.

Ritornando al problema dell'interpretazione dell'effetto della Regione di residenza, l'analisi sui dati dell'Indagine relativamente al solo 2004 consente in una certa misura di scindere gli effetti legati al capitale sociale da quelli legati al *background risk*. Nell'indagine 2004 vi sono infatti due domande, la prima relativa al grado di interesse per la politica e la seconda relativa alla partecipazione ad attività associative e di volontariato, che consentono di cogliere il "senso civico" e il grado di interazione con la comunità che, nella letteratura alla quale si faceva riferimento in apertura del paragrafo, colgono il grado di fiducia verso gli altri e il "capitale sociale". In particolare, è stata creata una *dummy* pari ad uno nel caso in cui ci si dichiara molto o abbastanza interessati alla politica e un'altra *dummy* pari ad uno nel caso in cui si dichiara di prendere parte attivamente ad una o più associazioni di qualsiasi tipo (culturali, sportive, ambientali, di volontariato, etc.). È stata inoltre inserita una *dummy* che cattura il grado di ottimismo, per controllare che la maggiore fiducia e il maggiore grado di interazione con la comunità non riflettano semplicemente un maggiore (e innato) ottimismo (la *dummy* è pari ad uno se, alla domanda se ci si ritiene felici su una scala da 1 a 10, si è dato un punteggio strettamente maggiore di 5).

Le ultime due colonne dalla tav.1 riportano i risultati delle stime delle precedenti specificazioni con l'aggiunta delle tre *dummy* citate ma relativamente al solo 2004. I risultati sono qualitativamente simili a quelli precedenti: in particolare, l'effetto marginale della Regione di residenza risulta sostanzialmente inalterato (anzi rafforzato), pure essendo l'effetto marginale delle *dummy* che catturano il capitale sociale e il senso civico statisticamente ed economicamente significativo (la probabilità di partecipare al mercato finanziario per chi si interessa molto o abbastanza di politica aumenta di quasi 4 punti percentuali). Si conferma inoltre la sensibile crescita degli effetti marginali della Regione di residenza, della ricchezza e del reddito considerando la partecipazione allargata.

Sebbene il numero di osservazioni per il 2004 sia limitato (circa 3.800 famiglie), queste evidenze inducono a ritenere che il forte impatto della Regione di residenza sulla probabilità di partecipare al mercato finanziario e la sua correlazione con il livello di sviluppo socio-economico tende probabilmente a riflettere in prevalenza l'effetto del diverso rischio legato alla variabilità dei redditi da lavoro e del diverso tasso di penetrazione dei canali distributivi degli intermediari.

6. *Le determinanti delle "uscite" ed "entrate" nel mercato finanziario*

L'analisi della probabilità "statica" di partecipare al mercato finanziario fornisce risultati che possono dipendere in parte da una certa inerzia nel comportamento delle famiglie. Ad esempio, una famiglia che partecipa al mercato finanziario in un dato istante temporale t potrebbe essere indotta a non modificare il proprio comportamento anche in presenza di rilevanti cambiamenti del reddito o della ricchezza poiché essa ha già sostenuto i costi informativi e monetari di accesso al mercato finanziario (che possono avere una natura di *sunk cost*) o perché è riluttante a chiudere posizioni in perdita. Vi può dunque essere un effetto asimmetrico per cui un aumento del reddito ha un impatto più forte sulla partecipazione, mentre una riduzione del reddito ha un impatto più limitato. L'analisi "statica" della partecipazione può fornire poi un test impreciso della tesi dello "spiazzamento" degli investimenti in attività finanziarie rischiose da parte degli investimenti in abitazioni, poiché l'acquisto dell'abitazione potrebbe essere avvenuto molti anni prima rispetto al momento dell'analisi.

Al fine di cogliere meglio questi aspetti del comportamento delle famiglie, si è analizzata la decisione "dinamica" di "entrare" o "uscire" dal mercato finanziario; per entrata nel mercato finanziario si intende la situazione di una famiglia che nell'anno $t-1$ non possiede alcuna attività

finanziaria rischiosa mentre nell'anno t dichiara di possedere almeno un'attività finanziaria rischiosa; l'uscita dal mercato finanziario è definita in maniera esattamente speculare⁴⁶.

Definendo in tale maniera la variabile dipendente è più facile osservare l'impatto sulla partecipazione della decisione di acquistare un'abitazione (l'acquisto di un'abitazione dovrebbe aumentare la probabilità di uscire dal mercato finanziario e ridurre la probabilità di entrare). E' più facile inoltre verificare la presenza di comportamenti inerziali rispetto alle variazioni del reddito e della ricchezza, analizzando l'impatto di variazioni del reddito e della ricchezza fra $t-1$ e t sulla probabilità di entrare o uscire dal mercato finanziario nello stesso periodo. Inoltre è possibile verificare la presenza di un effetto asimmetrico per cui un dato incremento del reddito (o della ricchezza) dovrebbe avere un impatto maggiore sulla probabilità di entrata rispetto all'impatto sulla probabilità di uscita di una riduzione di pari entità.

Il problema di questo tipo di approccio è rappresentato dal fatto che è difficile osservare un numero sufficiente di famiglie che ha sperimentato una significativa variazione del reddito o della ricchezza fra un'indagine e la successiva (cioè nell'arco di due anni) e questo può portare a stimare in maniera imprecisa i coefficienti. Tuttavia, per le famiglie meno abbienti è verosimile assumere che anche una variazione marginale del reddito o della ricchezza può avere un impatto rilevante sulla probabilità di entrata o uscita, come postulato dalla teoria dei costi fissi di accesso al mercato; viceversa, per le famiglie con una ricchezza iniziale più elevata la stessa variazione può avere un effetto minimo o nullo sulla probabilità di entrare o uscire. Per cogliere questo effetto non lineare sono state create 4 variabili in cui la variazione osservata della ricchezza di ogni famiglia fra $t-1$ e t (espressa ai prezzi 2004) è moltiplicata per una *dummy* che coglie il quartile di ricchezza di appartenenza nell'anno $t-1$; analogamente, sono state create 4 variabili simili per la variazione del reddito.

Anche per l'acquisto di un'abitazione è possibile testare l'ipotesi che l'effetto di "spiazzamento" è più forte per le famiglie con una ricchezza iniziale più bassa, moltiplicando una *dummy* che riflette l'acquisto di un'abitazione fra $t-1$ e t (escludendo i casi di eredità e donazioni) per una *dummy* che riflette il quartile di ricchezza in $t-1$.

Sulla base dei risultati ottenuti nel precedente paragrafo abbiamo inserito variabili di controllo per la Regione di residenza, per il livello di istruzione, per l'età, il possesso di partecipazioni in società non quotate, la dimensione della famiglia, la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti e per il caso in cui il capo famiglia sia un lavoratore autonomo. Abbiamo inoltre inserito una *dummy* che cattura l'entrata o l'uscita dal mercato dei prodotti assicurativi e previdenziali (la *dummy* "uscita dal mercato dei prodotti assicurativi" assume valore uguale ad uno se la famiglia ha effettuato nell'anno $t-1$ pagamenti di premi assicurativi per polizze vita oppure per pensioni integrative mentre non effettua alcun pagamento nell'anno t ; la variabile "entrata nel mercato dei prodotti assicurativi" è costruita in modo speculare).

La tav. 2 riporta i risultati delle stime econometriche utilizzando diverse specificazioni della variabile dipendente⁴⁷. Nelle prime due specificazioni l'entrata e l'uscita sono definite in senso stretto (ad esempio, la variabile dipendente "uscita in senso stretto" è pari ad uno se nell'anno $t-1$ una famiglia dichiarava di possedere almeno un'attività finanziaria rischiosa, quali azioni quotate,

⁴⁶ In questa maniera, rispetto al paragrafo precedente, il *dataset* è limitato alle sole famiglie che hanno partecipato ad almeno due indagini consecutive (le osservazioni si riducono da 20.509 a 13.751); le famiglie che sono entrate nel mercato finanziario sono 1.314 (circa il 10% del campione) mentre quelle che sono uscite dal mercato finanziario sono 905 (circa il 7% del campione).

⁴⁷ Si è optato per stime su dati *pooled* sulla base dei risultati del *likelihood ratio* test sul coefficiente di correlazione fra due periodi qualsiasi dell'errore latente composito e del test di Hausman.

obbligazioni, fondi comuni, gestioni patrimoniali o titoli esteri, e nell'anno t dichiara invece di non possedere alcuna attività rischiosa; l'entrata è definita in maniera speculare) mentre nelle ultime due colonne entrata e uscita sono definite in senso lato (ad esempio, la variabile dipendente "uscita in senso lato" è pari ad uno se nell'anno $t-1$ una famiglia dichiarava di possedere almeno una delle citate attività rischiose ovvero di pagare premi per assicurazioni vita o pensioni integrative e nell'anno t dichiara di non possedere attività rischiose né di pagare premi per assicurazioni o pensioni integrative; l'entrata è definita in maniera speculare).

Considerando le prime due colonne della tav.2, i risultati delle stime indicano che, a parità di altre condizioni, l'acquisto di un'abitazione riduce significativamente la probabilità di entrare e aumenta quella di uscire dal mercato finanziario ma solo per le famiglie con una ricchezza inferiore alla mediana (cioè appartenenti al primo e secondo quartile); per le famiglie appartenenti al primo quartile di ricchezza, l'acquisto di un'abitazione riduce la probabilità di entrare nel mercato finanziario di 4 punti percentuali circa e aumenta quella di uscire di quasi 8 punti percentuali, mentre per le famiglie del secondo quartile l'effetto marginale è pari, rispettivamente, a 6 e 9 punti percentuali circa. Questo approccio tende dunque a cogliere meglio l'effetto degli investimenti in attività reali sulla partecipazione rispetto alle stime "statiche" del precedente paragrafo, e conferma l'effetto di spiazzamento per le famiglie meno ricche postulato in letteratura⁴⁸.

Meno conformi alle attese sono invece i risultati relativi all'impatto di variazioni del reddito e della ricchezza. Un incremento della ricchezza di 100.000 euro (ai prezzi 2004) aumenta la probabilità di entrare nel mercato finanziario in misura del tutto marginale e statisticamente significativa solo per le famiglie che partono dal II e III quartile di ricchezza (in entrambi i casi di circa un punto percentuale); una riduzione della ricchezza di pari entità aumenta la probabilità di uscire di soli 2 punti percentuali circa per le famiglie con una ricchezza di partenza inferiore alla mediana. L'effetto di variazioni del reddito è invece economicamente più rilevante ma pur sempre modesto; un incremento del reddito di 100.000 euro (ai prezzi 2004) aumenta la probabilità di partecipare di oltre 10 punti percentuali per le famiglie con un reddito iniziale nel II e III quartile; una riduzione di pari entità aumenta la probabilità di uscire di circa 13 punti percentuali per le famiglie con un reddito iniziale nel I quartile. Questi risultati confermano tendenzialmente la presenza di un effetto asimmetrico ma solo con riferimento alle variazioni del reddito e indicano che queste ultime hanno un impatto molto più rilevante di quelle della ricchezza sulla decisione di entrare o uscire dal mercato finanziario (e dunque sulla variazione del tasso di partecipazione nel tempo); l'effetto asimmetrico nella direzione attesa non è però confermato per le famiglie meno abbienti (primo quartile), poiché una riduzione del reddito aumenta la probabilità di uscire mentre l'aumento del reddito non incide sulla probabilità di entrare. Quest'ultimo risultato potrebbe segnalare che per le famiglie meno abbienti il problema dei costi di accesso non si pone tanto con riferimento ai costi monetari, quanto in relazione ai costi informativi e al problema dell'educazione finanziaria.

In generale, tali risultati indicano la presenza di comportamenti inerziali da parte delle famiglie per cui (su un arco temporale di due anni) la decisione di partecipare o non partecipare al mercato finanziario viene difficilmente modificata anche in presenza di rilevanti cambiamenti nel livello di reddito e ricchezza.

I risultati per l'entrata e l'uscita in senso lato sono qualitativamente simili a quelli appena esposti, sebbene l'effetto dell'acquisto di un'abitazione sia meno netto, così come l'impatto delle variazioni del reddito e della ricchezza per le famiglie meno abbienti (primo quartile). Questo risultato dipende però dal fatto che per i prodotti assicurativi e previdenziali l'opzione dell'uscita è normalmente

⁴⁸ Cfr. Cocco (2005).

molto costosa (assicurazioni vita) o tecnicamente impossibile se non entro precisi limiti temporali (pensioni integrative).

Considerando le entrate e uscite in senso stretto, un risultato interessante è rappresentato dalla persistenza di valori statisticamente significativi ed economicamente rilevanti delle *dummy* per la Regione di residenza (anche in questo caso la *dummy* esclusa cattura la residenza in Calabria) sia per la probabilità di entrare che per quella di uscire: a parità di altri fattori, una famiglia residente nel Piemonte, ha una probabilità di entrare nel mercato finanziario di quasi 20 punti percentuali superiore rispetto ad una famiglia residente in Calabria ed una probabilità uscire pure superiore di circa 9 punti percentuali; non vi sono invece differenze di rilievo fra la Calabria e le altre Regioni del Sud. In sostanza, a parità di variazioni di reddito e ricchezza e di investimenti in immobili, le famiglie residenti nel Nord e nel Centro hanno una probabilità significativamente più alta di entrare e uscire dal mercato finanziario rispetto a quelle residenti nelle Regioni del Sud e nelle Isole; queste ultime mostrerebbero quindi una maggiore inerzia nei comportamenti.

Al fine di verificare meglio questa ipotesi è stato stimato il modello per le entrate e uscite in senso stretto sui due distinti campioni rappresentati dalle famiglie residenti nelle Regioni del Nord e del Centro e da quelle residenti nel Sud (escludendo ovviamente le *dummy* regionali). I risultati, illustrati nella tav. 3, indicano in primo luogo che, rispetto alle stime della tav. 2, l'acquisto di un'abitazione ha un impatto sulla decisione di uscire dal mercato finanziario molto più forte per le famiglie meno abbienti che risiedono al Nord e al Centro mentre tale effetto è nullo per le famiglie residenti al Sud; per tali famiglie non è poi misurabile l'impatto sulla probabilità di entrare⁴⁹. Gli effetti marginali delle variazioni di reddito e ricchezza, pur rimanendo modesti (in particolare per la ricchezza), sono mediamente più elevati per le famiglie residenti nel Centro e nel Nord; inoltre, per le famiglie residenti nel Sud l'effetto marginale di una riduzione del reddito o della ricchezza (così come dell'acquisto di un immobile) sulla probabilità di uscire è sempre statisticamente non significativo.

Questi risultati indicano dunque che le famiglie residenti nel Sud, non solo hanno una minore probabilità di partecipare al mercato finanziario, ma tendono a manifestare una maggiore inerzia nel modificare le proprie decisioni in tema di partecipazione⁵⁰.

7. *Le determinanti dell'investimento in prodotti del risparmio gestito*

Come accennato nell'introduzione, una seconda questione di rilievo in chiave di *policy* relativamente alle scelte di portafoglio delle famiglie è rappresentata dalla decisione di affidarsi a forme di gestione delegata del risparmio. In sostanza, il problema è quello di capire cosa induce una famiglia che decide di partecipare al mercato finanziario a delegare le scelte di portafoglio ad un gestore professionale piuttosto che a investire direttamente in singoli strumenti rischiosi.

Così come per la partecipazione, anche su questo tema la letteratura si è concentrata prevalentemente sugli strumenti azionari, cioè sull'alternativa fra il possesso diretto di azioni e l'investimento in fondi comuni azionari (possesso indiretto). Il problema in questo caso è rappresentato dal fatto che una famiglia che investe direttamente in azioni può avere un portafoglio non sufficientemente diversificato, mentre l'investimento in fondi comuni permette una

⁴⁹ Non è stato possibile stimare l'effetto dell'acquisto di un immobile sulla probabilità di entrare poiché nessuna delle famiglie residenti nel Sud che ha acquistato un immobile è entrata nel mercato finanziario nel periodo analizzato.

⁵⁰ Anche le semplici statistiche descrittive confermano questa evidenza (le famiglie del Sud entrate e uscite dal mercato finanziario sono pari, rispettivamente, al 5 e al 3% circa del campione, contro il 12 e l'8% circa per le famiglie del Centro e del Nord).

diversificazione ottimale anche per patrimoni limitati. Alcuni studi mostrano che l'investimento diretto e l'inefficiente diversificazione di portafoglio sono correlate con un basso livello di educazione finanziaria⁵¹ mentre altri lavori mettono in evidenza la correlazione fra la crescita della proporzione di famiglie americane che detiene azioni attraverso i fondi comuni (rispetto a quella che le detiene direttamente) con la discesa delle commissioni dei fondi stessi⁵².

Un filone di letteratura relativamente recente ha tentato di razionalizzare la scelta di detenere direttamente un portafoglio non diversificato di azioni utilizzando modelli in cui si abbandona la teoria standard dell'utilità attesa e il paradigma dell'efficienza in termini di media-varianza (paradigma che implicherebbe sempre una piena diversificazione di portafoglio). Sebbene la letteratura su questo tema è troppo articolata e vasta per poter essere utilmente sintetizzata, si segnala un recente studio che presenta un modello fondato su teorie diverse dall'utilità attesa e capaci di spiegare l'evidenza empirica per cui molte famiglie detengono simultaneamente fondi azionari e un portafoglio non diversificato di azioni⁵³; in questo modello la decisione di detenere una singola azione (o un numero molto ridotto di azioni) è motivata dalla speranza di "catturare" rendimenti che si ritengono molto elevati, e inaccessibili con un portafoglio ben diversificato, anche se altamente improbabili. Si tratta in sostanza di un tipo di preferenze analoghe a quelle che motivano la decisione di partecipare a giochi tipo le lotterie.

Un altro recente contributo di particolare interesse presenta un modello che, pur muovendosi nel solco della teoria di preferenze basate sull'utilità attesa, riesce a razionalizzare la scelta di investire simultaneamente in un portafoglio non diversificato di azioni e in fondi azionari⁵⁴. Nel modello si assume che, oltre alla diversificazione, una strategia complementare per ridurre il rischio è quella di acquisire informazioni sui singoli titoli in cui si investe; dati i costi e la presenza di economie di scala nell'acquisizione di informazioni, gli individui tenderanno a concentrare i propri investimenti in pochi titoli molto correlati (cioè un portafoglio non diversificato secondo la teoria standard). In questo contesto la strategia di investimento ottimale può consistere nel combinare le possibilità di riduzione del rischio che derivano dalla diversificazione (acquisto di un portafoglio diversificato tramite fondi comuni) e quelle che derivano dall'investimento in informazioni (acquisto di un portafoglio non diversificato)⁵⁵.

Questa letteratura è di particolare importanza perché aiuta a razionalizzare l'evidenza della non-polarizzazione delle scelte degli investitori verso il risparmio gestito o quello amministrato e introduce l'ipotesi che i fondi comuni o le gestioni individuali non sono necessariamente alternativi o sostitutivi del possesso diretto di strumenti finanziari. Anche nei nostri dati, nel periodo 1995-2004, le famiglie che detengono sia singole azioni o obbligazioni che fondi comuni è pari in media al 25% circa delle famiglie che partecipano al mercato finanziario (il 37% investe esclusivamente in fondi comuni e il rimanente 38% investe esclusivamente in singoli titoli rischiosi).

⁵¹ Benartzi (2001) riporta che una quota pari al 20-30% dei contributi ai fondi pensione americani è investita in azioni della società in cui lavora il beneficiario del fondo e che alcuni soggetti ritengono che le azioni della società in cui lavorano sono più remunerative e meno rischiose delle altre.

⁵² Cfr. Duca (2004).

⁵³ Cfr. Polkovnichenko (2005); l'autore documenta che nel 1998, nonostante l'esistenza dei fondi azionari, circa il 30% delle famiglie americane con un'esposizione diretta o indiretta al mercato azionario possedeva direttamente un portafoglio composto da non più di 5 titoli azionari.

⁵⁴ Cfr. Van Nieuwerburgh e Veldkamp (2005).

⁵⁵ Naturalmente la validità del modello poggia sull'assunto che l'investimento in informazioni da parte degli individui possa effettivamente generare rendimenti superiori rispetto a quelli di un portafoglio diversificato. L'evidenza empirica su questo tema offre tuttavia risultati non univoci (a favore si veda Ivkovich *et al.* 2005 e contro Goetzmann e Kumar 2003 e Seasholes e Zhu 2005).

Ovviamente non è possibile stabile a priori in che misura la decisione di detenere direttamente un portafoglio non diversificato sia una strategia consapevole basata sull'investimento in informazioni o al contrario il risultato di una scarsa educazione finanziaria; è tuttavia verosimile assumere che una famiglia che detiene sia un prodotto del risparmio gestito sia singoli strumenti finanziari rischiosi è più consapevole dei vantaggi della diversificazione rispetto ad una famiglia che detiene esclusivamente singoli strumenti finanziari. Ci si dovrebbe attendere dunque che la probabilità che una famiglia detenga almeno un prodotto del risparmio gestito (che assorbe in tutto o in parte gli investimenti in attività rischiose) è correlata con il livello di educazione finanziaria.

Un ulteriore aspetto analizzato in letteratura riguarda il fattore fiscale. Alcuni studi, sempre relativi alla realtà americana, mettono in luce le differenze fra investimento diretto in azioni e investimento tramite fondi comuni in relazione alle modalità e al *timing* della tassazione sulle plusvalenze⁵⁶; per ciò che riguarda la realtà italiana bisogna sottolineare che, rispetto all'investimento diretto in azioni o altri strumenti finanziari, i fondi comuni presentano lo svantaggio di una tassazione sulle plusvalenze non realizzate (in altri paesi europei invece la tassazione dei fondi è in capo al sottoscrittore e la tassazione delle plusvalenze avviene al momento del disinvestimento). Alcuni prodotti del risparmio gestito quali le assicurazioni vita e le pensioni integrative hanno invece dei vantaggi fiscali che le rendono probabilmente più attraenti per gli individui con aliquote marginali elevate (per le assicurazioni vita vi è inoltre il vantaggio dell'impignorabilità e dell'esenzione del capitale da eventuali imposte di successione).

Abbiamo dunque analizzato la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito per le famiglie che decidono di partecipare al mercato finanziario (cioè la probabilità condizionata alla scelta di partecipare al mercato finanziario) utilizzando come in precedenza un modello *probit* e introducendo come variabili esplicative alcuni dei fattori indicati dalla letteratura appena esaminata.

Nella prima specificazione la variabile dipendente è pari ad uno se una famiglia detiene o un fondo comune o una gestione individuale (risparmio gestito in senso stretto), mentre nella seconda specificazione la variabile dipendente è pari ad uno se una famiglia detiene o un fondo comune o una gestione individuale oppure un'assicurazione vita o una pensione integrativa (risparmio gestito in senso lato); la variabile dipendente coglie quindi sia le famiglie che diversificano integralmente (cioè investono esclusivamente in prodotti del risparmio gestito) sia quelle che affiancano al possesso di prodotti del risparmio gestito l'investimento diretto in azioni, obbligazioni o titoli esteri. In entrambe le specificazioni il *dataset* utilizzato per la stima è rappresentato dal campione delle famiglie che partecipano in senso stretto, cioè che possiedono almeno un'attività finanziaria rischiosa fra azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri, fondi e gestioni patrimoniali⁵⁷.

Fra le variabili esplicative si sono utilizzate, in primo luogo, le *dummy* impiegate nelle precedenti specificazioni per misurare il livello di educazione finanziaria (possesso del diploma di laurea e lavoro nel settore dell'intermediazione finanziaria) poiché, come visto, è ragionevole ipotizzare che una famiglia con un elevato livello di educazione finanziaria sia consapevole del fatto che un'efficiente diversificazione di portafoglio può essere realizzata solo attraverso prodotti del risparmio gestito; tale assunzione può essere verosimile sia per le famiglie che diversificano integralmente che per quelle che combinano l'investimento diretto con il possesso di prodotti del

⁵⁶ Cfr. Poterba (2001).

⁵⁷ Non è stato possibile stimare il modello anche sul campione più ampio delle famiglie che partecipano in senso lato (cioè che possiedono almeno una delle citate attività rischiose o un'assicurazione vita o una pensione integrativa). Per questo campione non risultava significativa la distinzione in quartili per la ricchezza investita in attività rischiose (variabile indipendente utilizzata nel modello; cfr. oltre nel testo) poiché molte famiglie che partecipano in senso lato non detengono alcuna attività rischiosa in senso stretto (azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri, fondi comuni e gestioni patrimoniali). Il fenomeno è documentato anche nella precedente fig. 7.

risparmio gestito, poiché per queste ultime, come sottolineato in letteratura, l'investimento diretto può essere motivato dalla volontà di catturare rendimenti particolarmente elevati (anche se altamente improbabili) o dalla (presunta) capacità di acquisire informazioni capaci di generare extra-rendimenti positivi rispetto ad un portafoglio diversificato.

Relativamente al solo 2004 è disponibile una misura teoricamente più precisa del livello di educazione finanziaria che si basa sulla risposta ad una domanda relativa al numero di ore alla settimana dedicate ad acquisire informazioni utili per decidere come investire i propri risparmi e gestire gli investimenti fatti. Si è dunque costruita un *dummy* pari ad uno nel caso in cui la famiglia dichiara di dedicare almeno un'ora alla settimana nell'acquisire informazioni per gestire i propri risparmi. Sempre relativamente al solo 2004 è disponibile una misura del grado di avversione al rischio basata su una domanda relativa al profilo di rischio-rendimento preferito. Una bassa propensione al rischio può essere infatti correlata con la tendenza ad utilizzare prodotti del risparmio gestito (poiché tali prodotti consentono una riduzione dei rischi più efficiente) mentre una elevata propensione al rischio può essere associata alla tendenza ad investire esclusivamente in (un portafoglio non diversificato di) titoli rischiosi. È stata dunque costruita una *dummy* "avversione al rischio" che vale uno se una famiglia dichiara di preferire forme di impiego del risparmio in cui vi sono discreti guadagni e un buon grado di sicurezza del capitale investito oppure bassi guadagni ma nessun rischio di perdita del capitale investito.

Possiamo inoltre assumere che la dimensione della ricchezza finanziaria investita in attività rischiose può essere correlata positivamente con la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito poiché più è grande il patrimonio da gestire più è complessa e costosa una gestione basata completamente sull'investimento diretto. Il reddito disponibile, invece, può essere correlato alla capacità di sostenere i costi di alcuni prodotti (commissioni di entrata, uscita, *switch*) ovvero alla preferenza dei soggetti con aliquote marginali più elevate per i prodotti di tipo assicurativo e previdenziale⁵⁸. Nel primo tipo di specificazione abbiamo inserito una *dummy* che cattura la sottoscrizione di assicurazioni vita o pensioni integrative per verificare la presenza di un possibile effetto di sostituzione fra i prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi comuni e gestioni individuali) e quelli di natura previdenziale e assicurativa.

Un altro fattore importante, come evidenziato nel par. 2, può essere rappresentato dal grado di fiducia, poiché la scelta di delegare le scelte di investimento implica la creazione di un rapporto fiduciario con soggetti sui quali non si hanno sufficienti informazioni per valutarne a priori le capacità e la correttezza. Purtroppo, non si dispone di un'informazione sul grado di fiducia specifico nei confronti di intermediari e gestori del risparmio e dunque, sulla base dei ragionamenti illustrati nel par. 5, si utilizzerà una *dummy* per la residenza in una Regione del Sud; l'impatto di questa variabile potrebbe però catturare anche il minore grado di diffusione degli sportelli bancari e dei promotori finanziari in tali Regioni.

Infine, per le stime sul panel 1995-2004 si sono inserite delle variabili che riflettono le *performance* dei fondi comuni (extra-rendimento dei fondi azionari e dei fondi obbligazionari rispetto al rendimento netto dei BOT annuali nell'anno $t-1$ rispetto a quello dell'Indagine)⁵⁹. Come nelle precedenti specificazioni, si sono inserite variabili di controllo per l'età, il possesso di

⁵⁸ Sia per la ricchezza investita in attività rischiose che per il reddito abbiamo utilizzato un *dummy* per il quartile di appartenenza calcolato sul campione delle famiglie che partecipano al mercato finanziario (2.886 famiglie per il *panel* 1995-2004) invece che sull'intero campione al fine di correggere il *selection bias* introdotto dal fatto che le famiglie che partecipano al mercato finanziario sono quelle più ricche e con redditi più elevati rispetto al campione complessivo.

⁵⁹ I dati sui rendimenti e i costi medi dei fondi comuni italiani sono tratti dal rapporto annuale Mediobanca "Dati di 1.172 fondi e SICAV italiani (1984-2005)" e dalle tavole di dettaglio disponibili sul sito internet di Mediobanca. L'extra-rendimento dei fondi bilanciati è stato escluso perché collineare con quello dei fondi azionari, mentre gli extra-rendimenti nell'anno t dei fondi azionari e bilanciati sono risultati collineari con quelli nell'anno $t-1$.

partecipazioni in società non quotate, la dimensione della famiglia, la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti e per il caso in cui il capo famiglia sia un lavoratore autonomo.

La tav. 4 riporta i risultati delle stime. In primo luogo, risulta confermata l'ipotesi della relazione positiva fra la dimensione del patrimonio e la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito: la probabilità di detenere un fondo comune o una gestione individuale aumenta di 35 punti percentuali circa per le famiglie con grandi patrimoni investiti in attività rischiose (ultimo quartile) rispetto a quelle con patrimoni più limitati (primo quartile). Considerando il possesso di prodotti del risparmio gestito in senso lato, l'effetto del patrimonio è meno forte mentre, a differenza della prima specificazione, diviene significativo l'effetto del reddito; questo risultato dipende probabilmente dal fatto che il possesso di assicurazioni vita e pensioni integrative è fiscalmente più vantaggioso per i soggetti con aliquote marginali più elevate o dal fatto che il pagamento di premi periodici per investimenti molto più illiquidi rispetto ai fondi o alle gestioni può essere sostenibile solo in presenza di redditi elevati.

Sia con riferimento alle stime 1995-2004 che a quelle per il solo 2004 non risultano significative le variabili che catturano l'educazione finanziaria; solo il possesso del diploma di laurea ha un impatto statisticamente significativo (seppure al margine) ma modesto considerando il possesso di prodotti del risparmio gestito in senso lato (panel 1995-2004). Il grado di istruzione e l'educazione finanziaria sembrano dunque influire sulla decisione di partecipare al mercato finanziario ma non sulla scelta di delegare le scelte di investimento a gestori professionali.

Le stime relative al 2004 mostrano invece una marcata correlazione positiva fra l'avversione al rischio (come prima definita) e la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito: la probabilità di detenere fondi comuni o gestioni individuali aumenta di 14 punti percentuali circa per le famiglie avverse al rischio (12 punti percentuali se si considera la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito in senso lato).

Rimane infine rilevante l'effetto della *dummy* per la residenza nelle Regioni del Sud: le famiglie che risiedono in queste Regioni hanno una probabilità di detenere fondi comuni o gestioni individuali di circa 10 punti percentuali inferiore alle famiglie residenti nel Centro-Nord (9 punti percentuali in meno se si considera la probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito in senso lato). La limitata significatività statistica di questa variabile è dovuta al fatto che l'effetto è limitato solo ad alcune Regioni; in particolare, utilizzando una specificazione con *dummy* per ogni Regione di residenza è stato verificato che solo le famiglie residenti in Sicilia e Calabria hanno una probabilità notevolmente più bassa di detenere prodotti del risparmio gestito rispetto alle famiglie residenti nel Centro-Nord (per brevità i risultati non sono riportati).

8. *Sintesi e conclusioni*

Le indagini campionarie sui bilanci delle famiglie italiane condotte dalla Banca d'Italia, per la profondità storica e la ricchezza di informazioni, offrono una preziosa opportunità per studiare i comportamenti delle famiglie in tema di scelte di portafoglio.

Il presente lavoro, utilizzando tali dati, mostra che, oltre al reddito e alla ricchezza, il grado di sviluppo socio-economico dell'area di residenza ha un forte impatto sulla probabilità che una famiglia detenga attività finanziarie rischiose (azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri o prodotti del risparmio gestito). A parità di altre condizioni, le famiglie residenti nelle Regioni più ricche del Nord hanno una probabilità notevolmente più elevata di detenere attività rischiose rispetto alle famiglie residenti nelle Regioni del Sud; queste ultime mostrano inoltre una maggiore inerzia nei

comportamenti. Si mostra anche che l'acquisto di un'abitazione riduce sensibilmente la probabilità di detenere attività rischiose ma solo per le fasce delle famiglie meno abbienti.

La probabilità di delegare a gestori professionali le scelte di investimento (risparmio gestito), in alternativa all'investimento diretto in singoli strumenti finanziari rischiosi (risparmio amministrato), è correlata positivamente con la dimensione del patrimonio da gestire e con l'avversione al rischio; a parità di altre condizioni, la probabilità di utilizzare servizi di gestione professionale del risparmio è più bassa per le famiglie residenti in alcune Regioni del Sud (in particolare, Calabria e Sicilia). Infine, le stime econometriche mostrano che l'educazione finanziaria ha un impatto rilevante sulla probabilità di detenere attività rischiose ma non sulla probabilità di delegare le scelte di investimento.

In termini congiunturali, il lavoro mostra una "involuzione" nel comportamento delle famiglie: il tasso di partecipazione al mercato finanziario (inteso come quota delle famiglie che detengono attività rischiose) e il grado di penetrazione del risparmio gestito (quota delle famiglie che detengono almeno un prodotto del risparmio gestito) crescono ininterrottamente fra il 1989 e il 2000 mentre successivamente si riducono (inoltre, per la prima volta, i dati dell'indagine relativi al 2004 mostrano una riduzione del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile). Per altro, fra il 2002 e il 2004 si è registrato un marcato aumento del peso delle attività reali e dell'indebitamento.

Nel lavoro si avanza l'ipotesi che vi può essere una certa correlazione fra i due fenomeni, nel senso che la riduzione del tasso di partecipazione può essere spiegata dal fatto che l'aumento dei prezzi delle abitazioni potrebbe avere ridotto le risorse disponibili per l'investimento in attività rischiose e l'aumento degli oneri per il servizio del debito potrebbe avere determinato una preferenza per attività più liquide e meno rischiose. L'analisi econometrica mostra tuttavia che l'acquisto di un'abitazione riduce in maniera significativa la probabilità di entrare e aumenta quella di uscire dal mercato finanziario ma che l'ordine di grandezza di questi effetti marginali (peraltro limitati alle famiglie meno abbienti) non è sufficiente a spiegare, se non in misura trascurabile, la riduzione osservata del tasso di partecipazione.

Il lavoro offre alcuni spunti per affrontare la questione più generale del basso tasso di partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane. Un'ipotesi è che il livello di educazione finanziaria è ancora insufficiente, specie fra le famiglie meno abbienti; alcuni risultati dell'analisi empirica sembrano infatti implicare che per queste famiglie la barriera più importante nell'accesso al mercato finanziario è rappresentata dai costi informativi più che da quelli monetari. Una spiegazione complementare è rappresentata dal fatto che esiste ancora un forte divario nel tasso di penetrazione dei canali distributivi degli intermediari fra le Regioni del Sud e quelle del Centro-Nord. Infatti, il forte impatto della Regione di residenza sulla probabilità di detenere attività rischiose dipende probabilmente anche dal fatto che i canali distributivi sono un importante fattore che aiuta a diffondere la cultura finanziaria e le informazioni sulle caratteristiche dei singoli prodotti. Un'ulteriore spiegazione avanzata in letteratura, sebbene più controversa, si basa sull'ipotesi che nelle Regioni del Sud ci sarebbe un minore livello di fiducia e di "capitale sociale" e ciò inciderebbe negativamente sul possesso di attività rischiose. Quale che sia la spiegazione del più basso tasso di partecipazione delle Regioni del Sud (minore diffusione dei canali distributivi, minore fiducia, maggiore variabilità dei redditi da lavoro), quest'ulteriore faccia del dualismo Nord-Sud contribuisce a determinare il basso tasso di partecipazione osservato a livello nazionale.

Il tasso di partecipazione relativamente basso anche fra le famiglie più ricche e istruite e fra quelle residenti nel Centro-Nord potrebbe dipendere da una combinazione fra un basso livello di educazione finanziaria e una insufficiente capacità del sistema bancario di offrire un efficace servizio di consulenza finanziaria e di illustrare chiaramente e semplicemente i profili di rischio e

rendimento dei prodotti più sofisticati. Le famiglie preferirebbero quindi investire esclusivamente nei prodotti più semplici e meno rischiosi – cioè depositi e titoli di Stato italiani – rinunciando ad opportunità di diversificazione del proprio portafoglio potenzialmente molto vantaggiose.

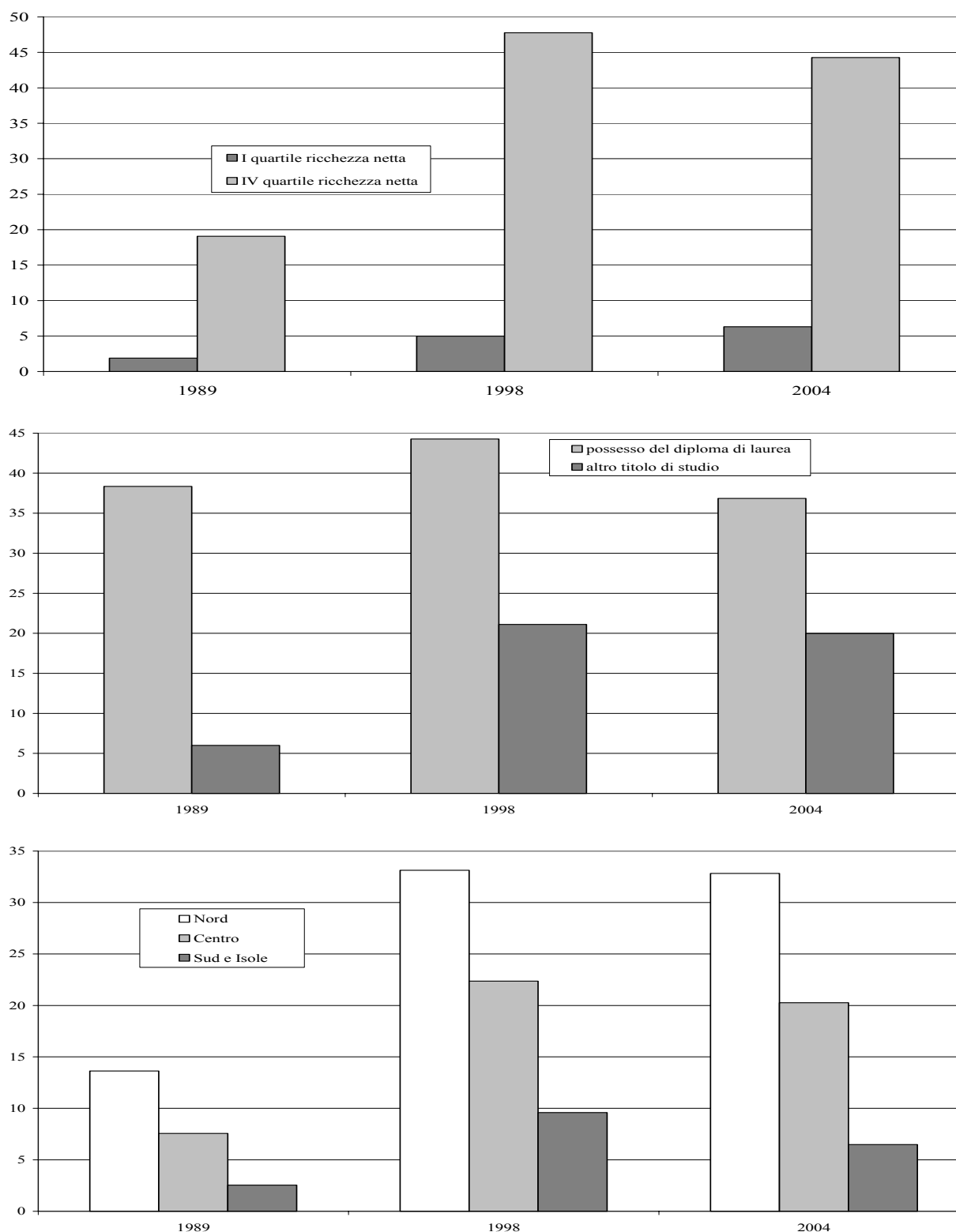
Per ciò che riguarda i prodotti del risparmio gestito, i dati dell'Indagine mostrano che vi è stata una chiara disaffezione dei risparmiatori nei confronti di questi strumenti, come confermato anche dalle statistiche sulla raccolta netta negli anni più recenti⁶⁰. Di fronte alle *performance* deludenti dei fondi comuni e ai timori legati agli investimenti in titoli *corporate*, le banche hanno probabilmente tentato di canalizzare i flussi in uscita da questi prodotti verso obbligazioni di propria emissione⁶¹. Tuttavia, i dati dell'Indagine sembrano indicare che le famiglie che sono “uscite” dalle obbligazioni *corporate* italiane e dai prodotti del risparmio gestito non sono tutte “confluite” verso le obbligazioni bancarie (o i titoli esteri), altrimenti non si sarebbe osservata una riduzione del tasso di partecipazione.

I risultati dell'analisi empirica mostrano che, per le famiglie che decidono di detenere attività rischiose, l'educazione finanziaria ha un ruolo limitato nello spiegare la probabilità di sottoscrivere prodotti del risparmio gestito (se non limitatamente ai prodotti di natura assicurativa e previdenziale); tuttavia, è ipotizzabile che un aumento generalizzato del livello di educazione finanziaria possa avere un effetto positivo indiretto sullo sviluppo del risparmio gestito, poiché attraendo verso le attività rischiose fasce della popolazione che altrimenti investirebbero esclusivamente in depositi e titoli di Stato aumenterebbe anche il numero di sottoscrittori di fondi comuni. L'analisi empirica mostra anche che l'avversione al rischio aumenta significativamente la propensione a detenere prodotti del risparmio gestito; questo risultato potrebbe implicare che uno dei problemi dell'industria del risparmio gestito nel nostro paese dipende (oltre che da un regime fiscale di sfavore) dall'incapacità di attrarre le famiglie con una più elevata propensione al rischio attraverso l'offerta di prodotti competitivi in termini di costi e commissioni. L'analisi mostra, infine, che un ulteriore problema è legato al fatto che in alcune Regioni del Sud permane una strutturale scarsa propensione ad investire in prodotti del risparmio gestito dovuta probabilmente sia a fattori culturali sia ad una minore capillarità dei canali distributivi.

⁶⁰ Le statistiche di Assogestioni mostrano che a partire dal 2000 la raccolta netta dei fondi di diritto italiano è stata sempre negativa (salvo che nel 2003) per importi spesso molto rilevanti.

⁶¹ Ciò è confermato dalle statistiche dei conti finanziari che mostrano che il peso delle obbligazioni bancarie sulle attività finanziarie delle famiglie è quasi raddoppiato fra il 2000 e i 2004 (dal 6 all'11% circa).

Fig. A.1 – Percentuale delle famiglie italiane che possiedono attività finanziarie rischiose per livello di ricchezza, istruzione e Regione di residenza.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. I titoli rischiosi comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. I dati sulle attività finanziarie sono corretti per le distorsioni derivanti dalla tendenza delle famiglie intervistate a dichiarare un valori inferiori a quelli realmente posseduti (cosiddetto *under reporting*; cfr. Cannari e D'Alessio 1993). I pesi campionari utilizzati per ottenere stime riferite alla popolazione delle attività finanziarie e del reddito disponibile sono corretti per tenere conto delle mancate risposte all'indagine (cosiddetto *non response*; cfr. D'Alessio e Faiella 2002).

Tav. 1 – Probabilità di partecipare al mercato finanziario

	dati panel 1995-2004		dati 2004	
	I partecipazione in senso stretto	II partecipazione in senso lato	III partecipazione in senso stretto	IV partecipazione in senso lato
Partecipazioni in società non quotate	0.146*** (0.030)	0.213*** (0.052)	0.376*** (0.128)	0.336** (0.130)
Diploma di laurea	0.057*** (0.011)	0.135*** (0.025)	0.028 (0.018)	0.053* (0.028)
Lavoratore nel settore dell'intermediazione finanziaria	0.070*** (0.021)	0.231*** (0.049)	0.116** (0.054)	0.100 (0.068)
Residenza in Piemonte	0.157*** (0.046)	0.198*** (0.055)	0.283** (0.116)	0.314*** (0.086)
Valle D'Aosta	0.343** (0.152)	0.347** (0.158)	0.268 (0.171)	0.432*** (0.127)
Lombardia	0.230*** (0.052)	0.361*** (0.053)	0.312*** (0.116)	0.368*** (0.083)
Trentino	0.028 (0.031)	0.292*** (0.074)	0.069 (0.094)	0.306*** (0.104)
Veneto	0.142*** (0.046)	0.309*** (0.058)	0.207* (0.109)	0.264*** (0.088)
Friuli	0.172*** (0.054)	0.343*** (0.063)	0.291** (0.130)	0.429*** (0.091)
Liguria	0.147*** (0.050)	0.246*** (0.063)	0.182* (0.110)	0.223** (0.092)
Emilia Romagna	0.239*** (0.054)	0.342*** (0.055)	0.318*** (0.120)	0.347*** (0.086)
Toscana	0.048* (0.029)	0.111** (0.053)	0.113 (0.092)	0.183** (0.086)
Umbria	0.107** (0.043)	0.306*** (0.062)	0.280** (0.125)	0.366*** (0.092)
Marche	0.111*** (0.043)	0.238*** (0.061)	0.201* (0.112)	0.284*** (0.090)
Lazio	0.033 (0.028)	0.069 (0.054)	0.069 (0.085)	0.123 (0.087)
Abruzzi	0.038 (0.030)	0.031 (0.054)	0.360*** (0.134)	0.282*** (0.098)
Molise	-0.015 (0.021)	-0.060 (0.061)	0.013 (0.090)	-0.133** (0.073)
Campania	-0.013 (0.015)	-0.100*** (0.036)	-0.042 (0.051)	0.034 (0.079)
Puglia	0.001 (0.019)	-0.061 (0.041)	0.078 (0.088)	0.173* (0.089)
Basilicata	0.009 (0.031)	-0.013 (0.069)	0.047 (0.107)	0.090 (0.115)
Sicilia	-0.013 (0.015)	-0.065 (0.040)	0.060 (0.082)	0.084 (0.082)
Sardegna	0.017 (0.025)	0.001 (0.051)	0.126 (0.082)	0.205** (0.094)
Lavoratore autonomo	-0.008 (0.005)	0.068*** (0.018)	-0.003 (0.016)	0.044* (0.026)
Sottoscrizione assicurazioni vita o pensioni integrative	0.070*** (0.006)		0.086*** (0.016)	
Proprietà di un'abitazione	-0.005 (0.004)	-0.013 (0.011)	0.005 (0.011)	-0.012 (0.017)
Sottoscrizione di passività finanziarie per beni immobili	-0.020*** (0.004)	0.021 (0.015)	-0.021 (0.013)	0.004 (0.023)

- Segue -

- Seguito Tav. 1 -

	dati panel 1995-2004		dati 2004	
	I partecipazione in senso stretto	II partecipazione in senso lato	III partecipazione in senso stretto	IV partecipazione in senso lato
Ricchezza netta II quartile	0.047*** (0.009)	0.077*** (0.017)	0.042* (0.022)	0.051* (0.027)
Ricchezza netta III quartile	0.107*** (0.012)	0.183*** (0.019)	0.078*** (0.023)	0.082*** (0.028)
Ricchezza netta IV quartile	0.197*** (0.016)	0.329*** (0.022)	0.185*** (0.030)	0.236*** (0.033)
Reddito disponibile II quartile	0.063*** (0.010)	0.149*** (0.018)	0.083*** (0.026)	0.137*** (0.030)
Reddito disponibile III quartile	0.120*** (0.013)	0.267*** (0.020)	0.170*** (0.031)	0.239*** (0.033)
Reddito disponibile IV quartile	0.212** (0.019)	0.413*** (0.022)	0.214*** (0.036)	0.309*** (0.037)
Età 31-40	0.002 (0.011)	0.105*** (0.034)	0.116** (0.051)	0.133*** (0.050)
Età 41-50	-0.016 (0.010)	0.027 (0.031)	0.081* (0.044)	0.083* (0.047)
Età 51-60	-0.018* (0.009)	-0.067** (0.028)	0.087** (0.044)	0.065 (0.045)
Età 61-70	-0.019** (0.009)	-0.170*** (0.022)	0.103** (0.046)	-0.024 (0.042)
Età >70	-0.039*** (0.007)	-0.258*** (0.017)	0.063 (0.041)	-0.092** (0.038)
Interesse nella politica			0.035*** (0.013)	0.082*** (0.019)
Partecipazione ad attività associative			0.037** (0.016)	0.079*** (0.024)
Ottimismo			0.031** (0.013)	0.071*** (0.019)
Numero osservazioni	20,509	20,509	3,798	3,798
Pseudo R ²	0.20	0.16	0.27	0.24
Variabilità spiegata	0.41	0.54	0.39	0.49

La variabile dipendente è una *dummy* pari ad uno se la famiglia possiede almeno una delle seguenti attività finanziarie: obbligazioni, azioni quotate, quote di fondi comuni, gestioni patrimoniali, titoli esteri (partecipazione in senso stretto), ovvero se possiede una delle precedenti attività finanziarie o un'assicurazione vita o una pensione integrativa (partecipazione in senso lato). Le variabili esplicative sono tutte *dummy* pari ad uno se si verifica la condizione indicata (tutte le variabili sono riferite al capofamiglia). La variabile "Interesse nella politica" è una *dummy* pari ad uno nel caso in cui ci si dichiara molto o abbastanza interessati alla politica; la variabile "Partecipazione ad attività associative" è una *dummy* pari ad uno nel caso in cui si dichiara di prendere parte attivamente ad una o più associazioni di qualsiasi tipo (culturali, sportive, ambientali, di volontariato, etc.); la variabile "Ottimismo" è una *dummy* pari ad uno se, alla domanda se ci si ritiene felici su una scala da 1 a 10, si è dato un punteggio strettamente maggiore di 5. Nel modello sono incluse variabili *dummy* per l'anno di rilevazione, per lo stato civile e il sesso del capofamiglia, per la dimensione della famiglia e per la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti. I valori riportati indicano gli effetti marginali stimati sulla base del modello *probit* (con effetti *random* per i dati panel e con la costante) e in parentesi sono riportate le deviazioni standard. Il simbolo "***" indica un livello di significatività pari o superiore all'1%, il simbolo "**" un livello di significatività compreso fra l'1% e il 5% e il simbolo "*" un livello di significatività compreso fra il 5% e il 10%.

Tav. 2 – Probabilità di entrare o uscire dal mercato finanziario

	I entrata in senso stretto	II uscita in senso stretto	III entrata in senso lato	IV uscita in senso lato
Acquisto di un'abitazione * I quartile ricchezza netta	-0.044** (0.018)	0.075* (0.042)	-0.005 (0.028)	0.019 (0.035)
Acquisto di un'abitazione * II quartile ricchezza netta	-0.061*** (0.013)	0.085** (0.041)	-0.071*** (0.012)	0.070 (0.044)
Acquisto di un'abitazione * III quartile ricchezza netta	-0.026 (0.024)	0.031 (0.031)	0.012 (0.034)	0.015 (0.037)
Acquisto di un'abitazione * IV quartile ricchezza netta	-0.031 (0.021)	0.004 (0.023)	-0.009 (0.029)	0.0008 (0.032)
Variazione della ricchezza * I quartile ricchezza netta (*100.000)	0.004 (0.003)	-0.021*** (0.007)	0.008*** (0.003)	-0.0009 (0.005)
Variazione della ricchezza * II quartile ricchezza netta (*100.000)	0.014*** (0.003)	-0.021*** (0.006)	0.016*** (0.003)	-0.014** (0.006)
Variazione della ricchezza * III quartile ricchezza netta (*100.000)	0.009*** (0.002)	-0.007** (0.003)	0.004 (0.003)	-0.006 (0.003)
Variazione della ricchezza * IV quartile ricchezza netta (*100.000)	0.001 (0.001)	-0.001** (0.0005)	0.0004 (0.0008)	0.002*** (0.0008)
Variazione del reddito * I quartile reddito (*100.000)	-0.019 (0.044)	-0.126** (0.058)	0.051 (0.040)	-0.078 (0.053)
Variazione del reddito * II quartile reddito (*100.000)	0.116*** (0.026)	-0.003 (0.002)	0.116*** (0.028)	-0.080 (0.054)
Variazione del reddito * III quartile reddito (*100.000)	0.144*** (0.031)	-0.066** (0.031)	0.142*** (0.032)	-0.136*** (0.042)
Variazione del reddito * IV quartile reddito (*100.000)	0.047*** (0.014)	-0.040*** (0.010)	0.035** (0.017)	-0.079*** (0.017)
Residenza in Piemonte	0.192*** (0.046)	0.093*** (0.030)	0.083*** (0.028)	0.014 (0.018)
Valle D'Aosta	0.281** (0.113)	0.121 (0.080)	0.245** (0.099)	0.088 (0.071)
Lombardia	0.202*** (0.044)	0.070*** (0.026)	0.077*** (0.027)	0.002 (0.017)
Trentino	0.104** (0.047)	0.087** (0.039)	0.111*** (0.040)	0.018 (0.026)
Veneto	0.179*** (0.046)	0.057** (0.026)	0.057** (0.027)	-0.012 (0.016)
Friuli	0.205*** (0.051)	0.074** (0.031)	0.080** (0.032)	-0.016 (0.017)
Liguria	0.212*** (0.052)	0.093*** (0.034)	0.088*** (0.033)	0.025 (0.022)
Emilia Romagna	0.228*** (0.047)	0.072*** (0.027)	0.101*** (0.030)	-0.001 (0.017)
Toscana	0.152*** (0.042)	0.060** (0.026)	0.082*** (0.028)	0.011 (0.018)
Umbria	0.170*** (0.047)	0.050* (0.026)	0.034 (0.026)	-0.026* (0.015)
Marche	0.186*** (0.048)	0.058** (0.027)	0.050* (0.027)	-0.032** (0.014)
Lazio	0.097** (0.040)	0.042* (0.025)	0.053* (0.028)	0.025 (0.021)
Abruzzi	0.103** (0.041)	0.017 (0.022)	0.056* (0.029)	-0.018 (0.017)
Molise	0.058 (0.049)	0.020 (0.030)	0.053 (0.039)	0.044 (0.033)
Campania	0.020 (0.026)	-0.013 (0.014)	-0.003 (0.019)	-0.038*** (0.013)
Puglia	0.062* (0.034)	0.006 (0.018)	0.048* (0.026)	-0.018 (0.016)
Basilicata	0.057 (0.044)	0.016 (0.028)	0.027 (0.033)	-0.046*** (0.017)
Sicilia	0.025 (0.027)	-0.005 (0.015)	-0.009 (0.018)	-0.034** (0.013)
Sardegna	0.092** (0.040)	0.024 (0.022)	0.059** (0.029)	-0.019 (0.016)

- Segue -

- Seguito Tav. 2 -

	I entrata in senso stretto	II uscita in senso stretto	III entrata in senso lato	IV uscita in senso lato
Entrata nel mercato dei prodotti assicurativi	0.062*** (0.011)	-	-	-
Uscita dal mercato dei prodotti assicurativi	-	0.046*** (0.008)	-	-
Diploma di laurea	0.037*** (0.009)	0.038*** (0.008)	0.024** (0.009)	0.013 (0.009)
Numero osservazioni	13,751	13,751	13,751	13,751
Pseudo R ²	0.08	0.07	0.04	0.03
Variabilità spiegata	0.14	0.10	0.11	0.12

La variabile dipendente “uscita in senso stretto” è pari ad uno se nell’anno $t-1$ una famiglia dichiara di possedere almeno un’attività finanziaria rischiosa (obbligazioni italiane, quote di fondi comuni, azioni e quote di società, gestioni patrimoniali e titoli esteri) mentre nell’anno t dichiara di non possedere alcuna attività rischiosa; la variabile dipendente “uscita in senso lato” è pari ad uno se nell’anno $t-1$ una famiglia dichiara di possedere almeno una delle citate attività rischiosa ovvero di pagare premi per assicurazioni vita o pensioni integrative mentre nell’anno t dichiara di non possedere attività rischiose né di pagare premi per assicurazioni o pensioni integrative. Le variabili dipendenti “entrata in senso stretto” e “entrata in senso lato” sono costruite in modo esattamente speculare. La variabile “acquisto di un’abitazione” è una *dummy* che assume valore uguale ad uno se è stata effettuata un’operazione di acquisto di un’abitazione sul mercato (sono esclusi quindi i casi di eredità e donazione) fra $t-1$ e t (cioè negli anni compresi fra due indagini consecutive). La *dummy* per il quartile di appartenenza del reddito e della ricchezza è riferita all’anno $t-1$. Le variazioni della ricchezza netta e del reddito disponibile sono deflazionate con l’indice dei prezzi al consumo. La variabile “uscita dal mercato dei prodotti assicurativi” assume valore uguale ad uno se la famiglia ha effettuato nell’anno $t-1$ pagamenti di premi assicurativi per polizze vita oppure per pensioni integrative mentre non effettuava alcun pagamento nell’anno t ; la variabile “entrata nel mercato dei prodotti assicurativi” è costruita in modo speculare. La variabile “Diploma di laurea” è una *dummy* pari ad uno nel caso in cui il capofamiglia sia in possesso del diploma di laurea. Nel modello sono incluse variabili *dummy* per l’anno di rilevazione, per l’età, lo stato civile e il sesso del capofamiglia, per la dimensione della famiglia, per la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti, per il possesso di partecipazioni in società non quotate e per il caso in cui il capofamiglia sia un lavoratore autonomo o lavori nel settore dell’intermediazione finanziaria. I valori riportati indicano gli effetti marginali stimati sulla base del modello *probit* sui dati *pooled* 1995-2004 e con la costante) e in parentesi sono riportate le deviazioni standard. Il simbolo “***” indica un livello di significatività pari o superiore all’1%, il simbolo “**” un livello di significatività compreso fra l’1% e il 5% e il simbolo “*” un livello di significatività compreso fra il 5% e il 10%.

Tav. 3 – Probabilità di entrare o uscire dal mercato finanziario in funzione dell'area di residenza

	Famiglie residenti nelle Regioni del Nord e del Centro		Famiglie residenti nelle Regioni del Sud e nelle Isole	
	I entrata in senso stretto	II uscita in senso stretto	III entrata in senso stretto	IV uscita in senso stretto
Acquisto di un'abitazione * I quartile ricchezza netta	-0.053* (0.029)	0.132** (0.061)	-	-
Acquisto di un'abitazione * II quartile ricchezza netta	-0.077*** (0.024)	0.117** (0.058)	-	0.061 (0.061)
Acquisto di un'abitazione * III quartile ricchezza netta	-0.029 (0.035)	0.034 (0.042)	-	0.014 (0.045)
Acquisto di un'abitazione * IV quartile ricchezza netta	-0.029 (0.034)	-0.010 (0.030)	-	0.086 (0.079)
Variazione della ricchezza * I quartile ricchezza netta (*100.000)	0.011 (0.006)	-0.031*** (0.011)	-0.006 (0.008)	-0.006 (0.001)
Variazione della ricchezza * II quartile ricchezza netta (*100.000)	0.017*** (0.005)	-0.031*** (0.009)	0.008*** (0.003)	-0.009 (0.006)
Variazione della ricchezza * III quartile ricchezza netta (*100.000)	0.012*** (0.003)	-0.008** (0.004)	0.005** (0.002)	-0.003 (0.003)
Variazione della ricchezza * IV quartile ricchezza netta (*100.000)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.00004 (0.001)	-0.001 (0.001)
Variazione del reddito * I quartile reddito (*100.000)	-0.044 (0.069)	-0.143 (0.091)	-0.001 (0.063)	-0.079 (0.056)
Variazione del reddito * II quartile reddito (*100.000)	0.114*** (0.039)	-0.001 (0.042)	0.139*** (0.035)	-0.002 (0.041)
Variazione del reddito * III quartile reddito (*100.000)	0.181*** (0.050)	-0.095** (0.050)	0.083*** (0.029)	-0.029 (0.033)
Variazione del reddito * IV quartile reddito (*100.000)	0.064*** (0.020)	-0.056*** (0.015)	0.018 (0.024)	-0.021 (0.014)
Entrata nel mercato dei prodotti assicurativi	0.066*** (0.015)	-	0.062*** (0.017)	-
Uscita dal mercato dei prodotti assicurativi	-	0.046*** (0.011)	-	0.044*** (0.012)
Diploma di laurea	0.018 (0.013)	0.022** (0.011)	0.053*** (0.013)	0.051*** (0.012)
Numero osservazioni	8,763	8,763	4,988	4,988
Pseudo R ²	0.04	0.04	0.10	0.12
Variabilità spiegata	0.15	0.11	0.10	0.08

La variabile dipendente “uscita in senso stretto” è pari ad uno se nell'anno $t-1$ una famiglia dichiara di possedere almeno un'attività finanziaria rischiosa (obbligazioni italiane, quote di fondi comuni, azioni e quote di società, gestioni patrimoniali e titoli esteri) mentre nell'anno t dichiara di non possedere alcuna attività rischiosa; le variabili dipendente “entrata in senso stretto” è costruita in modo esattamente speculare. La variabile “acquisto di un'abitazione” è una *dummy* che assume valore uguale ad uno se è stata effettuata un'operazione di acquisto di un'abitazione sul mercato (sono esclusi quindi i casi di eredità e donazione) fra $t-1$ e t (cioè negli anni compresi fra due indagini consecutive). La *dummy* per il quartile di appartenenza del reddito e della ricchezza è riferita all'anno $t-1$. Le variazioni della ricchezza netta e del reddito disponibile sono deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo ed espresse in euro. La variabile “uscita dal mercato dei prodotti assicurativi” assume valore uguale ad uno se la famiglia ha effettuato nell'anno $t-1$ pagamenti di premi assicurativi per polizze vita oppure per pensioni integrative mentre non effettuava alcun pagamento nell'anno t ; la variabile “entrata nel mercato dei prodotti assicurativi” è costruita in modo speculare. La variabile “Diploma di laurea” è una *dummy* pari ad uno nel caso in cui il capofamiglia sia in possesso del diploma di laurea. Nel modello sono incluse variabili *dummy* per l'anno di rilevazione, per l'età, lo stato civile e il sesso del capofamiglia, per la dimensione della famiglia, per la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti, per il possesso di partecipazioni in società non quotate e per il caso in cui il capo famiglia sia un lavoratore autonomo o lavori nel settore dell'intermediazione finanziaria. I valori riportati indicano gli effetti marginali stimati sulla base del modello *probit* (su dati *pooled* 1995-2004 e con la costante) e in parentesi sono riportate le deviazioni standard. Il simbolo “***” indica un livello di significatività pari o superiore all'1%, il simbolo “**” un livello di significatività compreso fra l'1% e il 5% e il simbolo “*” un livello di significatività compreso fra il 5% e il 10%.

Tav. 4 – Probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito condizionata alla partecipazione al mercato finanziario

	Possesso di prodotti del risparmio gestito in senso stretto (fondi comuni o gestioni individuali)		Possesso di prodotti del risparmio gestito in senso lato (fondi comuni, gestioni individuali, assicurazioni vita o pensioni integrative)	
	I 1995-2004	II 2004	III 1995-2004	IV 2004
Ricchezza investita in titoli rischiosi - II quartile	0.156*** (0.026)	0.178*** (0.034)	0.020* (0.012)	0.062** (0.029)
Ricchezza investita in titoli rischiosi - III quartile	0.225*** (0.024)	0.244*** (0.032)	0.032*** (0.012)	0.095*** (0.028)
Ricchezza investita in titoli rischiosi - IV quartile	0.348*** (0.022)	0.378*** (0.029)	0.067*** (0.012)	0.148*** (0.028)
Reddito disponibile - II quartile	0.021 (0.034)	-0.063 (0.040)	0.006 (0.014)	-0.022 (0.033)
Reddito disponibile - III quartile	0.064* (0.035)	-0.034 (0.041)	0.038*** (0.013)	0.076** (0.035)
Reddito disponibile - IV quartile	0.004 (0.042)	-0.046 (0.046)	0.039*** (0.014)	0.073** (0.035)
Età 61-70	-0.060 (0.109)	0.038 (0.109)	-0.137* (0.082)	-0.222* (0.117)
Età > 70	-0.152 (0.126)	-0.018 (0.113)	-0.237** (0.120)	-0.301** (0.123)
Diploma di laurea	0.056 (0.038)	-0.009 (0.037)	0.025* (0.015)	0.004 (0.033)
Lavoratore nel settore dell'intermediazione finanziaria	-0.049 (0.062)	-0.106 (0.067)	0.014 (0.023)	-0.068 (0.063)
Educazione finanziaria		0.032 (0.048)		0.035 (0.040)
Sottoscrizione di un'assicurazione vita o di una pensione integrativa	0.069** (0.027)	0.024 (0.030)		
Residenza in Regioni del Sud	-0.105* (0.054)	0.040 (0.045)	-0.085** (0.034)	0.015 (0.038)
Extra-rendimento dei fondi azionari in t-1	0.001** (0.0004)		0.001*** (0.0002)	
Avversione al rischio		0.139*** (0.035)		0.118*** (0.033)
Numero osservazioni	2,886	1,428	2,886	1,428
Pseudo R ²	0.06	0.08	0.06	0.08
Variabilità spiegata	0.67	0.61	0.84	0.76

La variabile dipendente è una *dummy* pari ad uno se la famiglia dichiara di possedere un prodotto del risparmio gestito in senso stretto o in senso lato. Il modello è stimato sul campione delle famiglie che partecipano al mercato finanziario in senso stretto (cioè possiedono almeno una delle seguenti attività finanziarie: azioni quotate, obbligazioni, titoli esteri, fondi comuni, gestioni individuali). La variabile “educazione finanziaria” assume valore uguale ad uno se la famiglia di solito dedica almeno un’ora a settimana per avere informazioni utili per decidere come investire i suoi risparmi e gestire gli investimenti fatti. La variabile “avversione al rischio” è una *dummy* che assume valor uno se la famiglia dichiara di preferire forme di impiego del risparmio in cui vi sono discreti guadagni e un buon grado di sicurezza del capitale investito oppure bassi guadagni ma nessun rischio di perdita del capitale investito. Nel modello sono incluse variabili *dummy* per lo stato civile, il sesso e l’età del capofamiglia (le *dummy* per le fasce di età inferiori a 61 anni non riportate non sono significative), per la dimensione della famiglia, per la residenza in un comune con meno di 20.000 abitanti, per il possesso di partecipazioni in società non quotate e per il caso in cui il capofamiglia sia un lavoratore autonomo; sono inclusi inoltre gli extra-rendimenti rispetto al tasso netto dei BOT annuali dei fondi obbligazionari nell’anno *t-1*. I valori riportati indicano gli effetti marginali stimati sulla base del modello *probit* (su dati panel per il periodo 1995-2004) con la costante e in parentesi sono riportate le deviazioni standard. Il simbolo “***” indica un livello di significatività pari o superiore all’1%, il simbolo “**” un livello di significatività compreso fra l’1% e il 5% e il simbolo “*” un livello di significatività compreso fra il 5% e il 10%.

Bibliografia

- Ang A., G. Bekaert e J. Liu (2005), *Why Stocks May Disappoint*, Journal of Financial Economics.
- Battiloro L., R. De Bonis, A. Generale e I. Longhi (2006), *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, in "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Atti del convegno Banca d'Italia, Perugia 1-2 dicembre 2005.
- Benartzi S. (2001), *Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Account to Company Stock*, Journal of Finance.
- Biancotti C., G. D'Alessio e A. Neri (2004), *Errori di misura nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Temi di discussione Banca d'Italia n. 520.
- Bonci R., G. Marchese e A. Neri (2005), *La ricchezza finanziaria nei conti finanziari e nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, Temi di discussione Banca d'Italia n. 565.
- Brandolini A., L. Cannari, G. D'Alessio e I. Faiella (2004), *Household wealth distribution in Italy in the 1990s*, Temi di discussione Banca d'Italia n. 530.
- Campbell J. (2006), *Household Finance*, Journal of Finance.
- Chiteji N. e F. Stafford (2000), *Asset Ownership Across Generations*, Report N. 00-454, Population Studies Center, University of Michigan.
- Confindustria, *Indici di sviluppo delle province italiane*, (a cura di P. Quirino e G. Rosa), anni vari.
- Cannari L., G. D'Alessio, G. Raimondi e A. Rinaldi (1990), *Le attività finanziarie delle famiglie italiane*, Temi di discussione Banca d'Italia n. 135.
- Cannari L. e G. D'Alessio (1993), *Non-Reporting and Under-Reporting Behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Bulletin of the International Statistics Institute.
- Christelis D., T. Jappelli e M. Padula (2006), *Cognitive Abilities and Portfolio Choice*, CEPR Discussion Paper N. 5735.
- Cocco J. (2005), *Portfolio Choice in the Presence of Housing*, Review of Financial Studies.
- Curcuro S., J. Heaton, D. Lucas, e D. Moore (2004), *Heterogeneity and Portfolio Choice: Theory and Evidence*, mimeo.
- D'Alessio G. e I. Faiella (2002), *Non-response behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Temi di discussione Banca d'Italia n. 462.
- Duca J. (2004), *Why Have U.S. Households Increasingly Relied on Mutual Funds to Own Equity?*, working paper 0403 Federal Reserve Bank of Dallas.
- Faiella, I. e A. Neri (2004), *La ricchezza delle famiglie italiane e americane*, Temi di discussione della Banca d'Italia n. 501.
- Guiso L., T. Jappelli e D. Terlizzese (1996), *Income Risk, Borrowing Constraints, and Portfolio Choice*, American Economic Review.

- Guiso L. e T. Jappelli (2002), *Household Portfolios in Italy*, in Guiso et al. (2002).
- Guiso L. e T. Jappelli (2004), *Awareness and Stock Market Participation*, CEPR Discussion Paper N. 4182
- Guiso L., M. Haliassos e T. Jappelli (2002), *Household Portfolios*, MIT Press.
- Guiso L., M. Haliassos e T. Jappelli (2003), *Household Stockholding in Europe: Where do We Stand and Where do We Go?*”, Economic Policy.
- Guiso L., P. Sapienza e L. Zingales (2004), *The Role Social Capital in Financial Development*, American Economic Review.
- Guiso L., P. Sapienza e L. Zingales (2005a), *Cultural Biases in Economic Exchange*, CEPR Discussion Paper N. 4837.
- Guiso L., P. Sapienza e L. Zingales (2005b), *Trusting the Stock Market*, CEPR Discussion Paper N. 5288.
- Giannetti M. e K. Koskinen (2003), *Investor Protection and Equity-Holdings: An Explanation of Two Puzzles?*, CEPR Discussion Paper N. 4017.
- Goetzmann W. e A. Kumar (2003), *Diversification Decisions of Individual Investors and Asset Prices*, mimeo.
- Gomes F. e A. Michaelides (2005), *Optimal Life-Cycle Asset Allocation: Understanding the Empirical Evidence*, Journal of Finance.
- Haliassos M. e C. Bertaut (1995), *Why Do So Few Hold Stocks?*, Economic Journal.
- Haliassos M. e A. Michaelides (2003), *Portfolio Choice and Liquidity Constraints*, International Economic Review.
- Heaton J. e D. Lucas (1997), *Market Frictions, Savings Behaviour, and Portfolio Choice*, Macroeconomic Dynamics.
- Heaton J. e D. Lucas (2000a), *Portfolio Choice in the Presence of Background Risk*, Economic Journal.
- Heaton J. e D. Lucas (2000b), *Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk*, Journal of Finance.
- Hong H., J. Kubik e J. Stein (2004), *Social Interaction and Stock Market Participation*, Journal of Finance.
- Ivkovich Z., C. Sialm e S. Weisbenner (2005), *Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors*, mimeo.
- Kimball M. S. (1993), *Standard Risk Aversion*, Econometrica.

Lusardi, A. (2004), *Saving and the Effectiveness of Financial Education*, in *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioural Finance*, Mitchell, O.S., Utkus, S.P. ed., Oxford University Press.

Mehra R. e E. Prescott (1985), *The Equity Premium: A Puzzle*, Journal of Monetary Economics.

Merton R. (1987), *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, Journal of Finance.

Paiella M. (2001), *Limited Financial Market Participation: A Transaction Cost-based Explanation*, working paper IFS W01/06.

Pellizzon, L. e G. Weber (2003), *Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing*, mimeo.

Poterba J. (2001), *Taxation, Risk-Taking, and Household Portfolio Behavior*, NBER working paper n. 8340.

Polkovnichenko V. (2005), *Household Portfolio Diversification: A Case for Rank Dependent Preferences*, Review of Financial Studies.

Polkovnichenko V. (2006), *Life Cycle Consumption and Portfolio Choice with Additive Habit Formation Preferences and Uninsurable Labour Income Risk*, Review of Financial Studies.

Saito M. (1995), *Limited Market Participation and Asset Pricing*, mimeo.

Seasholes M. e N. Zhu (2005), *Is There Information in the Local Portfolio Choices of Individuals?*, mimeo.

Van Nieuwerburgh S. e L. Veldkamp (2005), *Information Acquisition and Portfolio Under-Diversification*, mimeo.

Vissing-Jorgensen, A. (2002), *Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Non Financial Income and Participation Cost Structures*, mimeo.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)
- N. 39 *Studi e Ricerche* *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche* *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)
- N. 41 *Studi e Ricerche* *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti* *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)
- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)

- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)
- N. 58 *Studi e Ricerche* *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, di N. Linciano, G. Siciliano, G. Trovatore (Maggio 2005)
- N. 59 *Studi e Ricerche* *Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito*, di M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006)