



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(ordinamento ex D.M. 270/2004)
in Amministrazione, finanza e
Controllo –
Consulenza amministrativa

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il profilo di rischio nell'asset allocation, prima e durante la crisi.

**L'incidenza delle caratteristiche socio -
demografiche dell'investitore italiano sul
possesso di attività finanziarie rischiose.**

Relatore

Prof. Ugo Rigoni
Prof. Claudio Pizzi

Laureanda

Carrer Marta
Matricola 827515

Anno Accademico

2013 / 2014

Al mio caro fratello Matteo...

*“Memore del tuo proposito, tieni sempre
davanti agli occhi il punto di partenza.
I risultati raggiunti, conservali;
ciò che fai, fallo bene; non arrestarti.”*

(S. Chiara d'Assisi)

INDICE

Introduzione.....	1
--------------------------	----------

CAPITOLO 1

L'indagine della Banca d'Italia	5
--	----------

1.1 Indagini e disegno campionario	5
1.2 Il questionario e la fase di rilevazione	7
1.3 Il controllo e la qualità dei dati	10
1.4 I risultati delle indagine a confronto	13
1.4.1. La struttura della famiglia	13
1.4.2. Il reddito e lavoro	15
1.4.3. La ricchezza	19
1.4.4. La diffusione delle attività finanziarie	21
1.4.5. L'indebitamento	23
1.4.6. Gli strumenti di pagamento	24
1.4.7. Le abitazioni.....	24
1.5 Conclusioni	25

CAPITOLO 2

Il rischio nell'asset allocation	27
---	-----------

2.1 L'evoluzione dei mercati finanziari	27
2.2 Le tipologie di asset class	28
2.2.1 I depositi bancari e postali	28
2.2.2 I certificati di deposito	29
2.2.3 I pronti contro termine	29
2.2.4 I Titoli di Stato	29
2.2.5 Le obbligazioni	30
2.2.6 I fondi pensione.....	30

2.2.7 I fondi comuni d'investimento e le gestioni patrimoniali	31
2.2.8 Le azioni.....	31
2.3 L'asset allocation	32
2.3.1 Asset allocation strategica.....	33
2.3.2 Asset allocation tattica	34
2.3.3 Asset allocation dinamica	34
2.4 Il rischio nell'investimento	35
2.4.1 La teoria oggettiva del rischio.....	36
2.4.2 La teoria soggettiva del rischio	38
2.5 Le principali variabili correlate al profilo di rischio.....	40
2.5.1 Il reddito.....	41
2.5.2 L'educazione finanziaria.....	42
2.5.3 L'età	45
2.5.4 Il sesso.....	46
2.6 Conclusioni	48

CAPITOLO 3

L'analisi empirica.....	49
3.1 L'analisi descrittiva.....	49
3.2 Il modello econometrico di riferimento	59
3.2.1 Le semplificazioni del modello.....	61
3.3 La costruzione delle variabili.....	62
3.3.1 La variabile dipendente.....	62
3.3.2 Le variabili indipendenti	64
3.4 I risultati.....	66
3.5 Le conclusioni.....	84
Conclusioni.....	87
Bibliografia e sitografia	89

ELENCO DELLE FIGURE

GRAFICO 1.2.1: Utilizzo della metodologia CAPI e PAPI	9
GRAFICO 1.3.1: Andamento del tasso di risposta	10
GRAFICO 1.3.2: Le mancate interviste	12
GRAFICO 1.4.1.1: I tipi di famiglie dal 1977 al 2012.....	14
GRAFICO 1.4.1.2: Il titolo di studio del capofamiglia dal 1980 al 2012	15
GRAFICO 1.4.2.1: Il reddito familiare e il reddito equivalente	16
GRAFICO 1.4.2.2: La soglia di povertà per classi di età.....	17
GRAFICO 1.4.2.3: L'indice di concentrazione di Gini	18
GRAFICO 1.4.2.4: La composizione del reddito familiare	18
GRAFICO 1.4.3.1: La ricchezza familiare netta	20
GRAFICO 1.4.4.1: La diffusione delle attività finanziarie	22
GRAFICO 2.4.1: La classificazione delle attività finanziarie.....	35
GRAFICO 3.1.1: Le professioni del campione nel tempo	55
GRAFICO 3.3.2.1: L'andamento della variabile dipendente.....	63
GRAFICO 3.4.1: Le stime in presenza di capifamiglia avversi al rischio	67
GRAFICO 3.4.2: La dispersione dei redditi del campione	68
GRAFICO 3.4.3: La numerosità del campione per classi di reddito.....	74

ELENCO DELLE TABELLE

TABELLA 1.1.1: La numerosità del campione dal 2006 ad oggi	6
TABELLA 1.1.2: Stratificazione delle unità di primo stadio	6
TABELLA 3.1.1: Composizione del campione oggetto di analisi	50
TABELLA 3.1.2: Sesso e distribuzione di età del campione	51
TABELLA 3.1.3: Il livello d'istruzione del campione	52
TABELLA 3.1.4: Stato civile del campione.....	53

TABELLA 3.1.5: La professione del campione	54
TABELLA 3.1.6: Titolo di godimento dell'abitazioni del campione.....	55
TABELLA 3.1.7: Le attività finanziarie detenute dal campione.....	57
TABELLA 3.1.8: Il profilo di rischio del campione	58
TABELLA 3.3.2.1: Le variabili indipendenti	64
TABELLA 3.4.1: La numerosità del sotto-campione e l'assunzione al rischio ...	68
TABELLA 3.4.2: La collinearità dei regressori	70
TABELLA 3.4.3: La significatività delle variabili indipendenti	72
TABELLA 3.4.4: La significatività delle variabili indipendenti per i capifamiglia con reddito inferiore a 25000€	75
TABELLA 3.4.5: La significatività delle variabili indipendenti per i capifamiglia con reddito compreso tra 25000 e 60000€.....	78
TABELLA 3.4.6: La significatività delle variabili indipendenti per i capifamiglia con reddito compreso tra 60000 e 100000€	80
TABELLA 3.4.7: La significatività delle variabili indipendenti per i capifamiglia con reddito compreso tra 100000 e 250000€.....	82

INTRODUZIONE

Nella mia giovane età pochi sono i fatti toccanti come quelli avvenuti dal settembre del 2007 in poi. Il clima negativo venutosi a creare, diffuso attraverso i quotidiani, i telegiornali e, soprattutto, presente nei volti della gente, rappresenta il problema principale ai nostri giorni.

L'Italia è stata duramente colpita dalla crisi economica internazionale dal II trimestre del 2008. Dopo aver dato timidi segni di ripresa nel corso del 2010 e nei primi mesi del 2011, l'economia ha subito nuovamente una battuta d'arresto e una nuova recessione è ora in corso.

Il contagio della crisi sub prime sull'economia italiana e, in seguito, la crescita del debito e la necessità di contenere il disavanzo, ha creato un clima sfavorevole sui mercati finanziari e limitato la capacità d'intervento a sostegno dell'economia.

L'avvento della crisi più grande di tutti i tempi costituisce lo scenario di tal elaborato, focalizzando l'attenzione sulle destinatarie dei principali effetti di recessione.

Il riferimento va alle famiglie, costrette quotidianamente a lottare per garantire a se stesse una degna sopravvivenza in questa triste realtà, valutando come l'impiego dei loro risparmi si sia modificato nel tempo. In particolare, si analizza il profilo di rischio del capofamiglia, analizzandone il cambiamento e l'eventuale impatto che le caratteristiche personali esercitano su di esso.

In questa prefazione, s'illustra l'impostazione della tesi fornendo, in maniera alquanto semplice, i risultati ottenuti dall'indagine.

Il lavoro è suddiviso principalmente in tre sezioni.

La prima descrive l'indagine di Banca d'Italia, effettuata con cadenza biennale, oramai dall'anno 1962. Trattasi di una ricerca svolta su un campione di famiglie italiane, il cui oggetto di studio riguarda alcune caratteristiche circa il reddito e lavoro, la ricchezza familiare netta, il possesso di attività finanziarie, l'indebitamento, gli strumenti di pagamento e le abitazioni. Essa offre un'analisi

di grande interesse circa le valutazioni, i timori, le attese delle famiglie in questa complessa realtà.

Analizzando i vari “Supplementi al Bollettino Statistico”, notevoli sono i mutamenti avvenuti nelle famiglie ed evidenziati nell’indagine del 2008. La positività caratterizzante il pre-crisi (piena occupazione, forte impennata dei titoli, ricchezza familiare netta alle stelle) lascia spazio ad uno scenario alquanto spiacevole.

La seconda sezione, si concentra sui dati dell’indagine di Banca d’Italia riferiti alla sezione “investimenti in attività finanziarie” delle famiglie italiane. Dopo aver brevemente citato le caratteristiche principali degli strumenti su cui si va ad investire, si analizza il profilo di rischio che caratterizza ogni soggetto nel proprio processo di asset allocation. Il punto focale è rappresentato dalla descrizione della letteratura in merito ad esso, facendo emergere la contrapposizione dei pensieri attualmente vigenti. Da un lato, i fautori della finanza classica evidenziano nel rischio il carattere oggettivo, dall’altro gli studi elaborati dalla finanza comportamentale ne fanno emergere la soggettività in ambito finanziario. In particolare, si evidenziano le correlazioni di alcuni connotati che, rispetto ad altri, hanno suscitano maggior interesse negli studi della finanza quali reddito, sesso, età e livello di alfabetizzazione finanziaria.

Infine, la terza sezione contiene l’analisi empirica, diretta a confermare il carattere soggettivo del rischio. Per tal ragione, si analizza l’esistenza delle correlazioni tra le caratteristiche socio- demografiche e l’assunzione al rischio da parte del capofamiglia italiano, valutando inoltre il cambiamento di tale profilo in seguito alla crisi.

A tale scopo sono stati elaborati i dati presenti nei database di Banca d’Italia e, con l’ausilio di grafici, formule matematiche e modelli statistici (regressione), si è giunti alla formulazione di risultati descritti dettagliatamente nella parte finale dell’elaborato.

In questa sede ci si limita all’enunciazione, alquanto semplice, di essi per fornire un’anteprima ai lettori.

Dall'analisi risulta confermato il carattere soggettivo del rischio riscontrato dagli studi della psicologia e della finanza. Ogni investitore possiede un proprio profilo di rischio variabile nel tempo sulla base delle esigenze che egli presenta.

In particolare, la crisi finanziaria e la conseguente incertezza diffusasi hanno diminuito il margine di rischio conducendo gli investitori verso strumenti di pronta liquidabilità (depositi bancari e postali).

Oltre al contesto, evidenti correlazioni si presentano con le caratteristiche personali del capofamiglia.

L'alto livello d'istruzione caratterizza l'investitore per la sua maggiore propensione al rischio e, analogamente, tale effetto si ripercuote avanzando con l'età.

Come evidenziato dalla finanza comportamentale, l'investitore uomo si presenta più disposto ad osare di quanto lo sia una donna. Emerge inoltre una minore propensione al rischio nelle zone del Centro e Sud Italia soprattutto per i soggetti non coniugati e non proprietari della propria abitazione.

Le suddette caratteristiche personali presentano correlazioni diverse negli anni, evidenziando maggiormente la variabilità del profilo di rischio.

Termino con la speranza che le pagine a seguire, oltre che a essere di facile comprensione, siano lette con la stessa passione e fervore che ho messo nello scrivere ogni riga e nel cercare informazioni e fonti che rendano completo e interessante questo lavoro.

Ringrazio anticipatamente chiunque leggerà questa tesi e ricordo che qualsiasi errore, imperfezione e opinione espressa, è attribuibile totalmente all'autore della trattazione.

CAPITOLO PRIMO

L'INDAGINE DI BANCA D'ITALIA

Divenute destinatarie di particolari attenzioni, le famiglie italiane costituiscono ad oggi la categoria principale sottoposta a continue ricerche.

Diverse istituzioni si sono attivate per raccogliere dati e informazioni in merito utili a comprenderne lo status attuale, favorendo l'emergere di alcuni aspetti e prerogative mai considerati fino ad allora.

Un contributo fondamentale è dato da Banca d'Italia, la cui ricerca costituisce base per le successive analisi personali, che in seguito sarà illustrata limitando la descrizione alle ultime quattro osservazioni da essa condotte.

La struttura del paragrafo che segue ricalca sostanzialmente l'ordine previsto nei "Supplementi al Bollettino Statistico". Trattasi di pubblicazioni contenenti i risultati dell'indagine, caratterizzati da uno schema pressoché standard per consentire un veloce raffronto dei dati negli anni.

1.1 INDAGINE E DISEGNO CAMPIONARIO

Banca d'Italia analizza, oramai dagli anni 60', l'evoluzione circa i redditi e i risparmi delle famiglie italiane.

Dal 2010, l'analisi sui bilanci è divenuta parte integrante della *Survey on Household Finance and Consumption*, progetto redatto su base volontaria dalle Banche centrali dei paesi aderenti all'area euro e avente lo scopo di armonizzare i relativi dati.¹

Tale indagine, condotta con cadenza biennale, raccoglie informazioni attraverso la somministrazione di un questionario ad un campione di famiglie, campione che nel corso degli anni registra continui incrementi.

¹ Dal sito www.bancaditalia.it;

TABELLA 1.1.1: NUMEROSITA' DEL CAMPIONE DAL 2006 AD OGGI

Anno di rilevazione	<u>2006</u>	<u>2008</u>	<u>2010</u>	<u>2012</u>
Numerosità del campione	7768	7977	7951	8151
Famiglie panel	3961	4347	4619	4613
	(51%)	(54,5%)	(58,1%)	(56,6%)

FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Dettagliate risultano le modalità di inclusione all'indagine, assumendo come criterio cardine una procedura di selezione a due stadi, il primo rappresentato dai comuni e il secondo dalle famiglie.²

Più precisamente, si esegue una prima stratificazione estraendo i comuni, suddivisi per regione e per classe di ampiezza demografica, con popolazione superiore a 40.000 abitanti e quelli in cui risiedono le famiglie panel. I rimanenti sono scelti secondo la metodologia *probability proportional to size*³, ossia in base alla maggiore probabilità di essere inclusi nel campione stesso.

Una volta selezionati i comuni, le famiglie intervistate sono estratte dalle liste anagrafiche senza ancorarsi a nessun tipo di logica.

Rivelatesi utili, per cogliere al meglio l'evoluzione dei fenomeni oggetto di studio, sono le famiglie panel, ossia quei nuclei partecipanti alle precedenti interviste, la cui comparsa avviene nel 1989 con l'abbandono delle rilevazioni indipendenti nel tempo.

TABELLA 1.1.2: STRATIFICAZIONE DELLE UNITA' DI PRIMO STADIO

Anno di rilevazione	<u>2006</u>	<u>2008</u>	<u>2010</u>	<u>2012</u>
Comuni panel	343	351	351	354
Comuni non panel	12	8	36	17
Totale	355	359	387	371

FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

² Dal sito www.bancaditalia.it;

³ Muhhamad Hanif, *Some recent developments in probability proportional to size sampling*, Lap Lambert Academic Publishing, 2010;

Ad oggi, la numerosità del campione non costituisce unico elemento in continua evoluzione poiché, per il miglioramento dei dati, si è ampliata l'analisi andando a includere ulteriori aspetti concernenti l'ambito economico e finanziario della famiglia stessa.

Ogni indagine biennale presenta un'impostazione alquanto omogenea, differendo per qualche elemento in base al rilievo assunto nell'istante temporale di riferimento.

1.2 IL QUESTIONARIO E LA FASE DI RILEVAZIONE

L'origine dei dati dell'indagine è costituita dal questionario⁴, somministrato in forma anonima al capofamiglia. Presenta una prima parte standard diretta ad ottenere indicazioni sui fenomeni d'interesse e una seconda, contenente informazioni riferite a categorie ristrette di nuclei.

Molteplici sono le sezioni costituenti la struttura modulare del test sottoposto all'intervistato, dirette a rilevare dati a carattere strettamente personale:

- Informazioni anagrafiche: nome, cognome, sesso, cittadinanza, età, residenza, titolo di studio, professione sia del capofamiglia sia del coniuge/ convivente. Una parte a sé è dedicata invece alle famiglie panel;
- Stato occupazionale e redditi: appartenenza alla categoria dei dipendenti, dei lavoratori indipendenti (dagli imprenditori individuali ai collaboratori occasionali e così via), disoccupati, pensionati;
- Forme di risparmio: dai semplici depositi bancari e postali alle obbligazioni, quote di fondi comuni, gestioni patrimoniali, prestiti alle cooperative, titoli esteri;
- Abitazione di residenza e altri beni immobili: informazioni circa la proprietà, riscatto, usufrutto, la contrazione di mutui, di eventuali affitti, del tasso fisso o variabile, di ristrutturazioni, tipo di bene immobile (fabbricato, negozio, ufficio, albergo, box, garage);

⁴ Vedi "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane 2012*, pag.83 e ss;

- Consumi e altre spese familiari: riferiti a mezzi di trasporto, oggetti preziosi (gioielli, monete antiche, opere d'arte), oggetti d'arredamento, eventuali manutenzioni, premi per assicurazioni ecc...;
- Forme assicurative: eventuale intestatario polizza, importo, durata dell'assicurazione.

Da ultimo, il test riserva una parte per stimare l'andamento del colloquio, valutando più precisamente il livello di comprensione, la capacità dell'intervistato di comunicare le proprie informazioni, di essere veritiero nelle risposte e la facilità riscontrata nel responso.⁵

Col tempo, il questionario è stato ampliato includendo parti aggiuntive. Trattasi di voci che hanno acquisito importanza con lo scatenarsi della crisi del 2007 e con il progresso tecnologico degli ultimi tempi.

In particolare, si aggiungono ai profili del reddito e del lavoro, delle attività finanziarie, delle abitazioni e dell'indebitamento anche la ricchezza familiare netta e l'uso degli strumenti di pagamento.⁶

Per la rilevazione dei dati, maggiormente utilizzata nelle interviste è la metodologia *Computer-Assisted Personal Interviewing (CAPI)*⁷.

Si tratta di una procedura che rileva i dati delle famiglie attraverso un questionario elettronico e, oltre a memorizzare le informazioni, permette di ridurre il tempo che intercorre tra la raccolta di dati e la relativa elaborazione e di risolvere eventuali incongruenze createsi nell'indagine.⁸ Essendo la ricerca supportata via web e rivolta a un'ampia gamma di persone, il questionario presenta sigle, codici e abbreviazioni cui bisogna prestare molta attenzione. Proprio per questo motivo, anche dal lato dell'intervistatore, nasce un dubbio sulla registrazione dei dati in modo non conforme rispetto a quanto richiesto dalla struttura del test.

Questa procedura non è l'unica ad essere utilizzata in quanto, per le rimanenti indagini, si ricorre al *Paper-And-pencil Personal Interviewing (PAPI)*.⁹

⁵ Vedi "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane 2012*, pag. 123 e ss;

⁶ Questo accade dall'indagine dell'anno 1989;

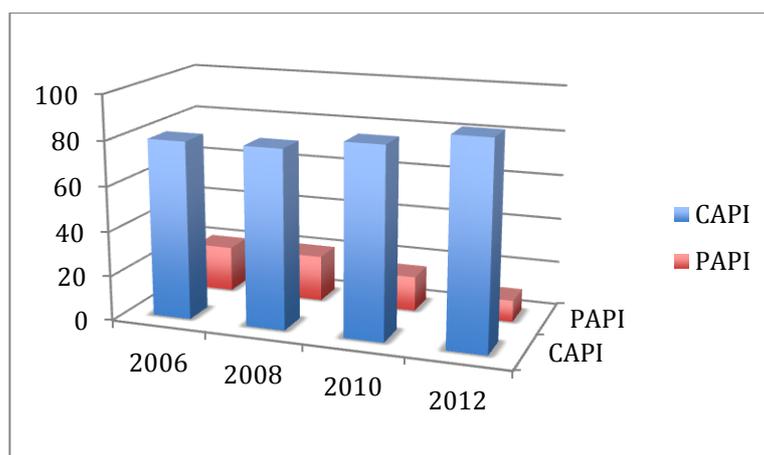
⁷ Chromo Publishing, *Computer-assisted personal interviewing*, 2011, pag.23;

⁸ Chromo Publishing, *Computer-assisted personal interviewing*, 2011, pag.26;

⁹ Chromo Publishing, *Computer-assisted personal interviewing*, 2011, pag.37-38;

Come si evince dall'acronimo, l'intervista face to face presuppone la somministrazione del questionario cartaceo, i cui dati sono poi trasmessi su supporto elettronico servendosi della procedura CAPI.

GRAFICO 1.2.1: UTILIZZO DELLA METODOLOGIA CAPI E PAPI



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

L'intera fase di raccoglimento dei dati spetta a una società specializzata in codesto ambito, rappresentata da soggetti che possiedono un livello d'istruzione competente, una consolidata esperienza da intervistatore e che ricevono istruzioni dai funzionari della promotrice dell'indagine, la Banca d'Italia.

Poiché non esiste altro scopo diverso dall'ottenere informazioni sull'andamento del risparmio e del reddito, l'intervistato non riceve alcun compenso per la partecipazione all'indagine e può limitarsi a chiedere una copia dei risultati in seguito ottenuti.

Nelle varie indagini biennali, la durata dell'intervista presenta variabilità essendo strettamente correlata al grado di percezione del soggetto e alla numerosità dei membri (in particolare dei percettori) della famiglia.

L'esplorazione dei dati avviene nell'anno successivo a quello cui si riferisce l'indagine senza rispettare un periodo prestabilito.

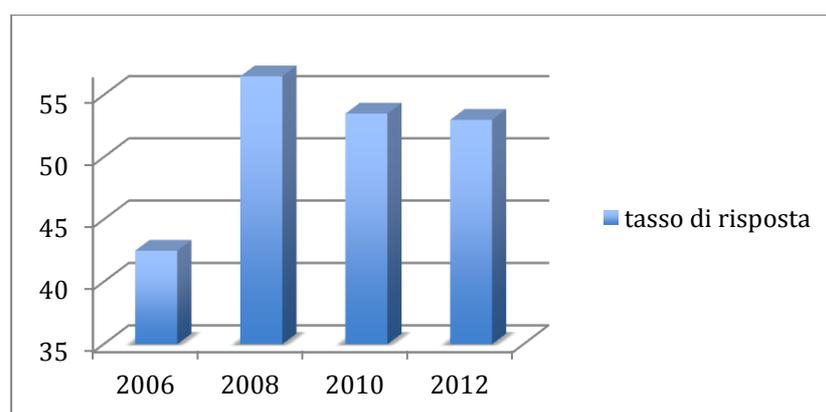
1.3 CONTROLLO E QUALITA' DEI DATI

La fase di controllo dei dati è svolta dalla metodologia CAPI sia che la rilevazione avvenga elettronicamente, sia che ci si avvalga del supporto cartaceo. Quando si svolgono questi tipi d'indagine, che toccano la sfera privata del soggetto, ci si può imbattere in situazioni in cui (data la riluttanza dell'intervistato o la difficoltà per esso di fornire un adeguato giudizio) sorge la necessità di attribuire le mancate risposte.

L'imputazione dei dati mancanti prevede l'aiuto di modelli statistici, in particolare del modello di regressione, che attribuisce dei valori alle risposte assenti sulla base delle informazioni che si hanno a disposizione dall'intera intervista. Questo permette di legare variabili dipendenti e indipendenti quando ci si trova ad analizzare dati estratti da una popolazione campionaria.¹⁰

Generalmente, la mancanza di dati riguarda le integrazioni non monetarie dei lavoratori dipendenti, i proventi da lavoratori autonomi e il valore delle aziende ma tali lacune non sembrano dimostrarsi rilevanti.

GRAFICO 1.3.1: ANDAMENTO DEL TASSO DI RISPOSTA



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Per quanto riguarda la bontà del dato, essa è diretta conseguenza dei processi cognitivi dell'interrogato e quindi della sua capacità di memoria e/o di

¹⁰ M. Gallucci e L. Leone, *Modelli statistici per le scienze sociali*, Pearson Education Italia, 2012;

elaborazione. Non si deve trascurare anche il tempo che l'intervistato dedica al questionario e il suo impegno per fornire una risposta più completa possibile.

Nonostante la libertà nel poter far parte del campione dell'indagine di Banca d'Italia, può sorgere titubanza nel rispondere a determinate tipologie di domande. Poiché il questionario rileva aspetti strettamente personali, il capofamiglia può decidere di far parte dell'indagine, riservandosi la facoltà di una non totale sincerità, qualora non lo ritenga opportuno. Ai fini dell'analisi, è chiaro che l'autenticità dei dati costituisce uno degli obiettivi fondamentali. Per tale ragione, terminato il colloquio, si chiede di esprimere un giudizio di attendibilità sulle risposte date ovvero talvolta si compiono dei confronti con altre fonti, quali dichiarazioni fiscali o dati della Contabilità nazionale, tenendo sempre presente le diversità di definizioni e parametri adottati da esse.¹¹ Il risultato delle ultime indagini ha un grado di attendibilità appagante ma disomogeneo all'interno del campione: risultano migliori i risultati di questionari compilati da soggetti istruiti residenti al Nord o al Centro.

In ultimo, è doveroso distinguere il caso della mancata risposta dall'ipotesi della mancata intervista.

Prima di arrivare a definire un campione ben circoscritto, i soggetti incaricati in ogni indagine contattano una miriade di famiglie. Nell'anno 2006, a 18.510 nuclei familiari è stato richiesto di partecipare all'indagine e solo 7.768 hanno aderito a questa proposta, la maggior parte costituita da famiglie panel.

Le mancate interviste derivano dall'indisponibilità della famiglia, dall'irreperibilità in casa o al telefono e rappresentano oggetto di distorsione delle indagini statistiche. Il fatto di non partecipare alle indagini porta alla sotto rappresentazione di alcune sezioni. Si parla appunto di *selectivity bias*.¹²

Le difficoltà incontrate nell'ottenimento delle interviste sono correlate al tempo a disposizione dei soggetti, al loro reddito e ricchezza. Risultano essere più disponibili le famiglie con basso reddito, con minore istruzione, che vivono al Sud e in comuni poco estesi. Non stupisce la minore collaborazione di famiglie

¹¹ L. Cannari, V. Ceriani e G. D'Alessio, *Il recupero degli imponibili sottratti a tassazione*, in Banca d'Italia, Ricerche quantitative per la politica economica- 1995, Roma, 1997;

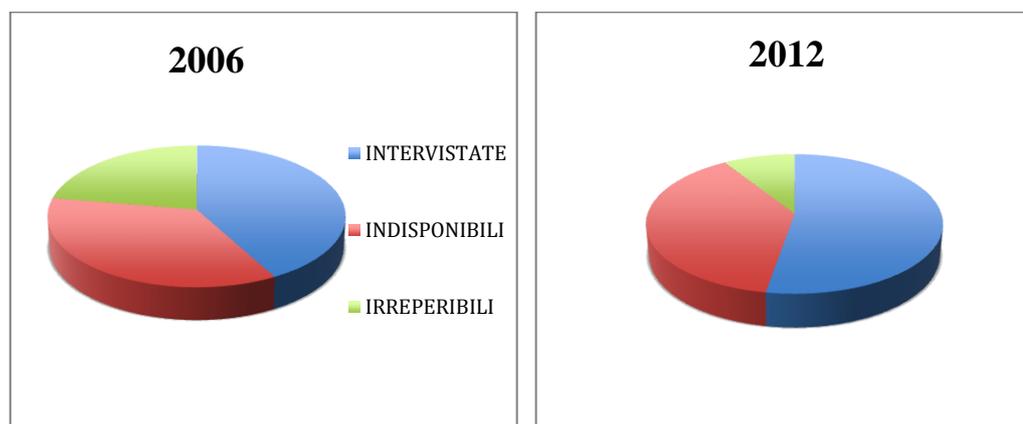
¹² G. D'Alessio e I. Faiella, *Nonresponse behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Banca d'Italia, n.462, 2002;

benestanti, con elevata istruzione, che ricoprono ruoli d'impreditoria risultando più titubanti nell'offrire, anche se in forma anonima, dati così discreti.

Gli effetti correttivi comprendono la sostituzione con altre famiglie appartenenti agli stessi comuni e in seguito una stratificazione in base ad alcuni distintivi (sesso, età, area geografica, dimensione del comune) degli intervistati, che consente il riequilibrio delle sezioni del campione.¹³

Col passare degli anni, sono state messe in atto delle politiche di sensibilizzazione e di rassicurazione sulla riservatezza dei propri dati personali che hanno permesso di ridurre il fenomeno dell'*under reporting*.¹⁴

GRAFICO 1.3.2: MANCATE INTERVISTE



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Dai grafici si evince la positività delle strategie volte a ridurre questo fenomeno; nel 2006 la quota di intervistati era inferiore alla metà (42%), mentre nel 2012 si riesce a raggiungere un livello soddisfacente pari al 52,6%.

¹³ G. Kalton e I. Flores Cervantes, *Weighting Methods*, in *Journal of Official Statistics*, pag.81-97, 2003;

¹⁴ L. D'Aurizio, I. Faiella, S. Iezzi e A. Neri, *L'under reporting della ricchezza finanziaria nell'indagine sui bilanci delle famiglie*, Temi di discussione, n. 610, 2006;

1.4 I RISULTATI DELLE INDAGINI A CONFRONTO

1.4.1 LA STRUTTURA DELLA FAMIGLIA

L'analisi si concentra su alcuni connotati quali il reddito, la ricchezza, la diffusione delle attività finanziarie, l'utilizzo di strumenti di pagamento e infine le abitazioni.

Banca d'Italia, nella sua indagine, segue l'impostazione dell'Istat definendo la famiglia come "l'insieme di persone conviventi che, indipendentemente dai legami di parentela, provvede al soddisfacimento dei bisogni mettendo in comune tutto o parte del reddito percepito dai suoi membri."¹⁵

In ogni pubblicazione denominata "Supplementi al Bollettino Statistico", si evidenzia l'evoluzione della struttura familiare nel tempo e nei diversi connotati che la caratterizzano (formazione, predominanza del sesso, collocamento geografico, professione, numerosità, immigrazione e quant'altro).

Si parte dal 2006 in cui le famiglie numerose lasciano spazio a nuclei formati da un solo componente e alle coppie senza figli; tale situazione predomina il Nord dell'Italia poiché i nuclei di maggiori dimensioni vivono al Sud.

Ancora, la quota di percettori di reddito, inclusi i giovani in età compresa tra i venti e i trent'anni, risulta maggiore nel settentrione. La numerosità è correlata positivamente all'età del capofamiglia (fino al raggiungimento dei sessantacinque anni, poi inizia a ridursi) e negativamente al sesso femminile del reggitore.

A livello d'istruzione prevale la licenza media e poco frequenti sono i capifamiglia laureati; predomina la dipendenza nel rapporto di lavoro e laddove non c'è condizione professionale il riferimento va ai pensionati.

Un incremento si registra per gli stranieri residenti in Italia e facenti parte del campione, insieme a coloro che non hanno cittadinanza italiana ma che appartengono all'Unione europea.

Nell'analisi successiva, tale situazione è andata amplificandosi: variazione di oltre diciassette punti percentuali a favore delle famiglie mono-componenti e senza figli con prevalenza del gentil sesso. La distribuzione delle famiglie rimane

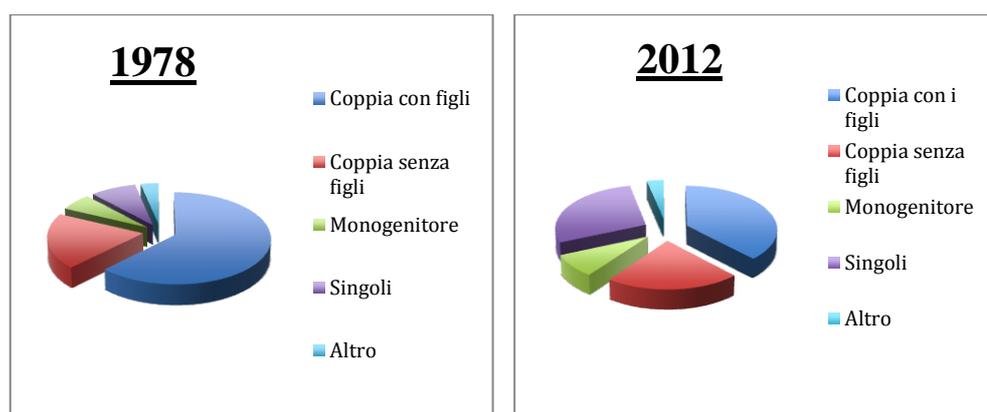
¹⁵ www.demo.istat.it;

la medesima e quindi più accentuata al Sud e nelle Isole, lasciando la predominanza al Nord per quanto riguarda il numero di percettori; lieve miglioramento, nel campo dell'istruzione, a favore di chi possiede una laurea e anche per chi non possedeva un titolo di studio. La situazione rimane immutata nel campo lavorativo giacché non si riscontrano variazioni né per i pensionati né per gli occupati; aumenta invece il numero di stranieri spinti alla ricerca di un impiego in Italia.

Spostandoci all'analisi del 2010, i risultati sono pressoché identici. Aumento delle coppie, mediamente giovani, a svantaggio delle famiglie monocomponenti. Sembra arrestarsi la tendenza alla riduzione del numero di figli minorenni presenti in famiglia. Forte concentrazione dei nuclei nei piccoli comuni e continue immigrazioni stimolate dalla necessità di occupazione e dal raccordo familiare.

Con l'ultima rilevazione dei dati, riferita al 2012, si registra un calo delle coppie con e senza figli, e si riscontrano, invece, sempre più nuclei composti da un singolo membro. Predomina il capofamiglia di sesso maschile che svolge un lavoro dipendente o autonomo, sale il livello d'istruzione per le donne in possesso di laurea e licenza di scuola media superiore e vi sono forti flussi di stranieri, la cui metà è occupata.

GRAFICO 1.4.1.1: TIPI DI FAMIGLIE DAL 1977 AL 2012



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

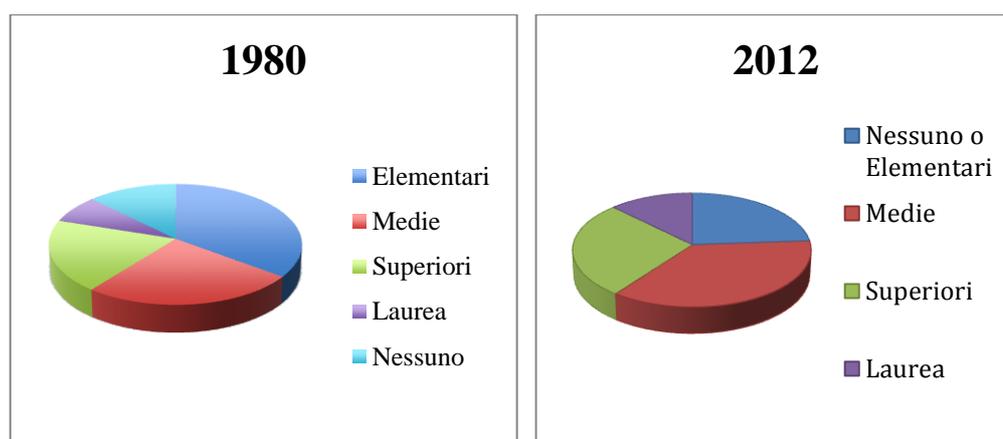
In sintesi, s'illustra la nuova composizione familiare a favore della tipologia monocomponente, con larga presenza di over sessantacinque e mono genitore.

In merito all'istruzione, evidente è il cambiamento avvenuto nelle famiglie italiane. Banca d'Italia prende a riferimento l'istruzione del capofamiglia, inteso come il maggior percettore di redditi da lavoro e da trasferimenti.¹⁶

Pur predominando la figura del capofamiglia in possesso di licenza di scuola media si assiste ad un miglioramento del livello di istruzione in quanto si registra un incremento della percentuale di soggetti con diploma di scuola superiore e di laurea).

Ciò non costituisce fattore da sottovalutare, considerando la relazione positiva tra istruzione, crescita economica e competitività di un paese¹⁷: più aumenta il grado di formazione, più un soggetto riesce ad ottenere un buon livello di reddito e minore diventa il tasso di disoccupazione.

GRAFICO 1.4.1.2: TITOLO DI STUDIO DEL CAPOFAMIGLIA DAL 1980 AL 2012



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

1.4.2 IL REDDITO E IL LAVORO

Il primo e principale esito dell'indagine di Banca d'Italia è costituito dalla sezione "reddito e lavoro", evidenziando l'evoluzione di tali connotati nel tempo.

L'andamento del reddito medio familiare (al netto delle imposte sul reddito e dei contributi previdenziali e assistenziali), che dal 2006 presenta un continuo

¹⁶ www.bancaditalia.it;

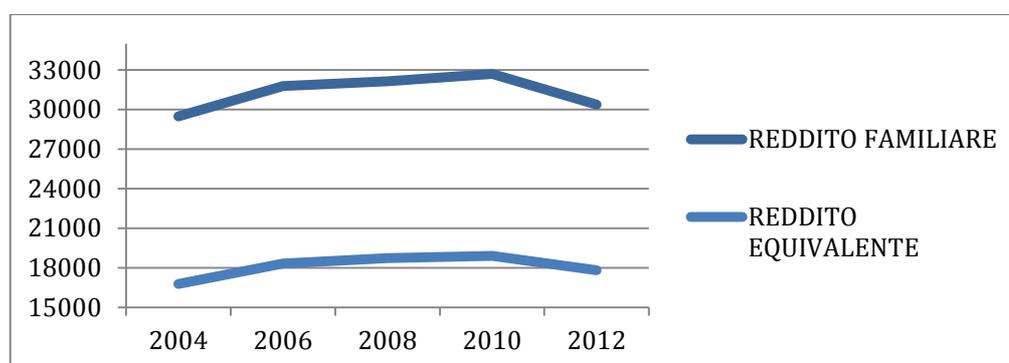
¹⁷ G.Russo, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, Intesa San Paolo, 2012;

calo sia a livello nominale che reale, è coerente con la riduzione del numero medio di componenti nelle famiglie¹⁸ e con il calo degli affitti imputati.¹⁹ E' importante calibrare i dati tenendo conto che l'intervista è svolta l'anno successivo a quello cui si riferisce l'indagine. Ciò significa che le famiglie possono rispondere a determinate domande risentendo del peggioramento avvenuto successivamente nei mercati di riferimento.

Accanto al reddito medio familiare, l'indagine fornisce il reddito equivalente. Essendo l'oggetto dell'indagine costituito dalle famiglie, anziché considerare il reddito complessivo, Banca d'Italia ritiene necessario analizzare il livello di reddito che ogni singolo individuo dovrebbe avere per mantenere lo stesso livello di benessere che, in questo momento, ha nel nucleo in cui vive.

Di seguito, si evidenzia l'andamento del reddito delle famiglie italiane, prima e durante la crisi.

GRAFICO 1.4.2.1: REDDITO FAMILIARE E REDDITO EQUIVALENTE



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

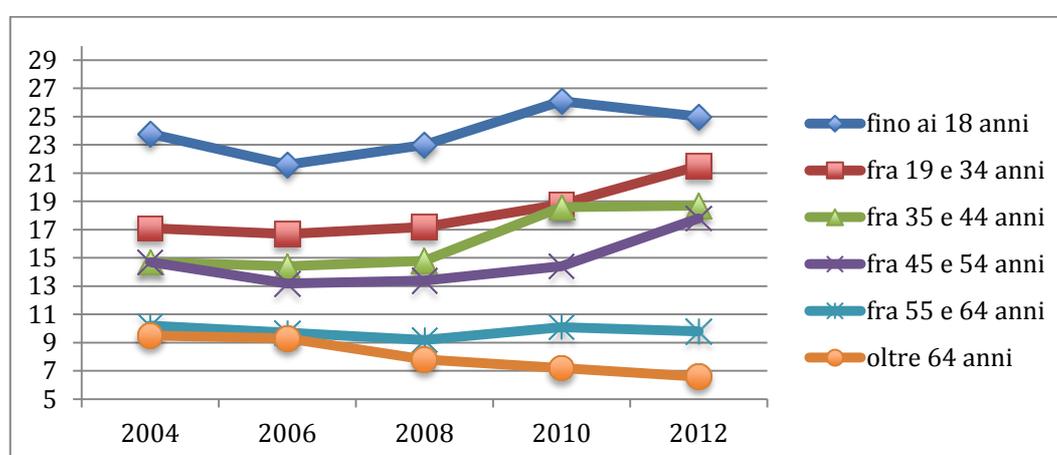
Tra il 2010 e il 2012 il reddito disponibile equivalente è diminuito di 10,5%. La riduzione registrata nel 2012 appare la più marcata, dopo la sostanziale stabilità del biennio precedente.

¹⁸ Vedi grafico 1.4.1.1;

¹⁹ L'indagine, infatti, stima quali sono gli affitti (sulla base del metodo di autovalutazione) chiedendo, alle famiglie proprietarie, l'importo che esse potrebbero ricevere dalla locazione dell'immobile;

Si parla di un reddito mal distribuito, infatti, il 46% della ricchezza totale netta è posseduta dal 10% delle famiglie più ricche²⁰, inoltre è aumentata la quota di famiglie (dal 2,8% al 4,1%) con ricchezza negativa. Un'ondata di povertà, che rimarca questa cattiva, non equa e squilibrata spartizione, ha colpito soprattutto i nuclei con capofamiglia giovane, ampliando il divario tra la loro condizione economica- finanziaria e quella del resto della popolazione.

GRAFICO 1.4.2.2: LA SOGLIA DI POVERTA' PER CLASSI DI ETA'



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

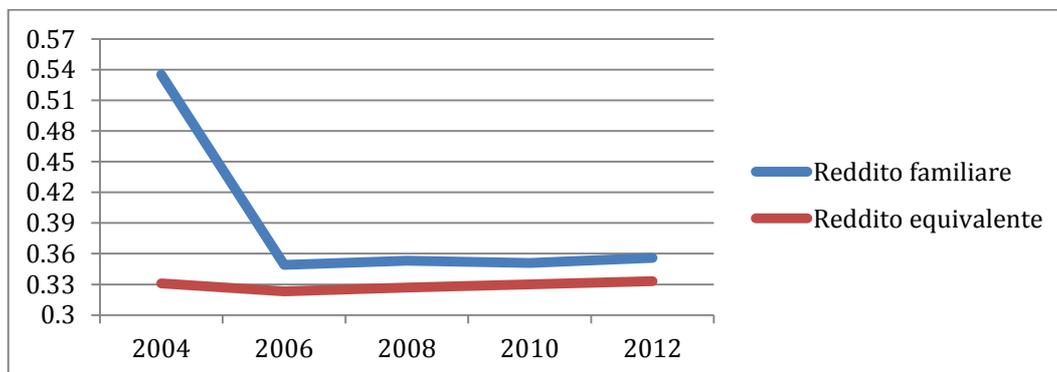
Osservando le performance del reddito disponibile, si rileva come le maggiori contrazioni dal 2006 al 2012 si siano registrate agli estremi della distribuzione. In altre parole, ad aver sostenuto le perdite maggiori sono sia le famiglie più povere sia quelle più ricche. Questo comporta che il grado complessivo di disuguaglianza nei redditi non muti significativamente, ma che ci siano fasce maggiormente colpite di altre.

L'indicatore più usato per quantificare il grado di disuguaglianza nella distribuzione del reddito è l'indice di Gini²¹, che registra variazioni statisticamente poco eloquenti in questi ultimi anni.

²⁰ www.istat.it;

²¹ M. Sullivan, *Fondamenti di statistica*, Pearson, 2011;

GRAFICO 1.4.2.3: L'INDICE DI CONCENTRAZIONE DI GINI

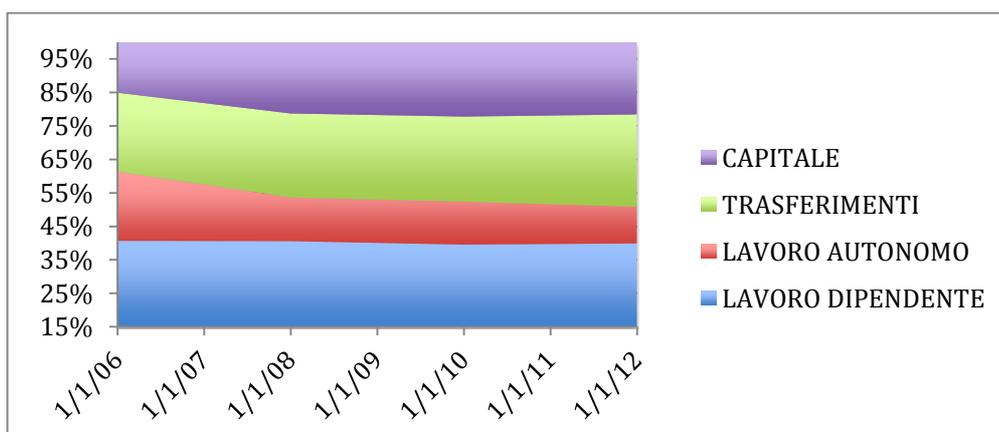


FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Ancora, si riscontra un aumento del reddito familiare per il capofamiglia con qualifica di lavoratore autonomo, titolare di un'impresa familiare o imprenditore che si trova al Nord o al Centro. Si rileva un 30,9% distribuito nel Nord- ovest, un 22,3% nel Nord- est, un 25,7% nel Mezzogiorno e un 21,1% nel Centro.

Notevole è l'introito, più che doppio, a favore dei laureati e nella classe di età oltre i sessantacinque anni.

GRAFICO 1.4.2.4: LA COMPOSIZIONE DEL REDDITO FAMILIARE



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Nella formazione del reddito familiare, la componente più rilevante è costituita dagli introiti ottenuti da lavoro dipendente già prima della crisi, rimanendo attualmente stabile e riguardante soprattutto le famiglie appartenenti alle classi centrali di reddito. Ciò non vale invece per i redditi da libera professione o impresa: prosegue la loro flessione e si riducono di circa dieci punti percentuali dal 2006 a oggi.

Meritevole di considerazione è il binomio “ famiglia- lavoro” per comprendere i mutamenti registrati e le ripercussioni avvenute in tale mercato.

La tendenza alla frammentazione delle famiglie ha influito sullo stato occupazionale in due versi. Da un lato la crescita delle persone sole ha portato ad abbassare la soglia di sostenibilità (in caso di perdita del lavoro) non potendo distribuire possibilità di occupazione su altri membri; dall’altro, l’invecchiamento della popolazione ha sottratto una quota di partecipazione al mercato del lavoro.²²

Si assiste ad una lenta ma costante riduzione della partecipazione delle famiglie in tal mercato, registrando una contrazione dell’occupazione pari al 3%.

Analogamente, il tasso di disoccupazione torna a espandersi eludendo i buoni risultati raggiunti nel pre-crisi.

Sotto il profilo territoriale, le regioni settentrionali (che vedono un’alta partecipazione alla base occupazionale) soffrono in misura minore l’erosione del mercato del lavoro; al contrario, nelle realtà meridionali si ravvisa una forte contrazione soprattutto per la fascia giovanile costretta a vivere in famiglia.

1.4.3 LA RICCHEZZA

In Italia, i dieci individui più ricchi possiedono più risorse economiche dei circa tre milioni di individui più poveri.²³

E’ utile precisare la differenza esistente tra ricchezza e reddito poiché un soggetto può avere un basso reddito nonostante possieda un cospicuo patrimonio.

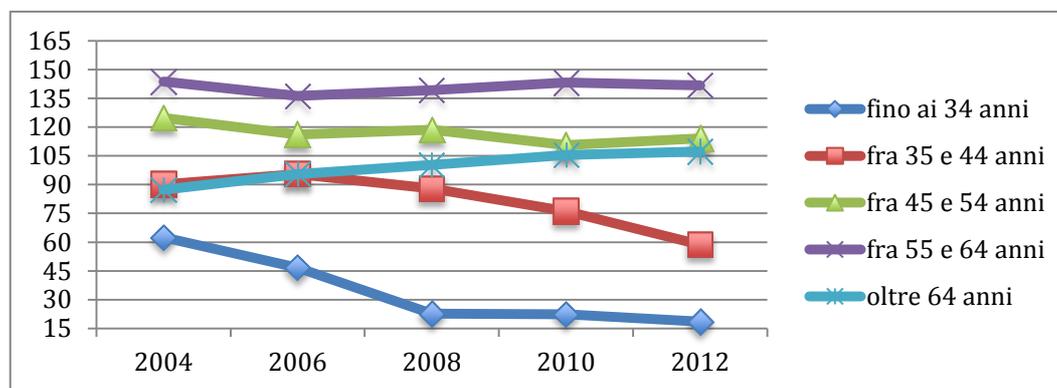
Quando si parla di ricchezza familiare netta ci si riferisce a tutte le attività reali (abitazioni, terreni, beni durevoli di consumo) e finanziarie (depositi bancari,

²² S. Calabrese, M. Manieri in “ *Rapporto annuale, Famiglie e lavoro 2013*”;

²³ L. Cannari, G. D’Alessio, *La ricchezza degli italiani*, Il Mulino, 2006;

postali, azioni, obbligazioni) di ciascuna famiglia, al netto delle passività (mutui, prestiti) venutesi a creare.

GRAFICO 1.4.3.1: LA RICCHEZZA FAMILIARE NETTA PER CLASSI DI ETÀ'



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Negli anni 2000 si registra un incremento progressivo della ricchezza netta, seguito da una sostanziale battuta d'arresto nel processo di accumulazione del patrimonio. Tale processo sembra risentire del fattore età e del corso della vita. Non a caso, le famiglie il cui reggitore è più anziano, presentano una dinamica di lungo periodo più favorevole rispetto a quelle con capofamiglia più giovane. Ancora, valori più elevati si registrano a favore di famiglie con individui oltre i sessantaquattro anni, laureati, lavoratori indipendenti e che risiedono nelle realtà dell'Italia centrale. Questo perché le famiglie con capifamiglia in età compresa tra i trentasei e i cinquantacinque anni faticano a progredire nell'accumulo della ricchezza, vuoi per salari in stallo rispetto al costo della vita o per insicurezza del posto di lavoro. Analogamente anche per le famiglie giovani la situazione non è rosea vedendosi addossare il costo del mutuo in seguito all'acquisto dell'abitazione.

Data la composizione, la ricchezza familiare netta dipende strettamente dalla capacità di risparmio di ogni singolo soggetto²⁴, dai doni e dalle eredità che sembrano costituire il 55% del reddito di un terzo delle famiglie italiane²⁵, dal

²⁴ L. Cannari, *La ricchezza degli italiani*, il Mulino 2006;

²⁵ www.istat.it;

capital gains (variazioni dei prezzi delle attività reali e finanziarie possedute) ed infine dalle forti oscillazioni del mercato immobiliare e azionario.

Come accennato in precedenza, le informazioni riguardanti la ricchezza familiare netta presentano delle criticità tipiche in questi tipi d'indagini campionarie. Sui dati offerti dalle stime di Banca d'Italia, occorre porre in collegamento i fenomeni di under-reporting e non reporting. Informazioni di questo genere sono gravate da una sottostima sistematica²⁶: di norma vi è una maggiore reticenza nel comunicare queste informazioni per paura di essere sottoposti ad accertamenti di natura fiscale.

Tale sintomo si manifesta parlando di attività reali nelle famiglie giovani e al contrario per le attività finanziarie nelle famiglie "mature". In concomitanza con tale dato, l'esposizione alle attività finanziarie è maggiore per i giovani e quasi assente nel portafoglio delle altre famiglie.

Dal punto di vista dell'occupazione, si evidenzia per la classe più fragile (classe operaia) un maggior ricorso all'indebitamento, presentando un patrimonio sbilanciato verso le attività reali, mentre la categoria superiore destina le sue risorse in ambito finanziario.

1.4.4 LA DIFFUSIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE

Il tema delle attività finanziarie, oltre a costituire principale risultato nell'indagine di Banca d'Italia, rappresenta oggetto del successivo lavoro empirico andando ad approfondire alcuni aspetti d'investimento delle famiglie.

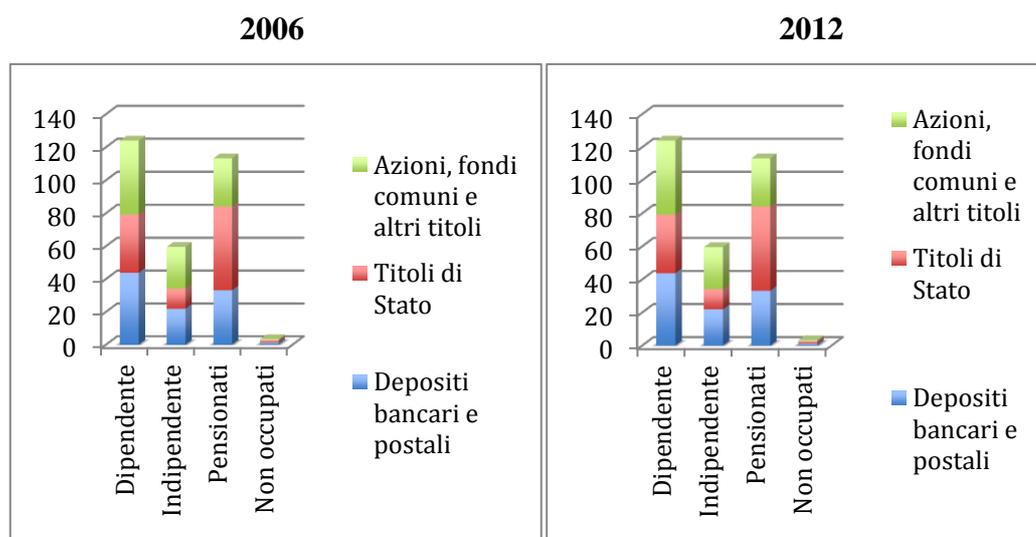
Nell'attuale clima di recessione, i dati confermano la sfiducia presente in ogni famiglia di fronte agli investimenti del proprio denaro. Si rilevano una forte preferenza per la liquidità (conti correnti, libretti e depositi) e un forte orientamento verso i buoni fruttiferi postali.

In una realtà di minore capacità di generazione del risparmio predomina il portafoglio tradizionale liquido, tenendo conto del fatto che gli investimenti variano secondo il reddito, il titolo di studio, la professione del capofamiglia e l'area di residenza. Il 91% delle famiglie possiede oggi un deposito bancario o

²⁶ L. D'Aurizio, I. Faiella, S. Iezzi e A. Neri, *L'under reporting della ricchezza finanziaria nell'indagine sui bilanci delle famiglie*, Temi di discussione, n. 610, 2006;

postale e il rimanente detiene principalmente obbligazioni, quote di fondi comuni e Titoli di Stato. Questi investimenti provengono da nuclei con capofamiglia impiegato, lavoratore autonomo o pensionato.

GRAFICO 1.4.4.1: LA DIFFUSIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE PER LE DIVERSE PROFESSIONI



FONTE: "Supplementi al Bollettino Statistico", *I bilanci delle famiglie italiane*;

Tra i diversi strumenti finanziari, solo i fondi pensione evidenziano un aumento delle probabilità di diffusione, soprattutto per le categorie dei lavoratori dipendenti.²⁷

La maggiore perplessità porta a un aumento della propensione delle famiglie a detenere strumenti meno rischiosi, in particolare per i nuclei residenti al Centro.

Nel meridione, una diffusione meno marcata dei depositi lascia ampio spazio ai buoni fruttiferi postali.

In queste scelte d'investimento, l'alfabetizzazione finanziaria gioca un ruolo cruciale²⁸. Per tale motivo, l'intervista racchiude alcuni quesiti in merito alla capacità di saper leggere un estratto conto, di misurare il rendimento di un titolo, di conoscere le varie tipologie di mutuo, ottenendo un risultato poco soddisfacente. Inoltre, i dati raccolti nell'indagine, tendono a sottostimare la

²⁷ M. Liera, *I fondi pensione*, Il Sole 24 ore, 2009;

²⁸ N. Zanella, *Investire bene i propri risparmi. Obiettivo risparmio*, Giunti editore, 2010;

quantità detenuta di attività finanziarie per la relazione negativa tra partecipazione all'intervista e livello di ricchezza (non- response), per la tendenza dell'intervistato a non ricordare (effetto memoria), a non dichiarare quali strumenti finanziari possiede (non- reporting) o il loro totale ammontare (under-reporting).

1.4.5 L'INDEBITAMENTO

Sono considerate famiglie indebitate quelle titolari di mutui per acquisto o ristrutturazione d'immobili, di prestiti da intermediari finanziari o da parenti o amici, titolari di debiti commerciali o prestiti bancari legati all'attività d'impresa, di scoperto di conto corrente e di saldi negativi delle carte di credito.²⁹

L'indebitamento delle famiglie italiane, pur mostrando una crescita più veloce rispetto all'area euro, presenta un'incidenza sul reddito relativamente bassa a livello internazionale.³⁰ Il generale clima di sfiducia diffuso nell'intera Italia conferma la cautela con la quale le famiglie italiane chiedono dei finanziamenti. Si assume un comportamento piuttosto prudente chiedendo un prestito se la situazione economica appare soddisfacente; al contrario le richieste tendono ad assestarsi riducendo i consumi. Nonostante i comportamenti cauti di domanda e offerta, le problematiche presenti nel mercato del lavoro e l'eventuale rialzo dei tassi d'interesse acuiscono l'instabilità del reddito della famiglia indebitata, portando quindi al peggioramento delle passività finanziarie possedute da ogni individuo.

La casa è generalmente l'elemento più rilevante per le famiglie e fonte principale del debito, soprattutto per nuclei di dimensione elevata, residenti al Nord, con capofamiglia dipendente o avente un alto livello d'istruzione. Essa non rappresenta l'unico mezzo per richiedere denaro altrui: sembra esser benvenuto lo scoperto di conto corrente, il pagamento rateale mediante carta di credito e infine il prestito da un amico, molto frequente nel Mezzogiorno e nelle famiglie con reggitore straniero.

²⁹ www.bancaditalia.it;

³⁰ G.Russo, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, Intesa San Paolo, 2012;

Nel complesso, si hanno famiglie con reddito medio- alto che s'indebitano per acquisire l'immobile di residenza; viceversa, i nuclei meno abbienti vi ricorrono con frequenza minore poiché presentano già serie difficoltà nel fronteggiare gli oneri legati al debito.

1.4.6 STRUMENTI DI PAGAMENTO

Si osserva il progressivo incremento nella diffusione di strumenti elettronici quali Bancomat, carte di credito, di debito e prepagate, abbandonando la modalità di pagamento tradizionale, ossia il denaro contante e l'assegno. Negli ultimi anni, l'aumento (positivamente correlato alla disponibilità economica, al titolo di studio del percettore e alla dimensione del comune di residenza³¹) è stato molto forte, portando alla nascita di servizi sofisticati quali il remote banking e la possibilità di rateizzare il pagamento della merce acquistata attraverso la carta di credito revolving.³²

Si registra una forte vulnerabilità dal punto di vista geografico³³, tale per cui nel settentrione la spesa media mensile pagata in contanti risulta pari a un terzo del consumo totale, mentre il Mezzogiorno, sebbene il fenomeno stia diminuendo, presenta cifre più elevate.

1.4.7 ABITAZIONI

Nonostante l'Italia presenti la percentuale più alta rispetto ai paesi dell'area euro, in termini di diffusione della proprietà dell'abitazione, il fenomeno si sta riducendo lasciando spazio ad affitti, usufrutti e occupazione ad uso gratuito. Proprietari dell'abitazione sono per lo più capifamiglia in età compresa tra i cinquantacinque e i sessantaquattro anni, possessori di una laurea oppure residenti in piccoli comuni.

³¹ www.bancaditalia.it, *Strumenti di pagamento*;

³² G. Disegni, *Strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Giappichelli, 2011;

³³ G. D'Alessio e S. Iezzi, *Household over-indebteness definition and measurement with Italian data*, *Questioni di economia e finanza*, n.149, Febbraio 2013;

Di pari passo, l'affitto è scelto dai capifamiglia giovani, in possesso di un reddito medio- basso oppure non aventi la cittadinanza italiana.

Si assiste ad un calo degli affitti minore, rispetto alla diminuzione del valore della casa, registrando comunque un disagio connesso alla spesa dell'abitazione (o per il pagamento dell'affitto o per la rata del mutuo)³⁴; presente, anche se con poca frequenza, il fenomeno del sovraffollamento, che vede vivere in abitazioni molto piccole un numero elevato di membri familiari.

1.5 CONCLUSIONI

L'economia italiana vive una fase particolarmente difficile, in bilico tra la necessità di rimettere ordine nei conti pubblici e l'esigenza di rilanciare la crescita. Predomina il peggioramento delle condizioni reddituali, poiché le famiglie dichiarano di non riuscire a far fronte alle necessità della vita quotidiana e a questa segue la difficoltà sul fronte del risparmio. Persiste la negatività per effetto del deterioramento delle attese riguardanti i redditi da pensione: si stima che il 21% non avrà un reddito sufficiente dopo il raggiungimento di una certa età. Sempre maggiore è la difficoltà delle famiglie a guardare serenamente al futuro portandole a non investire, progettare e rischiare.

Il contenuto di questo capitolo rappresenta l'origine dei successivi approfondimenti personali. L'indagine di Banca d'Italia e, più precisamente, i database messi a disposizione da essa, hanno permesso la realizzazione di un lavoro empirico che vede la famiglia italiana come soggetto esclusivo di riferimento, andando ad analizzare il suo comportamento in ambito finanziario.

Lo studio principale coinvolge il tema delle scelte di portafoglio, esaminando l'esistenza di una possibile relazione fra le caratteristiche personali di un investitore italiano e le attività finanziarie rischiose da egli possedute, come sostenuto dalla teoria della finanza comportamentale.

³⁴ www.bancaditalia.it, *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*;

CAPITOLO SECONDO

IL RISCHIO NELL'ASSET ALLOCATION

Da sempre, l'impiego dei risparmi costituisce fonte d'innomerevoli problemi per le famiglie italiane. Le attuali difficoltà nei mercati finanziari hanno indebolito il risparmiatore, suscitando titubanza nella scelta delle attività finanziarie. Numerosi sono i fattori che lo orientano ad investire in un modo anziché in un altro, ma ciò che primariamente va considerato è il profilo di rischio.

In seguito, si procede con l'enunciazione delle teorie esistenti in materia, andando a valutare alcuni possibili fattori in grado di influenzare tale profilo.

Per completezza, si dedicano poche righe alla descrizione dell'oggetto cardine: l'attività finanziaria.

2.1 L'EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Sebbene possano sembrare moderni e di recente istituzione, lo sviluppo dei mercati finanziari risale al passato, ricollegandosi all'evoluzione del commercio.³⁵

Definito come “ l'insieme delle strutture (giuridiche, operative, tecniche, fisiche) attraverso cui avviene lo scambio delle attività finanziarie”³⁶, esso rappresenta la soluzione a due tipi di problemi: il trasferimento del risparmio dalla fonte di formazione a quella di utilizzo e la diversificazione del rischio.

Ciò che lo contraddistingue dagli altri mercati è l'oggetto scambiato al suo interno ossia l'attività finanziaria che, a differenza del bene reale, attribuisce al possessore il diritto ad ottenere una prestazione monetaria futura in corrispondenza della scadenza del titolo, dell'alienazione, della maturazione cedola o altro.³⁷

³⁵ R. Lener, *Diritto del mercato finanziario*, Utet giuridica, 2011, pag 342;

³⁶ M. J. Pring, *Analisi tecnica dei mercati finanziari*, The Mc-Graw Hill. 2003, pag 204;

³⁷ M. J. Pring, *Analisi tecnica dei mercati finanziari*, The Mc-Graw Hill. 2003, pag 546;

In questi anni, spinto dall'innovazione promossa da operatori di mercato e dal cambiamento normativo diretto a sensibilizzare stabilità e trasparenza, tale mercato propende al rinnovamento; in Italia, la sua evoluzione ha subito un rallentamento, limitandone il ruolo nell'allocazione delle risorse finanziarie.

L'elevata maturità e stabilità di cui essi godevano in passato,³⁸ sono state sminuite negli anni dagli improvvisi e accentuati cambiamenti di portafoglio verso attività più liquide.

Di per sé, l'evoluzione non è avvenuta secondo una prestabilita successione di fasi, bensì sulla base delle esigenze di domanda e offerta riscontrabili nei diversi paesi.

2.2 LE ATTIVITA' FINANZIARIE

Si tratta di tipologie d'investimento (definite anche asset class) tra cui l'investitore può scegliere per indirizzare i risparmi, affinché costruisca un portafoglio che soddisfi le proprie esigenze. E' abitudine operare in esse una distinzione circa le caratteristiche di liquidità, rapporto rischio/rendimento e orizzonte d'investimento, ottenendo una classificazione che rispecchi tali parametri:

- 1) prodotti di liquidità (moneta, depositi bancari e postali, certificati di deposito, Titoli di Stato a breve termine),
- 2) titoli obbligazionari,
- 3) titoli azionari.

2.2.1 DEPOSITI BANCARI E POSTALI

I depositi bancari e postali rappresentano a oggi la scelta predominante per l'investimento dei propri risparmi.

Si tratta di strumenti che permettono di compiere operazioni di versamento e prelevamento, garantendo all'investitore la disponibilità a breve del proprio denaro.

³⁸ E. Berlanda, *Capire la finanza*, Il Sole 24 ore, 2008, pag. 3 e ss;

Questa forma d'investimento consiste nel deposito dei risparmi e nella maturazione degli interessi attivi bancari/postali, i quali incrementano il capitale inizialmente versato.

2.2.2 CERTIFICATI DI DEPOSITO³⁹

Forma di deposito vincolato con la quale la banca s'impegna a restituire la quota capitale, maggiorata degli interessi, ad una scadenza prefissata.

Il vantaggio per l'investitore, essendo il certificato non sottoposto a oscillazioni di mercato, è quello di ricevere un interesse costante nel tempo.

2.2.3 PRONTI CONTRO TERMINE⁴⁰

Con essi, l'investitore acquista dei titoli (di solito Titoli di Stato, obbligazioni non convertibili italiane ed estere) da una banca e quest'ultima li riacquista a scadenza (massimo diciotto mesi) a un prezzo solitamente più alto.

Si tratta di una modalità d'investimento favorevole per coloro che vogliono impiegare il loro risparmio in un'ottica di breve termine tenendo conto che, a maggior rendimento, corrisponde anche maggiore rischio.

Due sono i rischi da considerare: quello legato all'andamento del titolo di cui si è possessori e quello legato alla banca che sottoscrive il sottostante, cioè il titolo.

2.2.4 I TITOLI DI STATO⁴¹

I Titoli di Stato costituiscono particolari tipi di obbligazioni emesse per conto dello Stato e dirette a finanziare il deficit pubblico e a soddisfare il fabbisogno del paese. Nonostante le ultime eccezioni del decennio, il fallimento dello Stato si considera come qualcosa d'inverosimile e a questo si aggancia un minor grado di rischio nell'investire i propri risparmi in tale scelta.

³⁹ B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999;

⁴⁰ B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999;

⁴¹ A. Drusiani, *I titoli di stato*, Il Sole 24 Ore, 2009;

E' chiaro che, all'aumentare del debito pubblico, ciascun investitore si aspetta un rendimento maggiore (dato il maggior grado di rischio), scoraggiando il finanziamento del deficit e alimentandolo.

2.2.5 LE OBBLIGAZIONI⁴²

Accanto alle azioni, le obbligazioni costituiscono uno strumento d'investimento di facile accesso per tutti i risparmiatori. L'investitore ha diritto, per aver prestato una somma di denaro all'emittente, a vedersi restituire la quota capitale e gli interessi (cedola) entro una scadenza prestabilita.

La scelta tra azioni e obbligazioni dipende molto dalle caratteristiche dell'investitore. Se esso è avverso al rischio, allora la convenienza cade sul titolo obbligazionario purché esso scelga un'emittente con un buon rating; ovviamente al basso profilo di rischio segue una remunerazione molto più contenuta rispetto al titolo azionario; nel lungo periodo la preferenza va alle azioni, capaci di vanificare le eventuali oscillazioni negative dell'economia.

2.2.6 I FONDI PENSIONE

Sono costituiti da accantonamenti di denaro che il lavoratore pone in essere, aventi lo scopo di assicurare a se stesso una pensione integrativa a quella spettante dallo Stato.

In seguito, le risorse investite vengono, a loro volta, impiegate nei mercati finanziari al fine di produrre una ricchezza aggiuntiva alla semplice quota iniziale.⁴³

Appartengono alla cosiddetta "previdenza del secondo pilastro" e rappresentano una modalità alternativa per investire i propri risparmi.

⁴² G. Corasaniti, *Diritto tributario delle attività finanziarie*, Egea, 2012;

⁴³ P. Bongini, *Il ruolo dei fondi pensione in un'economia globale*, Il Mulino, 2011, pag. 322;

2.2.7 I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO E GESTIONI PATRIMONIALI

Tali fondi costituiscono un'alternativa più complessa di investimento. Si tratta di riunire i risparmi di diversi soggetti, creando un unico patrimonio, investito in attività finanziarie quotate (azioni, obbligazioni, titoli di stato), rispettando le regole tese a minimizzare il rischio.⁴⁴ I fondi sono gestiti da una società di gestione del risparmio (sgr) e nascono per creare valore sia ai risparmiatori sia ai gestori del fondo.

Tale fondo non garantisce rendimenti certi e ogni partecipante gode gli stessi diritti: partecipa alle perdite o ai guadagni in proporzione alle quote possedute.

Molto simili ai fondi comuni d'investimento sono le gestioni patrimoniali.⁴⁵ Si tratta di una forma di collocamento del denaro che consiste nell'affidare una quota dei propri risparmi a una società, ma la gestione del patrimonio non è effettuata “in monte” ma singolarmente.⁴⁶ Questa caratteristica comporta l'esistenza di portafogli diversificati per ogni cliente, a seconda delle esigenze personali e quindi di un servizio strettamente personalizzato.

2.2.8 LE AZIONI⁴⁷

Si tratta di titoli che attribuiscono al possessore il diritto di partecipare alla compagine sociale (di una spa o sapa), comportando maggiore incertezza (e quindi maggior rischio) per il titolare ma, allo stesso tempo, offrono la possibilità di ottenere rendimenti più elevati.

L'investitore può decidere di impiegare i risparmi nell'acquisto di azioni a medio- lungo termine se interessato al diritto di voto e all'entità di dividendi futuri, oppure, può mantenerle in portafoglio per un breve periodo, aspettando che il prezzo salga, ottenendo a sua volta un guadagno (capital gains).

⁴⁴ F. Cesarini, *I fondi comuni di investimento*, Il Mulino, 2005, pag. 118;

⁴⁵ B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999;

⁴⁶ www.borsaitaliana.it;

⁴⁷ G. Corasaniti, *Diritto tributario delle attività finanziarie*, Egea, 2012;

2.3 L'ASSET ALLOCATION

La ripartizione della ricchezza fra le possibili asset class presenti nel mercato finanziario rappresenta, ad oggi, una scelta cruciale per l'investitore.

L'obiettivo di ogni risparmiatore sta nella realizzazione di un portafoglio, tale per cui il rischio⁴⁸ sia minimizzato e il rendimento sia massimizzato⁴⁹, andando a modificare la composizione qualora sia necessario il ribilanciamento dei singoli investimenti.

Trattandosi di un processo alquanto raffinato, l'investitore presta adeguata attenzione nell'inserimento in portafoglio delle varie assets class, scegliendo quelle che al meglio soddisfano le esigenze personali.

Più precisamente, solo in seguito ad un'accurata ricerca circa gli strumenti finanziari d'interesse, ad una chiara identificazione delle caratteristiche personali e ad una valutazione circa i rendimenti delle attività, egli può procedere alla ripartizione della sua ricchezza.

Scorretto risulta valutare la bontà del processo di asset allocation in termini univoci di rendimento poiché non trascurabile è l'effetto dell'inclusione di diverse classi di attività nel medesimo portafoglio.⁵⁰ Ciò comporta la necessità di valutare il rendimento derivante dagli investimenti e, nello stesso tempo, considerare il principale beneficio derivante dalla diversificazione del portafoglio: la diminuzione del rischio.⁵¹

In conformità a quanto precede, l'inclusione nel portafoglio di assets class con rendimento molto basso o nullo (ad esempio l'oro o la liquidità) accanto ad altri strumenti finanziari più rischiosi, comporta una lieve erosione del rendimento più che compensata dalla riduzione della volatilità di portafoglio.

⁴⁸ Parlando di rischio, ci si riferisce alla volatilità e quindi allo scostamento del rendimento atteso verificato nel lungo periodo, e al minor introito rispetto a quanto in precedenza pensato, il cosiddetto shortfall;

⁴⁹ U. Rigoni, G. Gardenal, E. Cavezzali, Working Paper Series, *Risk talking, diversification behavior and financial literacy of individual investors*, Ottobre 2012;

⁵⁰ M. Statman, H. Shefrin, *Behavioural Model for Asset Allocation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000;

⁵¹ *Asset allocation: diversificazione e correlazione*, analisifondamentale.investireoggi.it;

Grazie alla diversificazione, l'investitore è coperto maggiormente dal rischio poiché riesce ad eludere l'effetto di un investimento non andato a buon fine con uno che ha invece ottenuto risultati migliori.⁵²

Di prassi, la diversificazione avviene a livello di asset class (liquidità, obbligazioni, azioni), piuttosto che all'interno della classe (azioni di una spa, azioni di una srl): in questo secondo caso, poiché gli strumenti possiedono caratteristiche molto simili (sono ugualmente azioni!), differenziare non renderebbe minimo il rischio, data la medesima reazione delle sottocategorie di fronte ad un investimento non andato a buon fine.

L'orientamento attuale sta nella creazione di un portafoglio diversificato con elevata presenza di titoli aventi rapporto rendimento/rischio nullo o limitato.

La tecnica con la quale si realizza la ripartizione del risparmio assume principalmente tre forme. Si parla, appunto, di asset allocation strategica, tattica e dinamica; tale distinzione nasce considerando orizzonti temporali d'investimento diversi.

2.3.1 L'ASSET ALLOCATION STRATEGICA⁵³

Si tratta di una modalità di ripartizione della ricchezza che considera le scelte d'investimento di medio- lungo periodo, tenendo conto della capacità degli intermediari di effettuare delle previsioni sul mercato, ma soprattutto delle esigenze di colui che va a investire.⁵⁴

Ciò che distingue l'asset allocation strategica dalle altre tipologie, è la forte attenzione data alle preferenze dell'investitore.

Analizzando le priorità d'investimento del soggetto, si riesce a determinare l'orizzonte temporale per cui esso è disposto a investire il suo denaro.

Generalmente, due sono i comportamenti manifestati dall'investitore: può prediligere la stabilità, mirando a preservare il valore del capitale investito e andando ad acquistare obbligazioni o, comunque, preferendo la liquidità; oppure

⁵² T. Jappelli , C. Julliard , M. Pagano, *La diversificazione del portafoglio delle famiglie italiane*, lavoro preparato per L'indagine annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, ottobre 2001;

⁵³ Y. Cambell, L.M. Viceira, *Strategic Asset Allocation*, Oxford Univ Pr, 2002;

⁵⁴ E. Linguanti, *Asset allocation e stili di gestione*, Materiale di supporto per il Private Banking, pag. 14;

può essere propenso alla crescita e ciò significa dimostrare preferenza per il mercato azionario, volendo aumentare le potenzialità del reddito nel lungo periodo.

2.3.2 L'ASSET ALLOCATION TATTICA⁵⁵

Si tratta di una strategia basata sullo scenario economico atteso e su un orizzonte operativo di breve periodo. È attuata con lo scopo di modificare i vari pesi attribuiti alle classi di attività finanziarie, sovrappesandone alcune in caso di trend rialzista e sottopesandone in caso contrario. Tale strategia, in genere, è usata per adattare l'asset allocation strategica a temporanei trend del mercato, riducendo così il numero di errori che possono essere compiuti nella gestione del portafoglio.

L'attuazione di tale strategia, poiché permette di ottenere un risultato migliore rispetto a quello medio di mercato, implica un grado di rischio più elevato.⁵⁶

2.3.3 L'ASSET ALLOCATION DINAMICA

Rappresenta la terza strategia con la quale si realizza il processo di ripartizione delle risorse personali. Tale strumento di allocazione del patrimonio è, ancor più, indirizzato all'analisi del mercato sotto un'ottica di breve periodo.⁵⁷

Ci si serve di questo metodo per cogliere i rapidi cambiamenti del portafoglio causati da repentine modifiche sul mercato.

Da rilevare che, il fattore tempo, è elemento di per sé importante per l'asset allocation, che generalmente è considerata un processo dinamico.

⁵⁵ D. Hosp, *Strategic versus tactical asset allocation with high uncertainty*, Grin Verlag GmbH, 2013;

⁵⁶ U. Pomante, *Asset allocation razionale*, Bancaria editrice, 2008, pag. 131;

⁵⁷ www.borsaitaliana.it;

2.4 IL RISCHIO NELL'INVESTIMENTO

Il connubio esistente fra rischio e investimento ha acquisito nel tempo maggior rilievo, tanto da costituire oggetto di analisi oramai dagli anni 50'.

Senz'altro, si può affermare che il profilo di rischio rappresenti il connotato da considerare primariamente nella definizione dell'orizzonte temporale e degli obiettivi finanziari d'investimento. Questo perché non è possibile sfuggire da tale caratteristica personale e soprattutto dalle necessità, imminenti o di lungo periodo, per compiere scelte finanziarie così discrete.

Rivelatosi fattore condizionante nelle scelte d'investimento, di seguito si propone una rappresentazione piramidale che classifica gli strumenti finanziari sulla base del livello di rischio intrinseco ad ognuno di essi. Questo perché, una volta stabilito il range entro il quale rischiare, è compito dell'investitore individuare gli strumenti finanziari più vicini alle sue pretese.

Com'è noto, l'investimento in azioni è caratterizzato da un livello di rischio elevato e l'orizzonte temporale richiesto, affinché si ottengano dei cospicui rendimenti, è piuttosto lungo; alle obbligazioni e ai Titoli di Stato si ricollega un minor rischio perché ad essi corrisponde un rendimento inferiore. Di prassi, il principio prevede che a fronte di maggiori rendimenti corrisponda un'elevata propensione al rischio e un orizzonte temporale abbastanza ampio. Ne consegue che la liquidità dell'investimento e l'avversione al rischio siano invece associate a un basso rendimento.

GRAFICO 2.4.1: CLASSIFICAZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE



Tale schema, a carattere prettamente teorico, è soggetto a implicazioni se analizzato in un'ottica di dettaglio. Le somme depositate in banca (depositi, PCT e CD) non sono prive di rischio poiché rimane in essere la possibilità di default della banca stessa o perché esso è molto mitigato per la presenza della garanzia dello Stato fino a un certo importo oppure perché le somme o sono a vista (si possono prelevare sempre) o vincolate per brevi periodi.

Il rischio dei titoli dello Stato (e anche dei BFP) è legato al rischio dello Stato stesso e anche alla durata dell'investimento; fra i titoli italiani e esteri non vi è poi tutta questa differenza, anzi, i titoli italiani pagano un rischio maggiore rispetto ad altri Stati. Infine, nelle gestioni patrimoniali, trattandosi di strategie d'investimento, il rischio è legato al mandato che il risparmiatore attribuisce al gestore: vi possono essere delle gestioni patrimoniali che investono solo in titoli obbligazionari e quindi nella piramide andrebbero declassate.

Tuttavia, considerando solo parte di queste osservazioni, la rappresentazione è ragionevole per individuare l'attività finanziaria su cui investire, previa determinazione del profilo di rischio.

Notevole rilievo è assunto dai contributi apportati in merito a tale profilo, accomunati da una rigida contrapposizione tra i fautori della teoria finanziaria classica e quelli dell'approccio alla finanza comportamentale.

Tale antitesi concerne la percezione del rischio stesso, considerato come un connotato puramente oggettivo dai primi e soggettivo dai secondi.

Di primo acchito, ciò che segnala l'esistenza del divario è la distinzione tra il concetto di avversione/ propensione al rischio e la formulazione più articolata che racchiude anche la capacità di rischio, l'attitudine e la sua conoscenza. L'attitudine al rischio si qualifica come un atteggiamento psicologico, più difficile da misurare rispetto alla capacità e che riguarda aspetti inerenti la posizione economico- finanziaria dell'individuo (Cordell, 2001).

2.4.1 LA TEORIA OGGETTIVA DEL RISCHIO

Il concetto di oggettività cui si rifà la finanza classica sulle scelte di portafoglio è fondato sulla razionalità. Gli individui cercano di massimizzare il

proprio benessere dati i vincoli di mercato (razionalità di processo), sulla base di preferenze predeterminate, stabili e coerenti (razionalità delle preferenze) e dopo aver analizzato ed elaborato tutte le informazioni disponibili sul mercato (razionalità delle percezioni).⁵⁸

L'assunto fondamentale di tale approccio è la non ammissione al cambiamento del profilo di rischio; i soggetti possono essere rispettivamente propensi, neutrali o avversi al rischio, e tale posizione iniziale non può mutare.

La conseguenza che ne deriva è la coerenza nelle scelte degli investitori: una decisione ottimale in un dato istante rimane tale anche col passare del tempo.⁵⁹ Se in un determinato orizzonte temporale un investimento è preferito a un altro, esso rimarrà tale per qualsiasi data futura.

L'impostazione neoclassica ha dominato i mercati per lungo tempo, dimostrandosi negli ultimi decenni molto lontana dalla realtà vissuta.

Concorde a tale visione di rischio è Harry Markowitz nella sua "Modern Portfolio Theory". La teoria prende a riferimento un modello d'investitore puramente razionale, le cui decisioni si basano su funzioni di utilità, senza risentire in alcun modo degli stimoli emozionali (Rigoni, 2006).

E' definito anche il modello "media- varianza"⁶⁰, poiché ogni asset class viene descritta guardando al valore medio e alla varianza del rendimento.⁶¹ La considerazione di questi due elementi è coerente con le ipotesi che stanno alla base della teoria, ossia l'investitore come massimizzatore del profitto e l'avversione al rischio che lo caratterizza.

Per la costruzione di un portafoglio ottimale secondo tale ottica, si discriminano i titoli efficienti da quelli inefficienti, procedendo alla scelta di quelli con varianza minore a parità di rendimento medio; tale discriminazione risulta valida per tutti gli investitori. Selezionati i titoli efficienti, ci s'inoltra nella scelta considerando le necessità possedute da ciascun investitore.

⁵⁸ N. Linciano, P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Discussion papers, Luglio 2012;

⁵⁹ N. Linciano, P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Discussion papers, Luglio 2012;

⁶⁰ G. Szegö, *Measures of risk*, European Journal of Operational Research, 2005;

⁶¹ H. Markowitz, *Portfolio selection*, The Journal of Finance, 1952;

Lo sviluppo successivo alla teoria di Markowitz è costituito dal Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁶². Questo modello presenta i caratteri tipici della teoria di Markowitz, ad eccezione del fatto che tutti gli agenti economici hanno aspettative omogenee.⁶³

In questo caso, viene stabilita una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio: il beta.⁶⁴

I modelli, sin qui citati, rappresentano solamente una piccola parte di tutte le teorie nate in passato e concordi con il carattere oggettivo di rischio. Sono basati su realtà astratte, poiché gli oggetti di studio non sono i reali fenomeni del quotidiano, riuscendo a fornire una buona approssimazione di esso.

2.4.2 LA TEORIA SOGGETTIVA DEL RISCHIO

L'approccio alla finanza comportamentale tende a rispecchiare le decisioni d'investimento attuali, osservando come l'investitore commetta una serie di errori cognitivo-emozionali, tali da smontare l'ipotesi di razionalità prevista dalla teoria classica.

La behavioral finance analizza i soggetti nel compimento delle scelte di carattere economico e finanziario, poiché esse costituiscono il problema principale di pianificazione della vita per ciascun investitore.

Tale teoria rappresenta uno sviluppo di quella classica⁶⁵, andando a rilevare il carattere prettamente soggettivo del rischio.

Notevole è l'importanza che l'attività finanziaria riveste nella vita del risparmiatore, creando la necessità di avvicinare i postulati della finanza alla figura dell'investitore. Da sempre, lo stato emotivo di ogni soggetto costituisce fattore fondamentale per comprendere l'agire di esso, soprattutto se l'ambito in cui dover scegliere è quello finanziario.

⁶² Ideato da Sharpe nel 1964;

⁶³ H. Markowitz, *Portfolio selection*, The Journal of Finance, 1952;

⁶⁴ W. F. Sharpe, *Capital asset prices: a theory of Market Equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finances, 1964;

⁶⁵ Quella classica è una teoria normativa che definisce cosa fare per ottenere risultati ottimi mentre l'altra è descrittiva perché mira a spiegare i comportamenti più diffusi;

Per tale motivo, la finanza comportamentale racchiude al suo interno sia l'economia che la psicologia, studiando cosa possa influenzare il profilo di rischio di un risparmiatore.

Privilegiando il realismo delle ipotesi al rigore del metodo o dei risultati e applicando la psicologia cognitiva all'ambito finanziario, si è giunti ad una conclusione che rimarca la soggettività del connotato rischio (Hersh Shefrin, 1984).

Basata sui due pilastri fondamentali, quali la “normalità” dell'individuo (e quindi la non razionalità) e la non efficienza dei mercati, emerge una marcata influenza sulla percezione del rischio, dovuta principalmente all'ottimismo, all'eccesso di fiducia delle proprie abilità (Weber e Nosić, 20102), alla fiducia che si ripone in alcuni soggetti esterni (consulenti)⁶⁶, al grado di cultura finanziaria posseduto⁶⁷, alla dimensione del patrimonio di cui ogni individuo dispone, al sesso del risparmiatore (Powell e Ansik, 1998), all'età⁶⁸ e al contesto in cui esso vive.

Talvolta gli investitori sottostimano eventi negativi e sovrastimano le probabilità di eventi positivi, causando così errori nella formulazione delle stime (unrealistic optimist); rimangono illusi pensando di riuscire a governare dei fenomeni che sfuggono al loro controllo (overconfidence) e, oltre a ciò, possono riporre particolare fiducia in determinati professionisti, rischiando in misura maggiore. Tali circostanze stravolgono il profilo di rischio iniziale⁶⁹, orientando l'investitore verso scelte mai prima considerate.

Interessante è valutare le implicazioni del binomio reddito- rischio. Le evidenze empiriche mostrano come un soggetto, all'aumentare della ricchezza, sia più orientato verso titoli rischiosi rispetto a quanto lo sia mai stato prima. Diversamente alla teoria classica, per la quale il profilo di rischio dipende dalla ricchezza posseduta nel momento in cui si va a investire e non dal modo con cui tale ricchezza è ottenuta, gli studi della finanza comportamentale dimostrano che

⁶⁶ M. King, J. Leape, *Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence*, Journal of Public Economics, 1998;

⁶⁷ U. Rigoni, G. Gardenal, E. Cavezzali, Working Paper Series, *Risk talking, diversification behavior and financial literacy of individual investors*, Ottobre 2012;

⁶⁸ J. Ameriks, S.P. Zeldes, *How do household portfolio shares vary with age?*, 2004;

⁶⁹ M. Weber, N. Siebenmorgen, *A Behavioural Model for Asset Allocation*, Financial Markets Portfolio Management, 2003;

la propensione al rischio aumenta se l'individuo possiede un cospicuo patrimonio (soprattutto se formato da eredità, doni e quindi entrate di denaro ottenute senza una corresponsione di lavoro) e in seguito all'ottenimento di un guadagno; al contrario, risulta più contenuta al verificarsi di una perdita.⁷⁰

Altro concetto rilevante nel tema della soggettività del rischio è costituito dalla familiarità.

Trattasi della tendenza a possedere titoli, rispetto ai quali l'investitore è geograficamente o professionalmente vicino, nonché nella detenzione di attività che si trovano in portafoglio da molto tempo.⁷¹ Non costituisce una preferenza comportamentale ma, in realtà, la familiarità è guidata dall'informazione.

Quando un investitore subisce uno shock in merito (per variazione area geografica, cambio dello stato occupazionale, della professione ecc.), la sua sensibilità rispetto a essa diminuisce.

Nonostante la letteratura proponga la copertura (detenzione di titoli rischiosi per compensare il rischio di un mancato reddito non finanziario futuro) come guida alle decisioni d'investimento, la familiarità permette agli investitori di ottenere rendimenti maggiori rispetto a quanto si otterrebbe attuando la strategia precedente (Massa, 2006). Questo perché il possesso di titoli familiari porta a sostenere minori costi per la raccolta d'informazioni rispetto ad un titolo totalmente sconosciuto.

2.5 LE PRINCIPALI VARIABILI CORRELATE AL PROFILO DI RISCHIO

A supporto della teoria soggettiva, si fornisce descrizione dei principali connotati che presentano una correlazione con il profilo di rischio dell'investitore e che, a sua volta, conducono alla composizione di un determinato portafoglio di attività.

⁷⁰ H. Lucas, *Portfolio Choice and Asset Prices: the Importance of the Entrepreneurial Risk*, The Journal of Finance, n. 3, 2000;

⁷¹ M. Massa, A. Simonov, *Hedging, Familiarity and Portfolio Choice*, The Review of Financial Studies, 2006;

2.5.1 IL REDDITO

Definito come “ il flusso di ricchezza creatosi in un determinato periodo”, il reddito rappresenta la variabile principale per parlare d’investimento. Ogni soggetto destina i suoi introiti, in parte ai consumi e in parte al risparmio; ecco che, la quota accantonata in risparmio rappresenta l’oggetto delle scelte di portafoglio compiute da ciascun investitore.

Risulta sempre più difficile decifrare il risparmiatore italiano, poiché i suoi pensieri e le sue azioni sembrano essere molto lontani dalle logiche comuni. Nella quotidianità si trova a dover combattere, guardando con sospetto anche i piccoli segnali di ottimismo. A fronte di capacità reddituali in diminuzione e di previsioni di tassazione elevate, nella mente del risparmiatore il binomio consumo-risparmio sembra essere correlato e non più contrapposto. Ciò significa che, se in passato il risparmio alimentava il consumo, oggi si è costretti a rinunciare al consumo per accantonare denaro.

Attualmente, ci si trova in una situazione in cui tre famiglie su dieci dedicano il loro denaro a investimenti finanziari.⁷² I dati dell’indagine di Banca d’Italia segnalano un andamento poco soddisfacente del reddito e una minima crescita della propensione al risparmio della popolazione italiana. Tale circostanza è dovuta alla diminuzione dei consumi per i livelli troppo bassi di reddito e al fatto che le famiglie cercano di ripristinare il loro serbatoio finanziario, fortemente intaccato dalla crisi degli ultimi anni.

Il reddito, o meglio il risparmio, per quanto possa ancora esistere, viene in genere investito in strumenti che permettano la pronta liquidabilità. Sono i dati a confermare codesto comportamento, dimostrando preferenza per depositi bancari e postali e non per attività come azioni e obbligazioni, che non permettono il soddisfacimento di bisogni imminenti.⁷³

⁷² L. Resta, articolo di giornale *Crisi, la propensione al risparmio delle famiglie è aumentata dell’1%*, Novembre 2013;

⁷³ Vedi “ Supplementi al Bollettino Statistico” di Banca d’Italia;

2.5.2 L'EDUCAZIONE FINANZIARIA

L'innovazione finanziaria, la crescente integrazione dei mercati nazionali e internazionali e il progresso tecnologico hanno ampliato la categoria dei prodotti e strumenti finanziari nonché le combinazioni di rischio e rendimento con cui il cittadino ha a che fare. Il problema attuale è costituito dal fatto che, a fronte dell'incremento delle difficoltà nelle scelte d'investimento, non corrisponde altrettanto aumento delle conoscenze possedute dagli investitori italiani.

Ci si trova quindi in una situazione di “ analfabetismo finanziario”, che colpisce un'ampia fascia della popolazione italiana.⁷⁴ A confermare è la quarantaquattresima posizione dell'Italia per la diffusione di educazione finanziaria.

Secondo la definizione dell'OCSE, l'educazione finanziaria è “il processo attraverso il quale i consumatori/ investitori finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e un supporto oggettivo, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario.”⁷⁵

Questa scarsa lacuna presente in materia sembra essere conseguenza di un'insufficiente padronanza dei concetti base di economia e finanza, di una scarsa comprensione delle attività finanziarie esistenti, di una ridotta capacità di calcolo, ma soprattutto di una sopravvalutazione delle proprie capacità.

L'analfabetismo finanziario rappresenta un problema molto grave ai nostri giorni poiché conduce i risparmiatori a conseguire un inadeguato livello di reddito, a una non corretta valutazione del rischio e rendimento, a una scarsa capacità di pianificazione del futuro, a una non consapevolezza nelle scelte riguardanti la copertura pensionistica e quindi ad essere più esposti a cadere vittima di frodi.⁷⁶

⁷⁴ Protocollo d'intesa tra autorità in materia di educazione finanziaria, *I costi dell'analfabetismo italiano*, Banca d'Italia, pag. 1;

⁷⁵ G. Chiosini, *Educazione finanziaria: utilità di una strategia unitaria*, pag. 15;

⁷⁶ J. Peress, *Wealth, Information Acquisition and Portfolio Choice*, 2004;

Proprio perché considerata come parte integrante delle politiche di protezione del risparmiatore/investitore, sono state avviate alcune qualificate iniziative da parte delle Autorità, dirette alla tutela stessa del cittadino.⁷⁷ In particolare, per gli adulti sono messi a disposizione materiali informativi, guide alla comprensione dei principali prodotti per sostenere le quotidiane decisioni (di risparmio, d'investimento, consumo, assicurazione e pensione), strumenti di calcolo e qualsiasi altra cosa necessaria a fornire conoscenza e sicurezza nell'ambito in discussione. Per la fascia giovanile, invece, sempre più avvio prende il corso di educazione finanziaria svolto in ambito scolastico, al fine di familiarizzare con la tematica finanziaria, educando a scelte consapevoli, anche in un'ottica di lungo periodo.⁷⁸

Le varie esperienze svolte in merito mostrano come la scuola costituisca un canale prezioso per raggiungere tali obiettivi di maggiore formazione. La scuola, infatti, non solo permette di indirizzare i futuri consumatori ai temi finanziari, ma anche di raggiungere una buona fascia della popolazione appartenente a ceti sociali diversi.

Consapevoli che l'Italia appare un paese poco conscio, che non s'informa per le sue scelte e ricorre al piccolo schermo per trarre informazioni⁷⁹, alcune istituzioni si sono attivate, creando del materiale divulgativo disponibile su appositi siti web.

Banca d'Italia ha dedicato un'apposita sezione del proprio sito all'educazione finanziaria⁸⁰, mettendo a disposizione di consumatori e risparmiatori informazioni sulle caratteristiche dei prodotti bancari. Consob, ha partecipato alla realizzazione di maggiore formazione, offrendo consigli su come investire e sulla tutela. L'apporto, quello forse più significativo, è rappresentato dall'emanazione della direttiva MiFid (Market in Financial Instruments Directive). Oltre a costituire un notevole passo verso la costruzione di un mercato finanziario efficace e competitivo all'interno dell'Unione Europea, essa ha come

⁷⁷ Protocollo d'intesa tra autorità in materia di educazione finanziaria, *I costi dell'analfabetismo italiano*, Banca d'Italia, pag. 3;

⁷⁸ A. Lusardi, O. S. Mitchell, V. Curto, *Financial Literacy among the Young*, Journal of Consumers Affairs, 2010;

⁷⁹ Da *Il sole 24 ore*, Maggio 2010;

⁸⁰ Vedi su www.bancaditalia.it;

obiettivo principale, la tutela dell'investitore correlata al suo grado di educazione finanziaria.⁸¹

La peculiarità della financial education risiede nel fatto che i suoi benefici si producono nel medio- lungo periodo e non sempre sono di immediata e facile valutazione.⁸²

Tali benefici potrebbero contribuire a risolvere contenziosi in materia finanziaria, ad accelerare il passaggio a forme pensionistiche complementari, a ridurre l'onerosità dei mutui e ad abbattere i fenomeni di stress e ansia, generando, a loro volta, minori spese per la sanità.⁸³ I benefici che si possono ottenere, toccano ambiti molto lontani perché connessi a settori diversi; oltre a questo, però, è opportuno considerare l'onerosità di tale iniziativa. Si tratta di costi non facilmente sopportabili da un unico organismo, pubblico o privato, che si presentano con entità corposa, ma pur sempre minori rispetto ai vantaggi prodotti.

L'educazione finanziaria rappresenta la chiave per le strategie di diversificazione del portafoglio, presentando una correlazione positiva con il grado di rischio che l'individuo riesce a sopportare.⁸⁴ Ciò implica una minor incertezza nell'impiego del denaro, dovuta al possesso di conoscenze in specifica materia.

Attualmente, prevale la categoria dei risparmiatori inesperti, contraddistinti da una forte propensione al rischio e dal possesso di portafogli alquanto semplici, composti dalla sola liquidità.⁸⁵ Nonostante il beneficio della diversificazione, che dovrebbe orientare all'investimento in più asset class, l'assenza di cultura diffonde incertezza e timore, a tal punto da rimanere ancorati ai soli depositi.

⁸¹ Vedi Direttiva MiFid: guida per il consumatore, *Investire in prodotti finanziari*, Marzo 2008;

⁸² A. Lusardi, P. Tufano, *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*, Working Paper, 2009;

⁸³ *British Journal of psychiatry*, Dicembre 2003;

⁸⁴ U. Rigoni, G. Gardenal, E. Cavezzali, Working Paper Series, *Risk talking, diversification behavior and financial literacy of individual investors*, Ottobre 2012;

⁸⁵ T. Jappelli, C. Julliard, M. Pagano, *La diversificazione del portafoglio delle famiglie italiane*, lavoro preparato per L'indagine annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, ottobre 2001;

2.5.3 L'ETA'

Il cambiamento delle esigenze nel tempo si ripercuote in ambito finanziario, vedendo nei risparmiatori la necessità di bilanciare nuovamente i propri portafogli.

La variabile età costituisce, quindi, giustificazione ai mutamenti circa l'impiego del denaro, dettati dalle diverse pretese dei risparmiatori.⁸⁶

In una realtà economica in crescita, si è soliti a risparmiare meno nelle fasce della gioventù e dell'anzianità e ad accumulare ricchezza nella fascia intermedia.⁸⁷ Tale situazione sembra non verificarsi ai nostri giorni, data la recessione presente in Italia.

Considerando la categoria giovanile, i dati di Banca d'Italia evidenziano un andamento del reddito con forma a “campana”: mentre negli anni 2000 la ricchezza aumenta o comunque è stabile, oggi si assiste al precipizio⁸⁸. Il ricorso a particolari attività finanziarie non rappresenta la scelta attuale delle nuove generazioni e questo è dimostrato dalla preferenza per i depositi bancari e postali, BTP e fondi pensione, per chi mostra titubanza nel futuro.⁸⁹ Le particolari tipologie di strumenti finanziari sembrano non essere presenti nella mente dei giovani italiani, vuoi per il grado di analfabetizzazione finanziaria che li accomuna⁹⁰, vuoi per la bassa propensione al rischio, oltre che per la minore disponibilità di reddito.

Oltre a ciò, la scelta di non investire in strumenti così complessi deriva da esigenze di disponibilità del denaro per eventuali necessità, quali l'abitazione. Per tale ragione, nonostante l'andamento decrescente del reddito e del risparmio, la

⁸⁶ R. C. Merton, *Lifetime portfolio selection under uncertainty: the continuous time case*, review of economics and statistics, 1969;

⁸⁷ L. Guiso, *Young Households' saving and the life cycle of opportunities*, Temi di discussione-Banca d'Italia, pag. 165;

⁸⁸ Vedi “Supplementi al Bollettino Statistico”;

⁸⁹ R. De Bonis, *La ricchezza delle famiglie: confronto internazionale*, Consumatori, diritti e mercato, n. 3,2010;

⁹⁰ M. Noctor, S. Stoney, R. Stradling, *Financial Literacy: A discussion of Concepts and Competences of Financial Literacy and Opportunities for its Introduction into Young People's Learning*, Report prepared for National Westminster Bank, National Foundation for Education Research, 1992;

tendenza è di investire in attività reali, tralasciando le altre opzioni di investimento, ritenute superflue.⁹¹

Tali considerazioni sono riferibili alla quasi totalità dei giovani, non volendo però trascurare chi, in possesso di una buona formazione in materia e con grande disponibilità monetaria, utilizza il suo risparmio per investire e diversificare il proprio portafoglio. Si tratta, comunque, di casi molto rari, la cui ricchezza non deriva dai risparmi del giovane stesso bensì dai genitori.

Per le fasce di età superiore, in particolare quella anziana, le scelte finanziarie assumono altro aspetto. Caratterizzati da un diverso tasso di risparmio e un bagaglio di esperienza notevole, tali soggetti s'inoltrano in forme d'investimento più complesse, essendone maggiormente facilitati ed esperti.

Nonostante l'incidenza di tale variabile nella costruzione del portafoglio, il clima attuale di recessione tende a condurre giovani e non verso forme d'impiego a rischio abbastanza limitato.

Ci si trova, quindi, a rimanere ancorati maggiormente a forme di deposito bancario e postale, pur sempre considerando che alcuni soggetti anziani possono investire in altri strumenti più ricercati (azioni, obbligazioni ecc...) se a permetterglielo sono le loro caratteristiche personali.⁹²

2.5.4 IL SESSO

Tale variabile origina abissali differenze nella gestione degli investimenti. Attualmente, sono gli uomini a gestire i rapporti finanziari e a determinare gli investimenti, presentando una numerosità doppia rispetto al tasso di partecipazione della donna al mercato finanziario (Lewenell et al., 1977).

Questo comporta uno sbilanciamento nelle scelte, poiché gli uomini tendono ad essere più spregiudicati e le donne più propense alla stabilità dei risultati.⁹³

⁹¹ N. Canner, N. G. Mankiw, D. N. Weil, *An asset allocation puzzle*, The American Economic Review, 1997;

⁹² J. Ameriks, S.P. Zeldes, *How do household portfolio shares vary with age?*, 2004;

⁹³ A. De Gregorio, Il Corriere della Sera, *Il senso delle donne per il denaro*, Giugno 2013;

La finanza, definita come “il pianeta maschile”, vede oggi un’interessante partecipazione femminile, pur sempre prudente e ostile agli strumenti finanziari complessi.⁹⁴

Meno dominata dal denaro e più favorevole ad amministrarlo per risparmiare in un’ottica di lungo periodo, la donna non osa per assicurare ai propri figli e alle nuove generazioni una solida realtà.

Nonostante sia frenata e sospettosa davanti alla complessità dei mercati finanziari, risulta avvantaggiata confermandosi vincitrice, rispetto al genere maschile, nel campo dell’educazione finanziaria (Gysler et al., 2002). Al contrario, l’uomo tende ad essere più impulsivo, mosso dal proprio ego nel prendere le decisioni, consultandosi molto meno di quanto lo faccia una donna.

Considerate più conservatrici dell’uomo, esse rivelano la loro maggiore avversione al rischio (Eckel e Grossman 2002); prediligono la sicurezza agli elevati profitti, dimostrandosi più abili nell’ottenimento di rendimenti.

Prestano maggiore attenzione ad indici di variabilità relativi a un possibile andamento negativo e presentano un concetto di rischio totalmente diverso dal genere maschile; mentre l’investitore uomo giudica più rischioso un investimento che presenta un’oscillazione del valore maggiore, per la donna il rischio riguarda la possibilità del calo del rendimento.⁹⁵

Nel tempo, l’incidenza di tale fattore ha acquisito rilevanza a tal punto da costituire oggetto di numerosi studi in campo finanziario. Nonostante alcuni risultati siano ancora incerti, ciò che prevale è la volatilità del portafoglio maschile (perché capace di sopportare maggiore rischio) e la sua diversificazione, puntando sul desiderio del denaro visto come parametro di successo e potere (Schubert et al., 1999).

⁹⁴ A. De Gregorio, *Il Corriere della Sera*, *Il senso delle donne per il denaro*, Giugno 2013;

⁹⁵ A.Sunden , B. Surette, *Gender differences in the allocation of assets in retirement plans*, *American Economic Review*, 1998;

2.6 CONCLUSIONI

L'incertezza diffusa in ambito finanziario, evidenzia la crescente avversione al rischio delle famiglie italiane.⁹⁶ Per tal ragione, a fronte di una svariata categoria di attività presenti nel mercato finanziario, la recessione sembra ricondurre le scelte d'investimento ad un gruppo ristretto di strumenti che garantiscono un rendimento a breve, accompagnato da un rischio nullo o, comunque, limitato.

A fronte del calo nella ricchezza finanziaria netta, si ravvisa il tendenziale aumento della quota investita in attività meno rischiose⁹⁷, per garantire sufficienti risorse al mantenimento di un determinato livello di consumo. Anomalo non è il dato rappresentativo dell'avversione al rischio: ben il 54% del risparmio non è stato investito, dimostrando preferenza per depositi bancari o postali che, nonostante il tasso d'interesse molto basso, soddisfano l'esigenza di sicurezza degli investitori italiani.⁹⁸

La comprovata esistenza del nesso, tra le caratteristiche personali dell'investitore e il suo profilo di rischio, rende ancor più arduo il processo di pianificazione degli investimenti, imponendo all'investitore un'accurata osservazione dei propri caratteri distintivi.

Tale relazione costituisce origine per lo sviluppo della successiva analisi, diretta a comprovare l'influenza che il profilo personale esercita sull'assunzione del rischio dell'investitore italiano, considerando gli eventuali mutamenti avvenuti in tempo di recessione.

⁹⁶ F. Modigliani, G.A. Pogue, *An Introduction to Risk and Return*, Financial Analysts Journal, 1974;

⁹⁷ G. Cappelletti, *Do wealth fluctuations generate time-varying risk aversion?*, Banca d'Italia, Gennaio 2012;

⁹⁸ S. Notargiacomo, articolo di giornale *Piccoli investitori non crescono*, ottobre 2013;

CAPITOLO TERZO

L'ANALISI EMPIRICA

Le scelte di portafoglio comprendono due tipologie di decisioni, il possesso o meno di un determinato titolo e la quantità di ricchezza da investire in esso. Mentre la finanza classica afferma che tali decisioni sono influenzate solo dal profilo di rischio di un soggetto (indipendente da qualsiasi variabile), la teoria comportamentale evidenzia come tali scelte siano condizionate dal profilo di rischio e dai fattori propri dell'investitore, a cui il rischio risulta correlato.

Tale relazione è analizzata in questa sede, illustrando i risultati empirici ottenuti e offrendo descrizione dell'intera procedura.

Trattandosi di un'indagine a carattere strettamente personale, si riepilogano le caratteristiche del campione e delle attività finanziarie che si vanno a considerare, e in seguito, s'illustrano i risultati conseguiti a sostenimento delle ipotesi precedentemente formulate.

3.1 L'ANALISI DESCRITTIVA

La presentazione dei risultati ottenuti dall'analisi empirica ha inizio con la descrizione delle caratteristiche demografiche del campione.

In questa sede, il campione è limitato ai soli capifamiglia dei nuclei intervistati da Banca d'Italia (CDICH=1), dichiarati i maggiori percettori di reddito e i principali responsabili nelle scelte economiche.

L'esclusivo riferimento al reggitore sembrerebbe costituire elemento restrittivo nell'estensione dei risultati all'intera famiglia.

Per ovviare a tale rischio, oltre a considerare le caratteristiche strettamente personali del capofamiglia (età, sesso, il livello d'istruzione e quant'altro), si procede alla valutazione di alcuni connotati che rendano espressivi gli esiti per la totalità dei membri. Il riferimento va al numero di componenti familiari e al numero di percettori di reddito tralasciando le caratteristiche personali del coniuge/convivente e della prole, insignificanti per l'analisi in atto.

Ulteriore giustificazione alla scelta di limitazione del campione è costituita dalla disponibilità dei dati nei database di Banca d'Italia. Poiché alcune informazioni sono riferite all'intero nucleo (quantificazione dei redditi, l'investimento in attività finanziarie, il possesso dell'abitazione, l'area di residenza), senza operare distinzione tra i componenti, tale scelta appare rilevante per il proseguo dell'analisi.

Si considereranno, quindi, le scelte finanziarie del capofamiglia, valutando come le sue caratteristiche personali e familiari incidano sul possesso delle attività finanziarie rischiose.

Il campione presenta variabilità nel tempo, evidenziando un andamento crescente. Al suo interno si segnala la presenza di soggetti, oramai da anni, partecipanti a quest'indagine (formando il cosiddetto panel). Tal esistenza risulta significativa nell'ammontare, favorendo una maggiore attendibilità nei risultati.⁹⁹

TABELLA 3.1.1: LA COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE

CAMPIONE	2006	2008	2010	2012
Capifamiglia non panel	49,09%	45,54%	41,89%	43,43%
Capifamiglia panel	50,91%	54,46%	58,11%	56,57%
Numerosità del campione	7768	7977	7951	8151

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Il campione è composto in prevalenza da soggetti di sesso maschile, ciò significa che il percettore di reddito più elevato nelle famiglie italiane è l'uomo, ma si parla pur sempre di maggioranza e non totalità.¹⁰⁰ Negli anni si ravvisa la crescente partecipazione al campo finanziario da parte del gentil sesso.

⁹⁹ Nel database la voce NINTPRE riguarda le famiglie già intervistate;

¹⁰⁰ Nel database la voce SESSO fornisce i dati per compiere i calcoli;

L'età media del campione è di 58 anni. Per quanto riguarda la componente maschile sono state osservate età comprese tra un minimo di 18 e un massimo di 98 anni, ottenendo un'età media pari a 57 anni. Per il gentil sesso, l'età media è di 59 anni, comprendendo le donne con età tra i 17 e i 100 anni.¹⁰¹

TABELLA 3.1.2: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE ED ETA' IN BASE AL SESSO

SESSO	2006	2008	2010	2012
Uomini	4897	4934	4335	4457
Donne	2871	3043	3616	3694

ETA'	UOMINI	DONNE	VALORI MEDI
Età media	57	59	58
Valore medio min	18,25	17,75	18
Valore medio max	98,25	100,5	99,375
Std. Dev.	14,83	16,84	15,835

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Il campione è costituito da famiglie residenti in Italia, nonostante essa non rappresenti la sola area geografica di nascita (NASCAREA) per i capifamiglia.

In materia d'istruzione, è possibile distinguere sei classi (tabella 3.1.3.). Tale variabile sarà considerata una proxy dell'alfabetizzazione finanziaria. Infatti, l'indagine della Banca d'Italia non rileva variabili specifiche in merito a quest'ultimo aspetto.

¹⁰¹ Nel database le voci ETA e ANASC forniscono i dati per compiere i calcoli;

TABELLA 3.1.3: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE PER CLASSI D'ISTRUZIONE¹⁰²

ISTRUZIONE	2006	2008	2010	2012	2006	2008	2010	2012
	UOMINI				DONNE			
Nessun titolo	0,02	0,02	0,01	0,01	0,03	0,04	0,03	0,03
Licenza elementare	0,14	0,14	0,11	0,11	0,12	0,12	0,13	0,1
Licenza media	0,24	0,24	0,21	0,21	0,11	0,11	0,14	0,14
Diploma superiore	0,17	0,16	0,15	0,18	0,08	0,08	0,11	0,11
Laurea	0,06	0,06	0,06	0,06	0,03	0,03	0,05	0,05
Post laurea	0,002	0,005	0,006	0,006	0,005	0,001	0,002	0,003

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Si evidenzia la presenza di soggetti (in diminuzione dal 2006 al 2012) che non possiedono un titolo di studio. Il 12% del campione ha la licenza elementare, valore che si conferma quasi identico nei sottocampioni maschili (12,5%) e femminili (11,8%)¹⁰³. Il 17% dei partecipanti all'indagine ha conseguito la licenza media, che rappresenta il livello d'istruzione con frequenza più alta. Con riferimento ad essa, si nota un leggero sbilanciamento a favore della parte maschile.

Accanto alla licenza media, il diploma di scuola superiore sembra costituire titolo maggiormente posseduto. Si evidenziano sette punti di scarto tra i sessi a favore di quello maschile (16% contro il 9%).

Le opzioni successive racchiudono i soggetti dotati di carriera accademica, evidenziando la prevalenza maschile per tale titolo.

¹⁰² Si riportano le frequenze relative (frequenze assolute/ numerosità totale del campione);

¹⁰³ Le percentuali sono calcolate per ogni anno d'indagine eseguendo, in seguito, la media dei vari risultati per esprimere un unico dato;

Complessivamente, nel campione di riferimento, il sesso maschile sembra essere più istruito di quanto non lo sia il gentil sesso.

Il campione è composto per circa il 60% da soggetti coniugati, la cui età media si aggira intorno ai 57 anni. Un decimo degli intervistati si qualifica come single o fidanzato, con un'età media di 48 anni.

Nelle quattro interviste, risulta molto bassa la quota di soggetti separati/divorziati mentre il 20% di essi si dichiara vedovo. Per quanto riguarda la composizione familiare, prevale il nucleo formato da due persone. Tale prevalenza domina soprattutto per il capofamiglia di sesso maschile (due membri contro la frequenza di un solo componente per il gentil sesso).

TABELLA 3.1.4: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE IN BASE ALLO STATO CIVILE

STATO CIVILE	VALORI PERCENTUALI			
	2006	2008	2010	2012
Coniugato	63,20%	63,30%	62,30%	61,10%
Celibe/nubile	11,60%	11,30%	12,50%	12,70%
Separato/divorziato	7,10%	7,40%	7,70%	8,10%
Vedovo/a	18,20%	18,10%	17,50%	18,20%

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

La distribuzione del campione, tra le varie professioni, non appare uniforme.

Si osserva uno sbilanciamento a favore della qualifica di operaio (16,5%), impiegato (14%) e della condizione non professionale (57%) mentre, per le categorie rimanenti, il campione si distribuisce con percentuali che vanno dal 1% al 5%.

TABELLE 3.1.5: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE SUDDIVISA PER PROFESSIONE¹⁰⁴

PROFESSIONI	2006	2008	2010	2012
Operaio	0,17	0,17	0,16	0,16
Impiegato	0,14	0,14	0,14	0,13
Quadro	0,03	0,02	0,02	0,02
Dirigente	0,01	0,02	0,01	0,01
Libero professionista	0,03	0,02	0,03	0,02
Imprenditore individuale	0,01	0,01	0,01	0,01
Lavoratore autonomo	0,04	0,04	0,04	0,04
Titolare di un'impresa familiare	0,02	0,01	0,01	0,01
Socio di una società	0,01	0,01	0,01	0,01
Stato non occupazionale	0,54	0,56	0,57	0,59

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

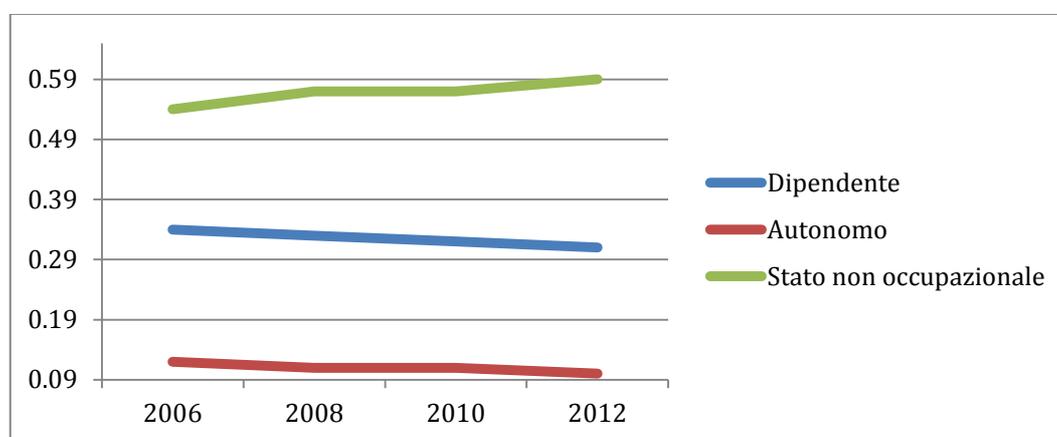
Nella classe “stato non occupazionale” (NONOC) rientra il lavoro casalingo, il benestante, il pensionato, il disoccupato e lo studente. In media il 45% della categoria dei non occupati è rappresentato dai pensionati; si registra un aumento dei disoccupati dal 2006 al 2012 e degli studenti, nonostante quest'ultima professione riguardi una porzione di soggetti ininfluente rispetto alla totalità del campione.

¹⁰⁴ Per un confronto più agevole si inseriscono le frequenze relative;

La quasi totalità dei disoccupati è rappresentata dagli uomini con età media di 59 anni. Gli studenti, 24 anni in media, sono sbilanciati in favore di una più massiccia presenza femminile.

I lavoratori indipendenti (libero professionista, imprenditore, lavoratore autonomo, titolare di un'impresa familiare o socio di una società) in maggioranza uomini, pur concentrandosi attorno ai 57 anni, annoverano al proprio interno anche soggetti molto giovani (19 anni).

GRAFICO 3.1.1: LE PROFESSIONI DEL CAMPIONE NEL TEMPO



FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

In media, più del 50% dei capifamiglia è proprietario della propria abitazione, percentuale più alta per il sesso maschile in tutte le indagini.

TABELLA 3.1.6: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE IN BASE AL TITOLO DI GODIMENTO DELL'ABITAZIONE

ABITAZIONE	2006	2008	2010	2012
Proprietà	5437	5643	5610	5796
Affitto	1622	1588	1602	1581
A riscatto	37	39	28	35
Usufrutto	672	707	711	739

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

L'opzione di riscatto sembra essere la meno considerata, mentre una buona parte delle famiglie è costretta a risiedere nell'abitazione altrui pagando un canone di affitto. Tale scelta è maggiormente adottata dal capofamiglia donna (in media l'11% in ogni indagine). In ultimo, si ha l'usufrutto, modalità che aumenta negli anni per entrambi i sessi.

Il campione presenta diverse modalità d'impiego del proprio denaro. Va precisato che, con i dati messi a disposizione da Banca d'Italia, limitate sono le considerazioni circa la diversificazione di portafoglio del capofamiglia mentre ci si può largamente soffermare sulle singole modalità d'investimento di esso.

Più dell'85% del campione mantiene il proprio denaro in conti correnti postali e/o bancari, dimostrandosi la modalità maggiormente preferita.

Un calo (dal 12% nel 2006 al 9% nel 2012) si registra nella categoria dei Titoli di Stato, soprattutto per il sesso maschile. Si ravvisa invece un aumento degli investimenti in titoli obbligazionari da parte dei capifamiglia maschi, in età compresa tra i 25 e i 77 anni.

Evidente è il peggioramento in ambito azionario, con una differenza di sette punti percentuali dal periodo pre-crisi. Risultano maggiormente ancorate a questa tipologia d'investimento le famiglie con due percettori e con reggitore uomo, sin dalla giovane età di 28 anni.¹⁰⁵

A distinguersi sono gli investimenti in azioni di società quotate (5% del campione nelle quattro indagini), mentre irrilevanti risultano gli investimenti in società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio (0,4% del campione), soprattutto da parte del gentil sesso.

Le gestioni patrimoniali evidenziano un incremento, riconducibile al capofamiglia maschio di età superiore a 34 anni, passando dal 14% al 22% nell'ultima indagine.

¹⁰⁵ Nel calcolo delle percentuali si fa riferimento alla voce LAZI delle quattro indagini;

TABELLA 3.1.7: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE IN BASE AL POSSESSO DI ATTIVITA' FINANZIARIE¹⁰⁶

ATTIVITA' FINANZIARIE	CAMPIONE			
	2006	2008	2010	2012
1) <u>RISCHIO NULLO</u>				
Certificati di deposito	131	142	199	161
Pronti contro termine	65	480	77	86
Buoni Ordinari del Tesoro	568	702	583	389
Certificati di Credito del Tesoro	193	185	156	114
Buoni del Tesoro Poliennali	131	137	165	217
Certificati del Tesoro Zero Coupon	14	6	18	9
Altri Titoli di Stato	33	22	39	32
Depositi bancari e/postali	6942	6613	6720	7074
Titoli esteri	173	63	98	145
2) <u>RISCHIO LIMITATO</u>				
Obbligazioni	493	574	708	687
Buoni fruttiferi postali	480	480	429	480
3) <u>RISCHIO ELEVATO</u>				
Azioni in società quotate	468	432	417	357
Azioni in srl	16	16	14	14
Azioni in società di persone	7	13	9	11
Gestioni patrimoniali	116	94	87	183
Prestiti a cooperative	66	143	173	85

FONTE: www.bancaditalia.it, indagini sui bilanci delle famiglie italiane;

Le forme d'investimento a rischio nullo (1) rappresentano la scelta di un insieme svariato di soggetti ma soprattutto dei capifamiglia maschi sin dalla giovane età. Nonostante la crescente partecipazione del gentil sesso in ambito finanziario, le donne non sembrano prevalere negli investimenti più rischiosi, presentando una differenza di sei punti percentuali dal capofamiglia maschio. Le attività finanziarie più rischiose (3) sembrano rappresentare, quindi, fonte

¹⁰⁶ Nella tabella si evidenzia il numero di capifamiglia in possesso di una determinata attività finanziaria. Per contro, i soggetti non investitori saranno calcolati sottraendo dalla totalità del campione il numero di chi possiede le attività finanziarie;

d'impiego del denaro per il sesso maschile, coniugato e in età compresa tra i 27 e i 85 anni.

La categoria dei pensionati mostra preferenza per i depositi bancari e postali (96% di essi), registrando una diminuzione notevole negli investimenti in strumenti finanziari rischiosi.

Lo stesso vale per la categoria degli studenti: il 65% possiede un deposito postale o bancario già all'età di 18 anni mentre il numero di coloro che investono in azioni ed obbligazioni è sceso, anche se di una percentuale trascurabile rispetto all'intero campione intervistato.

Prevale la propensione al rischio nella categoria dei lavoratori autonomi con uno stacco di sette punti percentuali rispetto a chi opera in regime di dipendenza.

TABELLA 3.1.8: IL PROFILO DI RISCHIO DEL CAMPIONE¹⁰⁷

	CAMPIONE				
	MIN	MAX	STATO CIVILE	SESSO	% DEL CAMPIONE
1	18	99	1	1	98%
2	24	95	1	1	13,50%
3	27	85	1	1	10%

FONTE: www.bancaditalia.it, indagini sui bilanci delle famiglie italiane;

Dopo aver esaminato il campione nei suoi aspetti più significativi, si prosegue con l'esplicitazione del modello.

¹⁰⁷ La sommatoria della voce “% del campione” non è pari a 100 poiché si sta parlando di una media delle quattro indagini e, inoltre, i capifamiglia possiedono più attività finanziarie con rischio diverso;

3.2 IL MODELLO ECONOMETRICO DI RIFERIMENTO

Obiettivo principale è analizzare se i caratteri distintivi del capofamiglia incidano sul possesso di attività finanziarie rischiose, andando a studiare la significatività dell'effetto di ogni singola caratteristica nel tempo.

Il modello econometrico utilizzato si basa sul database ripreso, con le opportune modifiche, dallo studio condotto da Banca d'Italia. In particolare, ci si avvale del programma di econometria GRETL (Gnu Regression, Econometrics and Time-series library) per porre in essere l'analisi di regressione multipla.

Le scelte d'investimento di un capofamiglia i (o famiglia, considerando che l'indagine si estende alle famiglie italiane) che vive in un determinato paese j sono espresse attraverso la seguente equazione:

$$Y_{ij} = f(\mathbf{X}_{ij}) \quad (1)$$

dove:

- Y_{ij} è la variabile dipendente che misura il grado di assunzione al rischio dell'investitore. Viene espressa attraverso il rapporto tra l'ammontare delle attività finanziarie rischiose sul totale degli investimenti posseduti dal soggetto i nell'anno j . Essa assume valori compresi tra 0 e 1;
- X_{ij} rappresenta il vettore contenente tutte le variabili indipendenti e di controllo utilizzate.

L'equazione (1) specifica, quindi, che il possesso di attività finanziarie rischiose da parte delle famiglie italiane i , che risiedono in un determinato paese j , dipende da una serie di variabili (X_{ij}), ritenute significative:

- *sesso*
- *reddito*
- *istruzione*
- *età*
- *professione*

- numero di componenti
- numero di percettori di reddito
- abitazione
- area di residenza
- stato civile

Individuata la variabile dipendente e i relativi regressori, è possibile giungere alla specificazione finale del modello che consente di dimostrare la relazione oggetto d'esame¹⁰⁸:

$$\begin{aligned}
 Y_{ij} = & \alpha + \beta_1 \text{istruzione} + \beta_2 \text{ sesso} + \beta_3 \text{ età} + \beta_4 \text{ reddito} + \\
 & \beta_5 \text{ professione} + \beta_6 \text{ componenti} + \beta_7 \text{ percettori} + \quad (2) \\
 & \beta_8 \text{ abitazione} + \beta_9 \text{ area} + \beta_9 \text{ stato civile} + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

dove:

- α è l'intercetta ed esprime il valore assunto dalla variabile dipendente in assenza di variabili indipendenti;
- ε_i è la componente stocastica, definita come v.c. non osservabile che include il residuo non spiegato dalle variabili.¹⁰⁹

In altri termini, si afferma che Y_{ij} è “ spiegata” da una combinazione lineare delle variabili X_{ij} , cui si aggiunge la componente residua ε_i .

¹⁰⁸ Nel capitolo precedente sono state descritte le principali variabili che incidono sul profilo di rischio di un soggetto, dettate dalla finanza comportamentale. Nell'analisi empirica vengono aggiunti anche altri parametri aventi delle ripercussioni sul possesso attività rischiose;

¹⁰⁹ Piccolo, Vitale, *Metodi statistici per l'analisi economica*, Il Mulino, 1984;

3.2.1 LE SEMPLIFICAZIONI ALLA BASE DEL MODELLO

L'analisi, e in seguito i risultati, si basano su alcune semplificazioni, già presentate nel paragrafo precedente e in seguito ricordate.

In primo luogo, la restrizione del campione al solo capofamiglia è riconducibile alla definizione di maggior responsabile delle scelte familiari e quindi, si presume, anche delle scelte d'investimento. Tale limite non comporta ostacolo nell'estensione dei risultati all'intera famiglia di appartenenza, poiché il metodo di raccolta dei dati originari è tale da favorirne il coinvolgimento.

Le variabili indipendenti, incluse nel modello, derivano dai soli database di Banca d'Italia, non permettendo di valutare eventuali correlazioni esistenti tra il grado di alfabetizzazione finanziaria e il possesso di attività rischiose. Un'eventuale indicazione può essere fornita dall'inclusione del livello d'istruzione del capofamiglia, anche se non strettamente correlata alla cultura finanziaria. Si effettua, quindi, una sorta di approssimazione, o meglio sostituzione, per quest'ultimo connotato.

Per quanto concerne la variabile dipendente, l'incidenza delle attività finanziarie rischiose sul totale degli investimenti rappresenta una "proxi" del profilo di rischio dell'investitore italiano.

La complessità caratterizzante l'eventuale variabile "profilo di rischio" richiederebbe minuziosi calcoli in termini di rischio/rendimento per tracciare una scala di rischiosità. Per tale ragione si utilizza un parametro alquanto lineare, analizzando la semplice incidenza dei titoli rischiosi.

In tale sede, per il calcolo delle attività considerate rischiose ci si basa su un ordinamento prettamente teorico, dettato dal principio fondamentale che regna la finanza: più rischioso è il titolo più elevato è il suo rendimento, senza compiere dimostrazioni in merito, non permesse neppure dalla modalità di raccolta dei dati di Banca d'Italia.

3.3 LA COSTRUZIONE DELLE VARIABILI

La molteplice variabilità dei dati nei regressori, rende necessaria la loro suddivisione in intervalli, diversi da quelli previsti nell'indagine di Banca d'Italia.

3.3.1 LA VARIABILE DIPENDENTE

Rappresentata dall'incidenza delle attività finanziarie rischiose, la variabile dipendente indica l'assunzione del rischio del capofamiglia italiano. Riferendoci alla precedente schematizzazione teorica (grafico 3.1.1), la classificazione della rischiosità prevede tre livelli:

- 1) Titoli a rischiosità nulla: rientrano i depositi bancari e postali, i pronti contro termine, i certificati di deposito e, in generale, tutti i Titoli di Stato, compresi quelli esteri;¹¹⁰
- 2) Titoli a rischiosità limitata: appartengono le obbligazioni e i buoni fruttiferi postali;
- 3) Titoli ad alta rischiosità: riguardano i titoli azionari¹¹¹, i prestiti alle cooperative e le gestioni patrimoniali.

Il dettaglio che caratterizza i database di Banca d'Italia, rispettivamente al possesso di azioni, è in quest'analisi un po' trascurato. Tale affermazione, non fatta per sminuire l'attendibilità del lavoro, intende affermare che, se nei database originali si ha la distinzione del possesso di azioni per ogni tipologia di società, in questa sede l'analisi di regressione richiede il requisito di sintesi.

La variabile dipendente è così calcolata:

$$Y_{ij} = \frac{ATTIVITA' FINANZIARIE RISCHIOSE}{TOTALE INVESTIMENTI}$$

¹¹⁰ Nei database di Banca d'Italia si effettua la distinzione tra BOT, CCT, CTZ mentre a livello di indagine personale queste voci sono state raggruppate e considerate nel secondo livello di rischiosità;

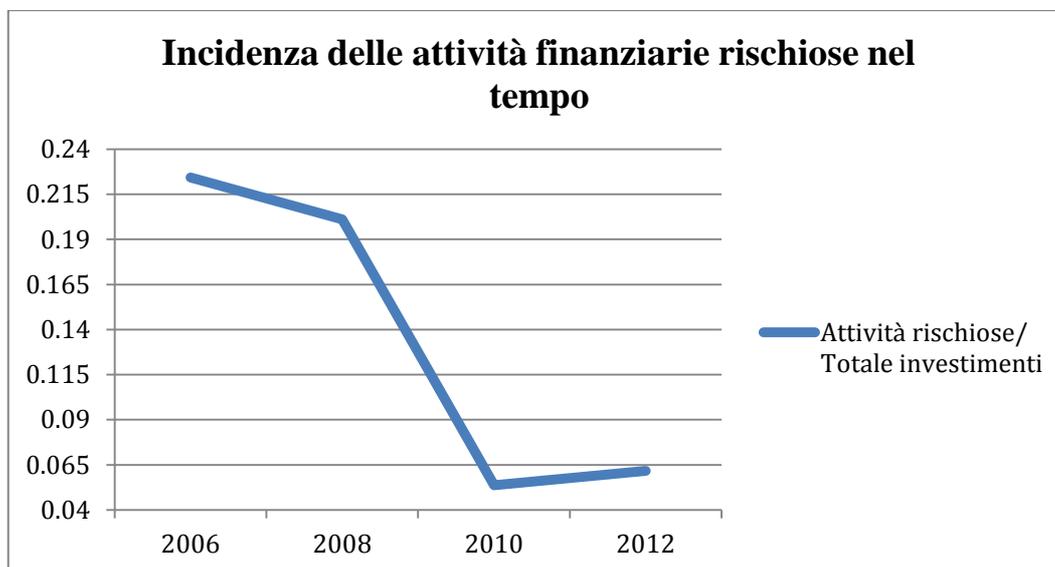
¹¹¹ Nei database di Banca d'Italia si effettua la distinzione tra azioni in società quotate, in spa, srl e così via; nell'indagine personale tali voci sono state raggruppate considerandole a rischio elevato;

dove:

- il numeratore è composto dalla somma degli importi (in euro) di azioni, di gestioni patrimoniali e di prestiti a cooperative riferiti all'i-mo capofamiglia;
- il denominatore è calcolato come la somma degli importi totali (in euro) delle attività a rischio nullo, limitato ed elevato riferiti all'i-mo complessità delle famiglie italiane.

Tale variabile, assume valori compresi tra 0 e 1, con un andamento complessivo che decresce nel tempo. Come richiamato nel capitolo primo, sussiste la possibilità che i dati relativi al possesso delle attività finanziarie rischiose non siano del tutto veritieri, data la reticenza presentata dai capifamiglia nel comunicare questo tipo di informazioni, soprattutto a livelli elevati di reddito.

GRAFICO 3.3.2.1: L'ANDAMENTO DELLA VARIABILE DIPENDENTE



FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

3.3.2 LE VARIABILI INDIPENDENTI

Di seguito, si propone uno schema illustrativo della costruzione dei regressori, procedendo a opportune suddivisioni, qualora la natura stessa della variabile lo richieda. Al fine di verificare l'incidenza di tali variabili sul profilo di rischio del capofamiglia saranno incluse tutte le caratteristiche personali presenti nel database di Banca d'Italia. In un secondo momento, verranno discusse solamente quelle risultati significative rispetto alla variabile dipendente.

TABELLA 3.3.2.1: LE VARIABILI INDIPENDENTI

VARIABILI	TIPOLOGIA	CLASSIFICAZIONE
SESSO	Indica il sesso del capofamiglia. Trattasi di una variabile binaria.	1 : maschio 2 : femmina
ETA'	Indica l'età del capofamiglia. Trattasi di una variabile ordinale.	Non si ha la distinzione in intervalli. Ai fini dell'analisi si mantiene l'età per ciascun capofamiglia.
ISTRUZIONE	Indica il livello d'istruzione posseduto dal capofamiglia. Trattasi di una variabile ordinale.	1: nessun titolo 2: licenza elementare 3: licenza media 4: diploma superiore 5: laurea 6: post laurea
PROFESSIONE	Indica la qualifica posseduta dal capofamiglia. Trattasi di una variabile ordinale.	0: condizione non professionale 1: lavoratore dipendente 2: lavoratore autonomo

REDDITO	Indica il reddito percepito dalla famiglia. Trattasi di variabile ordinale.	Il reddito non viene suddiviso in intervalli, lasciando l'importo in euro per ciascun capofamiglia.
NUMERO DI COMPONENTI	Indica il numero di componenti nella famiglia.	Non si ha la suddivisione in intervalli, ad ogni componente corrisponde un'unità.
NUMERO DI PERCETTORI	Indica il numero di percettori di reddito nella famiglia.	Non si ha la suddivisione in intervalli, ad ogni percettore corrisponde un'unità.
ABITAZIONE	Indica il titolo di godimento dell'abitazione. Trattasi di variabile ordinale.	1: proprietà 2: affitto 3: riscatto 4: usufrutto o uso gratuito
AREA DI RESIDENZA	Indica l'area di residenza della famiglia. Trattasi di variabile ordinale.	1: Nord 2: Centro 3: Sud/ Isole
STATO CIVILE	Indica lo stato civile del capofamiglia. Trattasi di una variabile ordinale.	1: coniugato 2: nubile/celibe 3: divorziato/separato 4: vedovo/a

La variabile PROFESSIONE segue una ripartizione diversa. In particolare, il numero uno comprende la qualifica di operaio, impiegato e quadro e il due riguarda il lavoratore autonomo, il socio di una società, l'imprenditore, il titolare di un'impresa familiare e infine il dirigente. L'inserimento di quest'ultima figura

tra la categoria autonoma anziché dipendente è giustificato dal regolamento per essa previsto. Essendo caratterizzata dalla possibilità di licenziamento immediato per giusta causa, ha lo stesso rischio di un classico lavoratore indipendente.

Opportune modifiche della variabile sono riconducibili all'inclusione, da parte di Banca d'Italia, della voce "stato non occupazionale". Trattasi della categoria comprendente i disoccupati, le casalinghe, gli studenti e, in generale, chi non ha una professione.

Per l'analisi in atto, l'esistenza di tale classe alla posizione 10, oltre ad essere poco inerente, comporta effetti distorsivi sul modello costruito. Per tale ragione, diversamente da Banca d'Italia, viene collocata alla posizione 0 mostrando la posizione svantaggiata di tali soggetti rispetto agli altri, percettori di uno stipendio. L'ordine previsto negli intervalli, in ambito econometrico, è privo di logica¹¹². Per tal motivo, si ricorre alla costruzione di variabili dummy che risolvono tale incongruità.

Ciò non vale per le variabili REDDITO, ETA', NUMERO COMPONENTI E NUMERO PERCETTORI, poiché privi di suddivisione. Per l'ISTRUZIONE invece, sebbene siano previsti degli intervalli, non è necessario costruire delle variabili dummy perché l'ordine citato rispecchia il percorso che ciascun soggetto deve fare per ottenere un determinato titolo di studio.

3.4 I RISULTATI

La natura della variabile dipendente (compresa tra 0 e 1) richiede l'utilizzo di un modello regressivo di tipo Tobit¹¹³.

In particolare, i dati ottenuti evidenziano un elevato grado di bontà del modello, in tutti gli anni di riferimento dell'analisi, solamente dopo aver estrapolato dal campione di riferimento i capifamiglia che presentano un'incidenza delle attività finanziarie rischiose diversa da zero. Ciò significa che

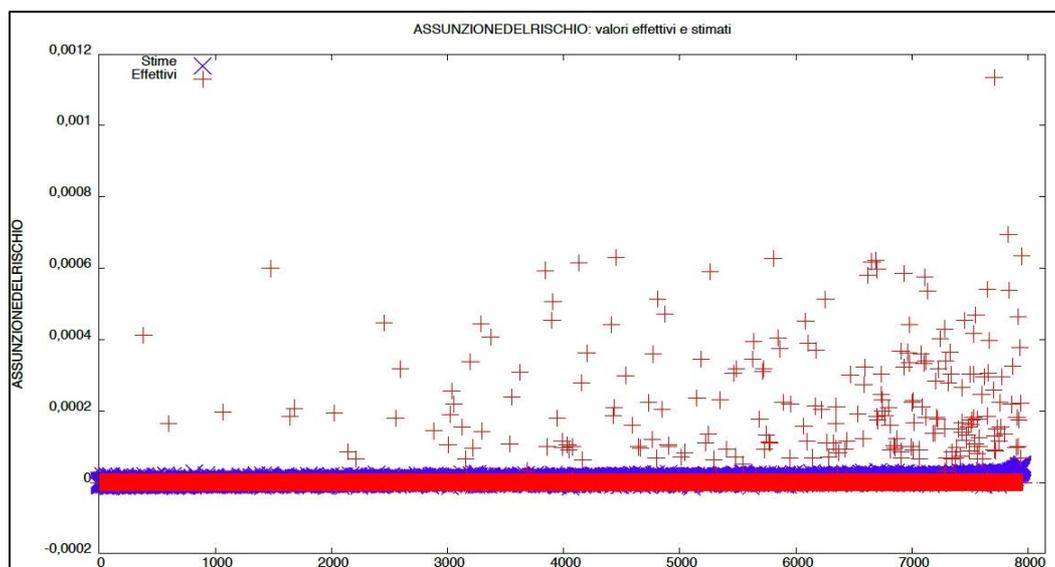
¹¹² Un esempio nella voce AREA: s'identifica con 1 il Nord, 2 il Centro e 3 il Sud/Isole. Questo ordinamento non assume significato in quanto la scala potrebbe essere anche contraria. Non c'è nessun parametro che attribuisca al numero 1 il Nord anziché il Sud;

¹¹³ Quando è necessario stimare un modello in cui la variabile dipendente è compresa tra 0 e 1, generalmente, si ricorre al modello Tobit;

l'analisi viene ristretta ai possessori di attività finanziarie rischiose, valutando come le loro caratteristiche incidano su tale possesso.

L'esclusione dei capifamiglia aventi strumenti finanziari a rischio basso o nullo (variabile dipendente = 0) evita una distorsione dei risultati. Infatti, il loro numero elevato porta il programma econometrico a stimare tali eventi con la sicurezza di prevederne un numero sufficientemente ampio. Di seguito, il grafico illustra tale distorsione, rendendo evidente la concentrazione degli effetti stimati al livello zero e quindi in assenza totale o presenza limitata di rischio.

GRAFICO 3.4.1: LE STIME DI GRETL IN PRESENZA DI CAPIFAMIGLIA AVVERSI AL RISCHIO



FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Si prosegue, quindi, analizzando i soggetti cui corrisponde una variabile dipendente diversa da zero che, sebbene costituiscano una minima parte del campione e decrescente negli anni, favoriscono la valutazione della stretta correlazione tra le caratteristiche personali e il profilo di rischio.

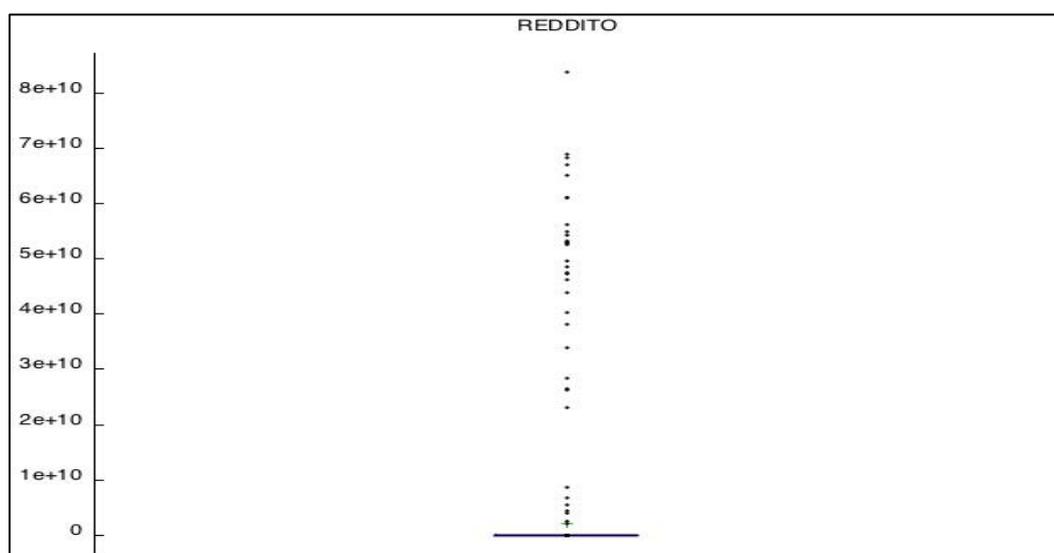
TABELLA 3.4.1: LA NUMEROSITA' DEL SOTTOCAMPIONE E L'ASSUNZIONE AL RISCHIO

	2006	2008	2010	2012
Numero dei capifamiglia	701	638	650	635
Assunzione al rischio (media)	0,00032001	0,0031533	0,00008277	0,00009726
Percentuale sul totale	8,80%	8,00%	8,18%	7,79%

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Oltre alla limitazione circa la variabile dipendente, per aumentare la bontà di adattamento del modello, il campione comprende solamente i soggetti con reddito inferiore a 250000 euro. La restrizione è necessaria poiché alcuni dei capifamiglia intervistati presentano cifre di reddito tali da compromettere l'attendibilità dei risultati. L'esclusione non appare significativa data la limitata presenza di essi (circa 2%) nel campione originario.

GRAFICO 3.4.2: LA DISPERSIONE DEL REDDITO DEI CAPIFAMIGLIA CON PROPENSIONE AL RISCHIO (PRIMA DELLA LIMITAZIONE)



FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Di seguito, ci s'inoltra in campo econometrico per giustificare il grado di bontà ottenuto con l'esclusione dei parametri citati.

Nonostante l'R quadro¹¹⁴ rappresenti l'indicatore fondamentale per valutare i modelli di regressione, con Tobit il parametro utile per effettuare tali considerazioni è costituito dal Chi-quadro¹¹⁵, valore che si presenta molto alto nei quattro anni, indicando un buona capacità di spiegazione del modello.

2006 → Chi-quadro: 559,47

2008 → Chi-quadro: 503,22

2010 → Chi-quadro: 475,49

2012 → Chi-quadro: 528,15

A dimostrazione dell'elevata significatività, si prosegue con l'analisi circa le singole variabili, valutando la loro significatività sulla variabile dipendente.

Poiché si tratta di un modello di regressione formato da una variabile principale e più variabili indipendenti, l'analisi richiede la verifica di un'eventuale collinearità fra i regressori utilizzando il metodo dei “fattori d'inflazione della varianza (VIF)”.

E' stato fissato come limite al di sopra del quale si può sospettare la presenza di collinearità il valore 5¹¹⁶, il modello presenta l'assenza di tale caratteristica poiché ogni regressore non risulta essere linearmente dipendente in quanto contiene delle informazioni non previste nel dataset dalle altre variabili.

¹¹⁴ Esprime la proporzione tra la variabilità dei dati e la correttezza del modello statistico utilizzato;

¹¹⁵ Indicatore che misura la discrepanza tra frequenze osservate e frequenze teoriche;

¹¹⁶ I limiti utilizzati circa la collinearità risultano soggettivi e di solito compresi tra 2 e 10. In quest'analisi si utilizza un parametro vicino alla media;

TABELLA 3.4.2: LA COLLINEARITA' DEI REGRESSORI

COLLINEARITA'	2006	2008	2010	2012
Età	2,614	2,947	2,841	2,725
Numero percettori	1,764	1,732	1,775	1,89
Istruzione	1,406	1,408	1,404	1,349
Reddito	1,722	1,66	1,895	1,679
Numero componenti	2,443	2,512	2,572	2,651
Stato civile 1	3,562	3,182	3,713	3,472
Stato civile 2	2,422	2,233	2,66	2,636
Stato civile 3	1,711	1,805	1,904	1,886
Area 1	3,266	4,219	2,909	3,258
Area 2	3,185	4,181	2,886	3,154
Sesso 1	1,279	1,27	1,229	1,283
Professione 1	2,995	3,302	3,246	3,02
Professione 2	2,068	2,176	2,294	2,127
Abitazione 1	2,522	1,951	2,34	2,032
Abitazione 2	2,457	1,91	2,289	2,054
Abitazione 3	1,08	1,081	1,089	1,047

FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

In una prima analisi, considerando i capifamiglia con reddito inferiore a 250000 euro e aventi una determinata propensione al rischio, si ravvisa una crescente numerosità delle variabili correlate al profilo di rischio. Si tratta di un andamento coerente con lo scenario di crisi finanziaria poiché maggiore è l'incertezza negli investimenti, maggiore saranno anche i fattori che andranno ad incidere sulla detenzione di strumenti finanziari rischiosi.

Nel 2006 le decisioni d'investimento risultano dipendere dal grado d'istruzione posseduto e dal titolo di godimento dell'abitazione. Si tratta di variabili che presentano notevole significatività e aventi un'incidenza positiva sul profilo di rischio. Ciò significa che i capifamiglia con elevati titoli di studio sono più propensi ad investire in strumenti rischiosi. La variabile istruzione non specifica l'ambito di ottenimento di un determinato titolo, quindi, nonostante il reggitore sia laureato in economia, finanzia, arte, letteratura o in qualsiasi altro settore si rileva tale positività. La facilità nel reperire ed elaborare le informazioni del mercato, la maggiore capacità di imparare e la maggiore conoscenza dei canali

per ottenere le informazioni sono doti appartenenti a chiunque possieda un elevato titolo di studio, rendendo il capofamiglia maggiormente pronto a rischiare in ambito finanziario.

Inoltre, risulta esistere una stretta correlazione tra il profilo di rischio e il titolo di godimento dell'abitazione, con evidenze positive in merito. I capifamiglia tendono ad investire in attività finanziarie rischiose qualora possiedano la proprietà del domicilio o qualora risiedano in un'abitazione altrui pagando un canone di affitto.

L'avvento della crisi finanziaria e, in seguito, la chiusura dei relativi mercati ha suscitato incertezza nelle famiglie italiane, conducendole all'abbandono degli investimenti per favorire il soddisfacimento dei bisogni imminenti. A confermare tale situazione sono i dati di Banca d'Italia evidenziando la diminuzione degli investimenti in attività finanziarie, soprattutto quelle rischiose, e la lieve incidenza delle caratteristiche personali. Poco interessante appare l'impiego del denaro in tecniche sofisticate e conseguentemente sottile è l'impatto delle caratteristiche socio-demografiche.

L'età presenta una correlazione minimale e positiva, dimostrando la preferenza di rischio negli anziani. Mentre nel pre-crisi i mercati finanziari erano caratterizzati dall'ingresso di svariate categorie di soggetti con diversa età, la crisi ne ha provocato la chiusura evidenziando una maggior preferenza al rischio dei capifamiglia più vecchi. Risulta ragionevole tale impatto poiché la persona anziana è solita a possedere maggiori risparmi rispetto alla categoria giovanile, di conseguenza risulta essere più interessante per la consulenza e rischia maggiormente grazie all'esperienza maturata negli anni.

L'istruzione rimane una variabile significativa per queste tipologie d'investimento, avente stessa correlazione del biennio precedente ma con lieve significatività.

Le scelte di portafoglio sembrano essere influenzate dall'area di residenza del capofamiglia: si evidenzia una relazione inversa scendendo verso il Sud/ Isole dell'Italia. Nonostante la correlazione negativa dell'intera variabile, nel Centro si rimarca maggiormente la preferenza ad attività alquanto semplici e, allo stesso tempo, più sicure.

Nel 2010 si accentua la significatività dell'istruzione e dell'area di residenza presentando medesima correlazione del biennio precedente.

Emerge l'incidenza della professione del capofamiglia sul profilo di rischio. Seppure in modo lieve, la qualifica posseduta influenza tali scelte finanziarie presentando correlazione negativa: all'aumentare del livello di professione aumenta l'attitudine a non investire in strumenti finanziari rischiosi. In particolare, la significatività è rilevante nella categoria dei lavoratori dipendenti, i quali preferiscono rendimenti certi seppure bassi.

TABELLA 3.4.3: LA SIGNIFICATIVITA' DELLE VARIABILI INDIPENDENTI

	2006	2008	2010	2012
Istruzione	0,00008907 (***)	0,00000417 (*)	1,42121 (**)	-
Età	-	0,000000527 (*)	-	-
Area (Nord)	-	-	-0,0000066 (***)	-0,0000626 (**)
Area (Centro)	-	-0,000162 (*)	-0,0000766 (***)	-0,0000845 (***)
Professione (dipendenti)	-	-	-0,0000434 (*)	-
Abitazione (affitto)	0,0002137 (**)	-	-	-
Abitazione (riscatto)	-	-	-	0,000247 (***)

La tabella si riferisce all'intero campione, e quindi ai capifamiglia aventi reddito inferiore a 250000€ e in possesso di almeno un'attività finanziaria rischiosa. Nel 2006, il numero di osservazioni è pari a 667 e presenta un Chi-quadro uguale a 22,25. Nel 2008 il campione diminuisce analizzando 607 capifamiglia e la bontà del modello rimane pressoché invariata (20,64). Nel biennio successivo aumenta sia la numerosità (612) che la bontà del modello, evidenziando un Chi-quadro pari a 28,55. Dati analoghi si rilevano nell'ultima analisi presentando una lieve diminuzione del campione in studio. L'attendibilità dei risultati è confermata dal valore del p-value che, nelle quattro analisi, risulta inferiore alle 0,05. L'indicazione degli asterischi (***) evidenzia un'elevata significatività della variabile in analisi. Tra tutte le variabili considerate nell'analisi, la tabella evidenzia solamente quelle che presentano significatività sulla variabile dipendente. In particolare, l'ISTRUZIONE e l'ETA' presentano un'agevole interpretazione: all'aumentare dei valori che le rappresentano, aumenta la propensione al rischio dei capifamiglia. Per la PROFESSIONE, ABITAZIONE e AREA si sono costruite delle variabili dummy per

attribuire senso logico agli intervalli che le compongono. Per tal motivo, ad ogni intervallo si specifica la correlazione con il profilo di rischio.

Infine, nel biennio successivo il legame fra l'area di residenza e la propensione al rischio diventa molto forte accentuando il rifiuto del Centro a particolari strumenti finanziari. Tale andamento, coerente nel tempo, è giustificato dalla familiarità. In queste aree, la maggiore insicurezza diffusa derivante dalla minor istruzione in ambito finanziario conduce i risparmiatori ad ancorarsi alle medesime forme d'impiego tradizionali (es. i buoni fruttiferi postali), non considerando l'offerta completa del mercato. Molto spesso tali capifamiglia, in possesso di redditi minori, preferiscono mantenere lo stesso portafoglio affidandosi a strumenti che soddisfino le proprie necessità di sicurezza.

Risultano maggiormente propensi al rischio i capifamiglia che risiedono in abitazioni con titolo di riscatto. Trattasi di soggetti che non investono la loro liquidità per l'acquisto di un'immobile preferendo risiedere in abitazioni altrui. Nonostante la famiglia non possieda la proprietà dell'immobile, essa potrebbe essere spinta ad investire in strumenti rischiosi per ottenere un maggior rendimento accrescendo così il reddito.

Quest'analisi, pur presentando la correlazione di alcune caratteristiche personali del capofamiglia con il proprio profilo di rischio, risulta alquanto strana in merito alla variabile del reddito. Esso, nelle scelte d'investimento rappresenta la fonte principale per l'accesso al mercato finanziario e per poter, in seguito, parlare di profilo di rischio negli investimenti. Nonostante il ruolo fondamentale da esso rivestito, l'analisi non riporta significatività per questo regressore.

Per tal ragione, si prosegue con la suddivisione del campione in intervalli di reddito poiché tale variabile presenta valori alquanto disomogenei, ritenendo doveroso distinguere i comportamenti delle famiglie che possiedono notevoli differenze in merito.

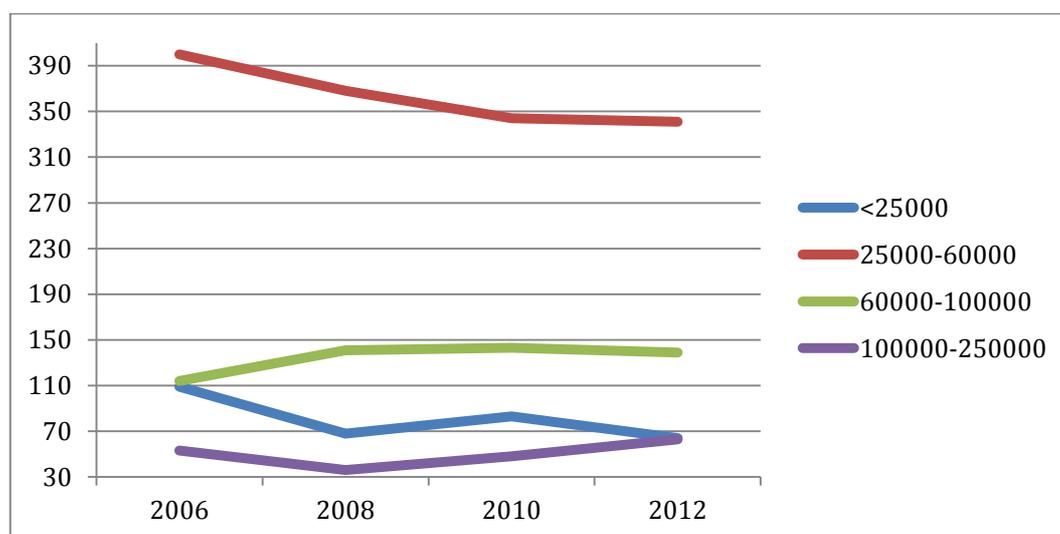
La suddivisione segue un metodo prettamente personale cercando di unire i capifamiglia in classi di reddito omogenee. Si considerano i reggitori con reddito inferiore a 25000 euro, da cui ci si aspetta una partecipazione al mercato molto limitata. La classe superiore è rappresentata dalle famiglie italiane con reddito compreso tra i 25000 euro e i 60000 euro, seguita dall'intervallo comprendente i

capifamiglia con reddito incluso tra i 60000 e i 100000 euro. Infine, l'ultima classe presenta cifre tra i 100000 e i 250000 euro. Trattasi di un intervallo abbastanza ampio, basato sul presupposto che al raggiungimento di una determinata soglia di reddito l'investimento in attività rischiose rimanga tale.

Il numero di capifamiglia rientranti nella seconda classe di reddito (25000-60000 €) diminuisce nel tempo, facendola comunque rimanere l'intervallo con numerosità più elevata. Al contrario, le famiglie appartenenti alla classe di reddito cospicuo incidono limitatamente nel campione, presentando valori inferiori al centinaio.

Gli intervalli rimanenti, sebbene sottoposti a mutamenti, assumono nel tempo un andamento pressoché lineare.

GRAFICO 3.4.3: LA NUMEROSITA' DEL CAMPIONE IN POSSESSO DI ATTIVITA' RISCHIOSE PER CLASSI DI REDDITO



FONTE: www.bancaditalia.it, indagine sui bilanci delle famiglie italiane;

Di seguito s'illustra l'interpretazione dei risultati ottenuti considerando il campione suddiviso per intervalli di reddito.

A) Capifamiglia con reddito inferiore a 25000 €

La significatività delle variabili risulta crescente con l'avvento della crisi finanziaria.

TABELLA 3.4.4: LA SIGNIFICATIVITA' DELLE VARIABILI INDIPENDENTI PER I CAPIFAMIGLIA CON REDDITO < 25000 €

	2006	2008	2010	2012
Istruzione	-	-	-	-0,0000440 (*)
Età	-	-0,00000910 (*)	-	-0,0000050 (**)
Area (Nord)	-	-	-	-0,00017 (**)
Area (Centro)	-0,000431 (*)	-	-	-0,000263 (***)
Professione (dipendenti)	-	-0,00053 (*)	-	-
Professione (indipendenti)	-	-0,00059 (**)	-	-
Abitazione (proprietà)	0,000197 (*)	0,00025 (**)	-	-
Abitazione (affitto)	0,00052 (***)	0,00043 (**)	-	-
Stato civile (coniugato)	-	-	0,0000853 (*)	-
Stato civile (divorziato/separato)	-	-0,00049 (***)	0,000119 (*)	-
Sesso (uomo)	-	0,00018 (*)	-	0,0000661 (*)
Numero componenti	-	-0,00011 (*)	-	-

La tabella si riferisce ad un campione composto dai capifamiglia con reddito inferiore a 25000€ in possesso di attività finanziarie rischiose. Nel 2006 la numerosità di essi è pari a 108 soggetti e diminuisce nei bienni successivi confermandosi rispettivamente uguale a 65, 82 e 63 capifamiglia. Per quanto riguarda la bontà di adattamento del modello, il Chi-quadro assume valori minori nel 2010 (14,14) mentre negli altri anni rimane pressoché invariato (26,78). L'attendibilità dei risultati è confermata dal valore del p-value che, nelle quattro analisi, risulta inferiore alle 0,05. L'indicazione degli asterischi (***) evidenzia un'elevata significatività della variabile in analisi.

Tra tutte le variabili considerate nell'analisi, la tabella evidenzia solamente quelle che presentano significatività sulla variabile dipendente. Rispetto alla precedente tabella, significativo risulta il NUMERO COMPONENTI. Si tratta di una variabile ordinale, per la quale non viene richiesta la creazione di una variabile dummy e possiede medesima interpretazione dell'età e dell'istruzione. Si evidenzia l'incidenza del SESSO, la variabile binaria che assume valore 1 e 2. Tali classi, non presentando un criterio logico, richiedono la costruzione della variabile dummy e una diversa interpretazione dai regressori precedenti. In particolare, la correlazione positiva del sesso maschile si ricollega ad una maggiore propensione al rischio e viceversa in caso di negatività. La PROFESSIONE comprende tre diverse categorie, lo stato non occupazionale che sembra essere insignificante nell'analisi, i lavoratori dipendenti e autonomi. Lo stesso vale per lo STATO CIVILE, richiedendo la variabile dummy per ragioni di logicità.

Nel 2006 si registra una maggiore propensione ad investire in attività rischiose da parte dei capifamiglia proprietari e inquilini in abitazioni situate al Nord Italia. Mentre la correlazione circa l'area di residenza si presenta lieve e negativa, dimostrando la maggior avversione al rischio per i residenti al centro, il titolo di godimento dell'abitazione è rilevante in tale analisi. Maggiore è la propensione per i capifamiglia in affitto ad investire in strumenti finanziari rischiosi, guidati dall'estremo desiderio di ottenere buoni rendimenti.

Nel biennio successivo, il numero di variabili che impattano sul profilo di rischio aumenta. In particolare, la variabile sesso presenta correlazione positiva evidenziando nel capofamiglia uomo la responsabilità delle scelte finanziarie rischiose poste in essere. Considerando la fascia di reddito analizzata, si evidenzia una maggiore propensione al rischio nel capofamiglia giovane. La limitata disponibilità del reddito e la minor esperienza posseduta in ambito finanziario lo conduce ad osare diversamente da quanto lo faccia una persona più vecchia, che si dimostra più vigile nell'amministrazione dei propri risparmi.

Esiste una relazione inversa tra rischio e dimensione della famiglia: all'aumentare del numero di componenti, la propensione svanisce. La pluralità di soggetti nel nucleo comporta una riduzione del tasso di risparmio dovuta all'aumento dei consumi. Poiché la soddisfazione dei bisogni imminenti diviene lo scopo primario, l'impiego del proprio denaro tende a forme molto semplici dirette a garantire la pronta liquidabilità.

Anche lo stato civile del capofamiglia incide negativamente nell'investimento rischioso. In merito, si evidenzia una maggiore propensione al rischio per il reggitore coniugato o nubile/celebre mentre per le categorie di

soggetti divorziati la propensione al rischio diminuisce fortemente, rappresentando una variabile molto significativa nel biennio di analisi.

Parimenti risulta rilevante la qualifica posseduta dall'investitore. Si ravvisa la tendenza a non investire in strumenti a rischio elevato nei capifamiglia che sono lavoratori dipendente e, ancor più, i lavoratori autonomi. Nonostante la maggior indipendenza lavorativa possa portare a rischiare maggiormente, occorre ricordare la fascia di reddito in tal sede esaminata. Si tratta di prestazioni (di lavoro dipendente e indipendente) che offrono un livello di reddito medio basso (minore di 25000 €) giustificando la medesima reazione per entrambi i regimi lavorativi.

Ugualmente al 2006, il capofamiglia proprietario dell'abitazione o in qualità di affittuario risulta più propenso a rischiare nell'impiego del proprio denaro.

L'incidenza delle caratteristiche personali sul profilo di rischio viene meno nel 2010 per poi incrementare negli anni successivi.

Si assiste ad una controtendenza nella correlazione con la variabile rischio, sino ad allora dimostratasi negativa. Il riferimento va al capofamiglia coniugato e anche divorziato.

Mentre nel 2008 la propensione al rischio contraddistingueva maggiormente i capifamiglia coniugati, nel 2010 si registra la tendenza a rischiare anche nei reggitori divorziati.

Nell'analisi dell'ultimo biennio d'indagine, il sesso maschile continua a rimanere il principale responsabile delle scelte d'investimento più rischiose evidenziando il carattere conservativo del patrimonio nella donna.

Costante è l'incidenza dell'area di residenza che mantiene correlazione negativa sia nel centro che nel settentrione. Il Nord non sembra rappresentare la zona geografica più temeraria e tantomeno rischiano i soggetti rientranti nelle fasce di età più giovani.

B) Capifamiglia con reddito compreso tra i 25000 e i 60000 €

Con riferimento a tale intervallo, l'esistenza delle correlazioni con la variabile dipendente tende a perdere di significatività nell'anno 2008, contrariamente a quanto accade nel successivo biennio.

Il possesso di un elevato titolo di studio costituisce nuovamente fattore fondamentale per l'addossamento del rischio in ambito finanziario.

Ugualmente, la qualifica posseduta dal capofamiglia presenta una correlazione positiva, evidenziando la propensione del reggitore a ricorrere ad azioni, gestioni patrimoniali e prestiti a cooperative, qualora svolga un incarico professionale in regime autonomo.

TABELLA 3.4.5: LA SIGNIFICATIVITA' DELLE VARIABILI INDIPENDENTI PER I CAPIFAMIGLIA CON REDDITO COMPRESO TRA 25000 E 60000 €

	2006	2008	2010	2012
Istruzione	0,000104 (**)	-	0,000016 (*)	-
Età	-	0,00000646 (*)	-	-
Area (Nord)	-	-	-0,00011 (***)	-
Area (Centro)	-	-	-0,000127 (***)	-0,0000811 (**)
Professione (dipendenti)	-	-	-0,0000538 (*)	-
Professione (indipendenti)	0,00014 (*)	-	-0,0000554 (*)	-
Abitazione (proprietà)	-	-	-	-
Abitazione (affitto)	-	-	-	-
Stato civile (coniugato)	-	-	-	-
Stato civile (divorziato/separato)	-	-	-	-
Sesso (uomo)	-	-	0,000032 (*)	-
Numero componenti	-	-	-	-

La tabella si riferisce ad un campione formato dai capifamiglia aventi reddito compreso tra i 25000 e i 60000 € e in possesso di almeno un'attività finanziaria rischiosa. Nel 2006, il numero di osservazioni è pari a 400 e presenta un Chi-quadro uguale a 18,36. Nel 2008 il campione diminuisce analizzando 368 capifamiglia e la bontà del modello rimane pressoché invariata

(19,05). Nel biennio successivo decresce nuovamente la dimensione (344) mentre maggiore risulta la bontà del modello, evidenziando un Chi-quadro pari a 26,73. Dati analoghi si rilevano nell'ultima analisi presentando una lieve diminuzione del campione in studio. L'attendibilità dei risultati è confermata dal valore del p-value che, nelle quattro analisi, risulta inferiore alle 0,05. L'indicazione degli asterischi (***) evidenzia un'elevata significatività della variabile in analisi.

Analogamente alle tabelle precedenti, l'interpretazione dei risultati segue medesimo schema. Per le variabili che non richiedono la costruzione delle dummies variable la propensione aumenta all'aumentare dei valori di ogni categoria. Al contrario, per le variabili che richiedono la suddivisione in intervalli, l'interpretazione viene fatta considerando ogni singola classe.

Nel 2008, per questo intervallo di reddito, si rileva una controtendenza nella correlazione tra l'età e la variabile rischio. Diversamente da quanto avviene nella classe di reddito precedente, il comportamento dei capifamiglia tende ad invertirsi rilevando una maggiore propensione al rischio nelle famiglie con reggitore più anziano. Tale condotta è giustificata dal contesto finanziario caratterizzante l'Italia, contrastando il timore diffuso con l'esperienza maturata negli anni in campo d'investimento. Inoltre, si fa riferimento ad un intervallo di reddito il cui ammontare costituisce fonte ragionevole per poter parlare di diversificazione del portafoglio, inducendo le categorie più giovani ad accentrare la loro ricchezza in strumenti finanziari a rischio nullo o limitato, data la scarsa formazione posseduta in tale ambito.

Analogamente ai capifamiglia con reddito inferiore, nel 2010 si evidenzia una minor propensione nelle famiglie italiane residenti al Nord e nell'Italia centrale.

La professione incide negativamente e con intensità lieve, rilevando una diminuzione nell'assunzione del rischio per i lavoratori autonomi.

La preservazione del patrimonio non sembra caratterizzare il reggitore uomo, soprattutto se in possesso di livello d'istruzione elevato.

L'influenza geografica esercitata sul profilo di rischio mantiene significatività anche nel 2012, riscontrando nuovamente l'orientamento a titoli poco rischiosi per la fascia del Nord e Centro Italia.

C) Capifamiglia con reddito compreso tra i 60000 e i 100000 €

In questa classe, il reddito inizia ad influenzare il possesso di attività rischiose.

TABELLA 3.4.6: LA SIGNIFICATIVITA' DELLE VARIABILI INDIPENDENTI PER I CAPIFAMIGLIA CON REDDITO COMPRESO TRA 60000 E 100000 €

	2006	2008	2010	2012
Istruzione	0,000125 (**)	0,0000809 (*)	-	-
Età	-	0,0000158 (**)	-	-
Area (Nord)	0,00026 (**)	-	-	-
Area (Centro)	0,00039 (**)	-	-	-
Professione (dipendenti)	-	-0,0002 (*)	-	-
Professione (indipendenti)	-	-	-	-
Abitazione (proprietà)	0,00021 (*)	-	-	-
Abitazione (affitto)	0,00089 (***)	-	-	-
Abitazione (riscatto)			0,00041 (***)	0,00027 (***)
Stato civile (coniugato)	-	-	-	0,00010 (***)
Stato civile (nubile/celibe)	-	0,000758 (**)		
Stato civile (divorziato/separato)	-0,00082 (**)	-	-0,000153 (***)	-
Sesso (uomo)	-	-0,000296 (*)	-	-0,000062 (*)
Numero componenti	-	-	-	-
Reddito	-1,1108 (**)		-0,00000218 (**)	

La tabella si riferisce ad un campione composto dai capifamiglia con reddito compreso tra i 60000 e i 100000 € in possesso di attività finanziarie rischiose. Nel 2006 la numerosità di essi è pari a 114 soggetti e aumenta nei bienni successivi confermandosi rispettivamente uguale a 141, 143 e 139 capifamiglia. Per quanto riguarda la bontà di adattamento del modello, il Chi-quadro assume valori minori nel 2008 (30,89) mentre negli altri anni rimane pressoché invariato (36,89). L'attendibilità dei risultati è confermata dal valore del p-value che, nelle quattro analisi, risulta inferiore alle 0,05. L'indicazione degli asterischi (***) evidenzia un'elevata significatività della variabile in analisi.

Analogamente alle tabelle precedenti, l'interpretazione dei risultati segue il medesimo schema. Per le variabili che non richiedono la costruzione delle variabili dummy, la propensione aumenta all'aumentare dei valori di ogni categoria. Al contrario, per le variabili che richiedono la suddivisione in intervalli, l'interpretazione viene fatta considerando ogni singola classe.

In quest'analisi si rileva la correlazione della variabile REDDITO con il profilo di rischio. Si tratta di una variabile che non richiede la costruzione della variabile dummy e segue la medesima interpretazione delle variabili con stessa natura.

Nel periodo precedente alla crisi finanziaria, esso presenta un'incidenza negativa sul profilo di rischio, la quale permane nei successivi anni di analisi.

Di prassi, ciascun soggetto al raggiungimento di un determinato livello di reddito decide di investire parte dei suoi risparmi in attività finanziarie, diversificando il portafoglio sulla base delle proprie priorità ed esigenze. L'investimento in attività finanziarie, soprattutto quelle rischiose, si mostra non crescere all'aumentare del reddito. Questo perché si arriva ad una soglia in cui la detenzione degli strumenti finanziari appaga il capofamiglia, il quale inizia a rivolgersi ad altri mercati impiegando il denaro in modalità diverse. Un esempio può essere costituito dall'investimento immobiliare, dati i prezzi ridotti rispetto agli anni scorsi nel relativo mercato.

Anche per questa categoria di reddito, il capofamiglia istruito risulta essere maggiormente orientato agli strumenti finanziari rischiosi e medesima correlazione positiva si evidenzia per l'area di residenza. Infatti, il capofamiglia abitante al Nord e al Centro si rivela più propenso all'investimento rischioso, contrariamente a quanto accade negli intervalli di reddito precedenti.

Ad osare sono le famiglie proprietarie della propria abitazione e ancor più significativo è il possesso di attività rischiose da parte dei capifamiglia residenti in abitazioni altrui pagando un canone di affitto.

Il carattere maggiormente spregiudicato che caratterizza il capofamiglia uomo in ambito finanziario, nel 2008 sembra non esistere data la correlazione negativa presentata da tale sesso.

Inversamente correlata al rischio risulta la categoria dei capifamiglia lavoratori dipendenti.

In presenza di notevoli entità di reddito prevale la propensione al rischio nel capofamiglia più anziano. Tale sotto-campione risulta, infatti, maggiormente

formato da soggetti con età superiore ai 40 anni, accomunati da maggior esperienza in tale ambito.

Nei bienni successivi la numerosità delle variabili che impattano sull'assunzione al rischio decresce.

Mentre nel 2010 il legame tra lo stato civile e la variabile dipendente risulta essere negativo rilevando la minor propensione al rischio dei capifamiglia divorziati, nel biennio successivo si assiste ad una controtendenza, evidenziando nel reggitore coniugato un atteggiamento piuttosto azzardato.

Circa la variabile "abitazione", si rileva la positività in entrambi gli anni sottolineando l'audacia dei capifamiglia residenti in abitazioni a titolo di riscatto.

D) Capifamiglia con reddito compreso tra i 100000 e i 250000 €

Trattasi dell'ultimo intervallo di analisi, poiché i capifamiglia con redditi maggiori sono stati esclusi per le ragioni sopra citate.

TABELLA 3.4.7: LA SIGNIFICATIVITA' DELLE VARIABILI INDIPENDENTI PER I CAPIFAMIGLIA CON REDDITO COMPRESO TRA 100000 E 250000 €

	2006	2008	2010	2012
Area (Nord)	-	0,00045 (***)	0,00045 (***)	-
Area (Centro)	-	0,00045 (***)	0,00045 (***)	-
Professione (dipendenti)	0,00054 (*)	0,00021 (*)	0,00021 (*)	-
Abitazione (proprietà)	0,00093 (***)	0,00025 (*)	0,00025 (*)	-
Abitazione (affitto)	0,00088 (**)	-	-	-
Stato civile (nubile/celibe)	-	0,00022 (**)	0,00022 (**)	0,00021 (*)
Sesso (uomo)	0,00043 (**)	0,00018 (*)	0,00018 (*)	-
Reddito	0,00000044 (**)	0,000000017 (*)	0,00000017 (*)	

La tabella si riferisce ad un campione formato dai capifamiglia aventi reddito compreso tra i 100000 e i 250000 € e in possesso di almeno un'attività finanziaria rischiosa. Nel 2006, il numero di osservazioni è pari a 46 e presenta un Chi-quadro uguale a 36,77. Nel 2008 il campione diminuisce analizzando 44 capifamiglia e la bontà del modello rimane pressoché invariata (36,02). Nel biennio successivo la numerosità rimane costante mentre maggiore risulta la bontà del modello, evidenziando un Chi-quadro pari a 38,73. Dati analoghi si rilevano nell'ultima analisi presentando un aumento del campione in studio (62). L'attendibilità dei risultati è confermata dal valore del p-value che, nelle quattro analisi, risulta inferiore alle 0,05. Tra tutte le variabili considerate nell'analisi, la tabella evidenzia solamente quelle che presentano significatività sulla variabile dipendente. L'interpretazione dei risultati segue il medesimo schema. Per le variabili che non richiedono la costruzione delle dummy, la propensione aumenta all'aumentare dei valori di ogni categoria. Al contrario, per le variabili che richiedono la suddivisione in intervalli, l'interpretazione viene fatta considerando ogni singola classe.

Particolare importanza assume l'anno 2012 in cui si rileva la completa assenza di correlazione tra le caratteristiche personali e il profilo di rischio.

Anche in tal sede, si rileva l'incidenza del reddito sul possesso di attività finanziarie presentando inizialmente una correlazione positiva che a partire dal 2008 s'inverte.

Nel 2006 il possesso di elevate cifre di reddito porta il capofamiglia a investire maggiormente in strumenti che possano garantire un rendimento elevato. S'instaura un circolo per cui l'amministrazione del reddito familiare diviene interessante per la consulenza e a sua volta il capofamiglia, ritenendosi maggiormente tutelato e spinto dal desiderio di ottenere ancor più denaro (sotto forma di rendimento), è disposto ad addossarsi ulteriori rischi.

La correlazione diventa negativa con l'avvento della crisi finanziaria, quando il capofamiglia, titubante dell'andamento dei mercati finanziari e comunque soddisfatto della composizione del proprio portafoglio, si orienta verso altri investimenti totalmente diversi da quelli finanziari.

Nel pre-crisi, la propensione al rischio caratterizza l'investitore uomo. Diversamente da quanto previsto nelle altre classi di reddito, il sesso presenta correlazione positiva in tutte le indagini confermando il timore della donna nell'impiego dei propri risparmi, soprattutto in presenza di somme ingenti da investire.

Ancorati a strumenti con rischio minore sono i capifamiglia proprietari dell'abitazione o comunque inquilini.

L'istruzione sembra perdere completamente di significatività. Questo potrebbe essere spiegato dal fatto che, per tali livelli di reddito, la maggior parte delle famiglie si affianca ad un consulente per l'impiego del proprio denaro, a prescindere dall'istruzione posseduta.

Gli anni 2008 e 2010 presentano lo stesso andamento e la medesima correlazione delle variabili indipendenti, evidenziando analogia nel comportamento delle famiglie italiane appartenenti a tale intervallo.

In particolare, il capofamiglia italiano di sesso maschile e proprietario dell'abitazione presenta maggior propensione al rischio. Viceversa, i residenti al Nord o Centro Italia, non coniugati e in possesso di una qualifica di lavoratori dipendenti risultano orientati a strumenti maggiormente affidabili in termini di rendimento.

Da ultimo, nel 2012 presenta significatività solamente la variabile inerente lo stato civile del capofamiglia, confermando la correlazione negativa esistente con il possesso di attività finanziarie rischiose, in particolar modo per il capofamiglia celibe/nubile.

3.5 CONCLUSIONI

Concordemente con quanto affermato dalla finanza comportamentale, l'analisi evidenzia il carattere soggettivo del rischio, rilevando l'influenza delle caratteristiche personali del capofamiglia italiano.

Tra tutte le variabili inserite nel modello econometrico, solamente la variabile inerente il numero di percettori appartenenti al nucleo familiare non sembra rivestire particolare importanza. Oggigiorno, l'aumento del numero di percettori non necessariamente indica una maggiore assunzione al rischio da parte del capofamiglia. Anzi, nelle condizioni attuali di crisi, si è spinti ad aumentare il numero di percettori per soddisfare i bisogni primari non permessi da un livello di reddito basso.

Nonostante i mutamenti subiti nel tempo, le altre variabili si presentano influenti in tali scelte finanziarie rischiose presentando un livello di significatività che cambia negli anni di riferimento dell'analisi. Le variazioni si verificano anche

nella loro correlazione, presentando delle controtendenze nelle diverse classi di reddito.

L'istruzione permane una caratteristica significativa nelle prime tre classi di reddito, evidenziando nella buona formazione un fattore rilevante per il compimento di scelte così discrete. In presenza di redditi elevati essa viene meno, preferendo appoggiarsi alla consulenza, ritenuta maggiormente competente nell'impiego di redditi consistenti.

Gli studi effettuati sulla propensione all'investimento delle donne risultano comprovati anche in tale analisi. In presenza di redditi molto bassi, l'uomo e la donna risultano meno propensi ad investire presentando una correlazione negativa. All'aumentare della disponibilità di reddito, emerge il carattere conservativo del patrimonio caratterizzante la donna e l'audacia del capofamiglia uomo, spinto dal desiderio di ottenere ricchezza.

Geograficamente, l'area caratterizzata dalla minor propensione al rischio risulta il Centro Italia. La correlazione di tale variabile si presenta spesso negativa, individuando nella parte meridionale una maggior avversione al rischio.

Positivamente correlata al reddito risulta l'età. Il giovane dimostra preferire strumenti finanziari di pronta liquidabilità mentre nei capifamiglia di età superiore si rileva maggiore propensione al rischio, in presenza di classi elevate di reddito.

La numerosità dei componenti influisce in misura lieve confermando la diminuzione d'investimento in attività rischiose, qualora la dimensione familiare aumenti.

Forte significatività presenta il titolo di godimento dell'abitazione. In particolare, dal 2008 e per soglie di reddito minime, i proprietari e gli inquilini (in virtù di un contratto d'affitto) sembrano essere attratti da strumenti meno rischiosi. Nell'ultima classe di reddito si evidenzia una correlazione positiva di tali capifamiglia con la detenzione di strumenti più rischiosi.

In ambito professionale, la correlazione prevista dal regime dipendente e autonomo varia nelle classi di reddito. In corrispondenza di importi bassi, entrambe le qualifiche dimostrano preferenza per attività prontamente liquidabili. All'aumentare degli intervalli, il capofamiglia dipendente risulta spesso mantenere tale tipo di orientamento.

In ultimo, lo stato civile possiede correlazioni disomogenee anche all'interno dello stesso intervallo di reddito. Nel complesso si registra una minor propensione al rischio per i capifamiglia in condizione solitaria, come i divorziati e i non coniugati. Per il reggitore sposato l'orientamento ad attività rischiose sembra essere più favorito.

CONCLUSIONI

Le decisioni d'impiego del risparmio, da sempre, costituiscono fonte di problemi per le famiglie italiane. Mentre in passato, il buon andamento dei mercati finanziari poteva agevolare tali scelte, con l'avvento della crisi il capofamiglia, più che ad investire il suo denaro, cerca di custodirlo per le priorità quotidiane.

Nello studio dei bilanci delle famiglie, Banca d'Italia evidenzia i mutamenti avvenuti negli investimenti degli italiani, rilevando come negli ultimi anni il reddito sia diminuito notevolmente e analizzando la variabilità nelle scelte d'investimento.

La crisi finanziaria ha influito significativamente sulle scelte di portafoglio degli individui modificandone la composizione, la ripartizione della ricchezza tra titoli rischiosi e non e la propensione al rischio, accentuando la decisione degli individui a non partecipare al mercato azionario.

Il cambiamento verificatosi circa il profilo di rischio conferma l'esito di una delle due teorie, che costituiscono l'origine della suddetta analisi.

Mentre i fautori della finanza classica sottolineano il carattere prettamente oggettivo del profilo di rischio, i successivi studi tra finanza e psicologia lo definiscono un connotato soggetto a cambiare nel tempo.

In tale analisi, esaminando l'incidenza delle caratteristiche personali del capofamiglia italiano (età, sesso, istruzione, professione, reddito, area di residenza, titolo di godimento dell'abitazione, dimensione familiare, stato civile e quant'altro) sull'assunzione del rischio, si afferma la validità degli esiti della finanza comportamentale che vedono nel profilo di rischio il carattere della soggettività.

BIBLIOGRAFIA

- A. Bertoni, *Analisi e politiche di Asset Allocation nelle gestioni di portafoglio*, EGEA, 1995;
- A. De Gregorio, *Il Corriere della Sera, Il senso delle donne per il denaro*, Giugno 2013;
- A. Drusiani, *I titoli di stato*, Il Sole 24 Ore, 2009;
- A. Lusardi, O.S. Mitchell, *Planning and Financial Literacy: How do Women fare*, American Economic Review, 2008;
- A. Lusardi, O. S. Mitchell, V. Curto, *Financial Literacy among the Young*, Journal of Consumers Affairs, 2010;
- A. Lusardi, P. Tufano, *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*, Working Paper, 2009;
- A.Sunden , B. Surette, *Gender differences in the allocation of assets in retirement plans*, American Economic Review, 1998;
- B. Bernanke, *Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, The great moderation, Washington DC, 2004;
- B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè, 1999;
- Chromo Publishing, *Computer- assisted personal interviewing*, 2011;
- D. Hosp, *Strategic versus tactical asset allocation with high uncertainty*, Grin Verlag GmbH, 2013;
- D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risk*, Econometrica, 1979;
- D. Piccolo, C. Vitale, *Metodi statistici per l'economia*, Il Mulino, 1984;
- E. Berlanda, *Capire la finanza*, Il Sole 24 ore, 2008;
- E. Canestrelli, C. Nardelli, *Criteri per la selezione del portafoglio*, Giappichelli, 1998;
- E. Cavezzali, U. Rigoni, *Know your client! Investor Profile and Tailor-mase Asset Allocation Recommendations*, The Journal of Financial Research, 2012;

- E. Cavezzali, U. Rigoni, G. Gardenal, Working Paper Series, *Risk talking, diversification behavior and financial literacy of individual investors*, Ottobre 2012;
- E. Cavezzali, U. Rigoni, *Financial Analysts' Forecast Accuracy: Do Valuation Methods Matter?*, in Working Paper Series, vol. 9/2013;
- E. Cavezzali, U. Rigoni, *Investor Profile and Asset Allocation Advice (Working paper)*;
- E. Geretto, *Gli strumenti derivati: utilizzi per l'investitore e le imprese*, Giappichelli, 2008;
- E. Linguanti, *Asset allocation e stili di gestione*, Materiale di supporto per il Private Banking;
- F. Capparelli, *Guida all'asset allocation*, Edibank, 2004;
- F. Cesarini, *I fondi comuni di investimento*, Il Mulino, 2005;
- F. Modigliani, G.A. Pogue, *An Introduction to Risk and Return*, Financial Analysts Journal, 1974;
- F. Spini, nel giornale *La Stampa*, maggio 2014;
- F. Tesauro, *Istituzioni di diritto tributario*, Utet giuridica, 2012;
- G. Cappelletti, *Do wealth fluctuations generate time- varying risk aversion?*, Banca d'Italia, Gennaio 2012;
- G. Chiosini, *Educazione finanziaria: utilità di una strategia unitaria*;
- G. Corasaniti, *Diritto tributario delle attività finanziarie*, Egea, 2012;
- G. D'Alessio e S. Iezzi, *Household over-indebteness definition and measurement with Italian data*, Questioni di economia e finanza, n.149, Febbraio 2013;
- G. D'Alessio e I. Faiella, *Nonresponse behaviour in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth*, Banca d'Italia, n.462, 2002;
- G. Disegni, *Strumenti di credito e mezzi di pagamento*, Giappichelli, 2011;
- G. Kalton e I. Flores Cervantes, *Weighting Methods*, in *Journal oh Official Statistics*, 2003;
- G. L. Cappelletti, *Do wealth fluctuations generate time- varying risk aversion? Italian micro- evidence on household asset allocation*, Gennaio 2012, Banca d'Italia;

- G. N. Mazzocco, *Gli strumenti finanziari di mercato aperto*, Giappichelli, 2004;
- G. Russo, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, Intesa San Paolo, 2012;
- G. Szegö, *Measures of risk*, European Journal of Operational Research, 2005;
- H. Lucas, *Portfolio Choice and Asset Prices: the Importance of the Entrepreneurial Risk*, The Journal of Finance, n. 3, 2000;
- H. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, New York, John Wiley & Sons; 1959;
- H. Markowitz, *Portfolio selection*, The Journal of Finance, 1952;
- J. Ameriks, S.P. Zeldes, *How do household portfolio shares vary with age?*, 2004;
- J. Campbell, *Household finance*, Journal of Finance, 2006;
- J. D. Jobson, B. Korkie, *Estimation for Markowitz efficient portfolios*,
- J. M. Wooldridge, *Introductory Econometrics : a Modern Approach*, International Student Edition,
- J. Murphy, *Analisi tecnica dei mercati finanziari. Metodologie, applicazioni e strategie operative*, Hoepli, 2001;
- J. Von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton University Press, 1944;
- J. Siegel, *Rendimenti finanziari e strategie d'investimento. I titoli azionari nel lungo periodo*, Il Mulino, 2010;
- J. Tobin, *Liquidity Preference as behavior Towards Risk*, Review of economic Studies, 1958;
- L. Cannari, V. Ceriani e G. D'Alessio, *Il recupero degli imponibili sottratti a tassazione*, in Banca d'Italia, *Ricerche quantitative per la politica economica- 1995*, Roma, 1997;
- L. Cannari, G. D'Alessio, *La ricchezza degli italiani*, Il Mulino, 2006;
- L. D'Aurizio, I. Faiella, S. Iezzi e A. Neri, *L'under reporting della ricchezza finanziaria nell'indagine sui bilanci delle famiglie*, Temi di discussione, n. 610, 2006;

- L. Guiso, *Young Households' saving and the life cycle of opportunities*, Temi di discussione- Banca d'Italia;
- L. Guiso, T. Jappelli, *Financial Literacy and Portfolio Diversification*, Einaudi Institute for Economic and Finance, 2008;
- L. Resta, articolo di giornale *Crisi, la propensione al risparmio delle famiglie è aumentata dell'1%*, Novembre 2013;
- M. Gabbrielli, *Capire la finanza*, Il Sole 24 Ore, 1994;
- M. Gallucci e L. Leone, *Modelli statistici per le scienze sociali*, Pearson Education Italia, 2012;
- M. Liera, *I fondi pensione*, Il Sole 24 ore, 2009;
- M. Massa, A. Simonov, *Hedging, Familiarity and Portfolio Choice*, The Review of Financial Studies, 2006;
- M. Noctor, S. Stoney, R. Stradling, *Financial Literacy: A discussion of Concepts and Competences of Financial Literacy and Opportunities for its Introduction into Young People's Learning*, Report prepared for National Westminster Bank, National Foundation for Education Research, 1992;
- M. J. Pring, *Analisi tecnica dei mercati finanziari*, The Mc-Graw Hill. 2003;
- M. King, J. Leape, *Wealth and Portfolio Composition: Theory and Evidence*, Journal of Public Economics, 1998;
- M. Sullivan, *Fondamenti di statistica*, Pearson, 2011;
- M. Weber, N. Siebenmorgen, *A Behavioural Model for Asset Allocation*, Financial Markets Portfolio Management, 2003;
- M. Tola, *Pronti contro termine*, Giuffrè, 2013;
- Muhhamad Hanif, *Some recent development s in probability proportional to size sampling*, 2010, Lap Lambert Academic Publishing;
- M. Statman, H. Shefrin, *Behavioural Model for Asset Allocation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000;
- N. Canner, N. G. Mankiw, D. N. Weil, *An asset allocation puzzle*, The American Economic Review, 1997;
- N. Linciano, P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Discussion papers, Luglio 2012;

- N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail* , in Quaderni di Finanza a cura della Consob , n. 66, 2010;
- N. Zanella, *Investire bene i propri risparmi. Obiettivo risparmio*, Giunti editore, 2010;
- P. Bongini, *Il ruolo dei fondi pensione in un'economia globale*, Il Mulino, 2011;
- P. Gualtieri, *I fondi comuni di investimento in Italia*, Il Mulino, 2010;
- Protocollo d'intesa tra autorità in materia di educazione finanziaria, *I costi dell'analfabetismo italiano*, Banca d'Italia;
- R. C. Merton , *Lifetime portfolio selection under uncertainty: the continuous time case* , review of economics and statistics, 1969;
- R. De Bonis, *La ricchezza delle famiglie: confronto internazionale*, Consumatori, diritti e mercato, n.3, 2010;
- R. Lener, *Diritto del mercato finanziario*, Utet giuridica, 2011;
- S. Benartzi, R. H. Tahler, *Naive diversification Strategies in Retirement Saving Plans*, The American Economic Review, 2001;
- S. Buratelli, *Titoli di stato e obbligazioni. Guida operativa all'investimento nei titoli di debito: le tipologie, il trattamento fiscale, le modalità di emissione*, Il Sole 24 Ore, 2001;
- S. Calabrese, M. Manieri in “ *Rapporto annuale, Famiglie e lavoro 2013*”;
- S. Luoni, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, Zanichelli, 2000;
- S. Notargiacomo, articolo di giornale *Piccoli investitori non crescono*, ottobre 2013;
- ”Supplementi al Bollettino Statistico”, *I bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia;
- T. Jappelli , C. Julliard , M. Pagano, *La diversificazione del portafoglio delle famiglie italiane*, lavoro preparato per L'indagine annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, ottobre 2001;
- U. Pomante, *Asset allocation razionale*, Bancaria editrice, 2008;

- U. Rigoni, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli, 2006;
- U. Rigoni, *La percezione del rischio*, Quaderni di finanza Consob, vol. 68, 2011;
- U. Rigoni, *I servizi d'investimento*, Le operazioni e i servizi bancari, Giappichelli Editore (articolo sul libro);
- U. Rigoni, E. M. Cervellati, *Finanza comportamentale. Un approccio alternativo per risparmio e investimenti*, in SALONE DEL RISPARMIO, MILANO, BROWN EDITORE SPA, (*Working paper*);
- U. Rigoni, *Finanza comportamentale e consulenza in materia d'investimenti* in MUNARI L. A CURA DI, Attualità e prospettive negli studi di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari, PARMA, Monte Università Parma Editore (articolo sul libro);
- Y. Cambell, L.M. Viceira, *Strategic Asset Allocation*, Oxford Univ Pr, 2002;
- W. F. Sharpe, *Capital asset prices: a theory of Market Equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finances, 1964;

SITOGRAFIA

- www.bancaditalia.it;
- www.demo.istat.it;
- www.ilsole24ore.com;
- www.borsaitaliana.it;
- www.ilgiornale.it;
- www.ssrn.com;
- www.stata.com;
- www.investopedia.com;

RINGRAZIAMENTI

Il primo ringraziamento va a due persone speciali, mamma Rosanna e papà Luciano, che mi hanno permesso di raggiungere questo grande traguardo. Li ringrazio per il loro sostegno economico ma soprattutto morale. In questi cinque anni sono sempre stati presenti, sopportando i miei sbalzi d'umore, consolando le mie paure e nonostante il carattere non troppo complimentoso, il loro sorriso ad ogni esito d'esame mi ha sempre colmato di felicità.

Un grazie va a mia sorella Chiara e al mio fidanzato Alessio, che mi hanno incoraggiata affinché iniziassi questa nuova esperienza di studio, manifestando sempre la loro fierezza nei miei confronti.

Vorrei ringraziare i relatori Ugo Rigoni e Claudio Pizzi, professori di Ca' Foscari, per l'aiuto e la disponibilità concessami durante la stesura della tesi.

Un grazie va alla mia compagna universitaria Ilaria Giacomini, con la quale ho condiviso sin dalle elementari tutte le soddisfazioni ottenute; e inoltre, ci tenevo a ringraziare Carlotta Bordignon, la mia compagna d'esami, che nei momenti di ansia è sempre riuscita a stravolgere positivamente la situazione.

Ringrazio il commercialista, Giannino Sandre, per avermi dato la possibilità di praticare, durante i tirocini, ciò che in questi cinque anni ho studiato e il Dott. Stefano Bordignon, per l'opportunità concessami di iniziare il tirocinio nei prossimi mesi.

Un ringraziamento speciale, e forse il più importante, va al mio caro fratello Matteo, che da pochi mesi è diventato il mio angelo custode. Nonostante il suo odio per la scuola e il suo ripetermi “ non lamentarti perché è stata tua la scelta di

continuare a studiare!”, ho deciso di dedicargli l’intera tesi, riconoscendo dell’aiuto che mi sta dando da lassù, affinché il mio desiderio si avveri.

Infine, un ringraziamento va ai miei familiari e a tutti gli amici che, in un modo o nell’altro, hanno manifestato la loro presenza.

Marta Carrer

