



**Politecnico  
di Torino**

# Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

A.A. 2023/2024

Sessione di Laurea Luglio 2024

## **Stock Market Participation delle famiglie**

Evidenze dell'importanza del rischio e dell'istruzione

Relatore:  
Riccardo Calcagno

Candidata:  
Claudia Secci

# Indice

0. Introduzione.....	4
1. Household Finance.....	6
1.1. Origini e importanza della finanza domestica.....	6
1.2. Metodologia e dati.....	8
1.2.1. La composizione del set di dati.....	10
1.2.2. Survey of Consumer Finances e altri set di dati importanti.....	10
1.2.3. Survey on Household Income and Wealth (SHIW) Banca d'Italia.....	12
1.2.3.1. Selezione e catalogazione dei dati.....	12
1.2.3.2. Svolgimento dell'indagine.....	14
1.2.3.3. Il legame tra L'indagine dei Bilanci delle Famiglie italiane e l'HFCS.....	17
1.2.3.4. L'Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane del 2020 e l'influenza del COVID-19	18
1.3. Le componenti della ricchezza.....	19
1.3.1. Il capitale umano.....	20
1.3.2. Componenti del patrimonio nel corso della vita: i beni materiali.....	23
1.4. Il Bilancio delle famiglie italiane.....	24
1.4.1. Le componenti della ricchezza delle famiglie italiane.....	24
1.4.2. Evoluzione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane.....	29
1.4.3. Situazione finanziaria delle famiglie italiane.....	34
1.4.3.1. Benessere.....	34
1.4.3.2. Il reddito e la sua distribuzione.....	36
1.4.3.3. La ricchezza delle famiglie.....	38
1.4.3.3.1. Componenti della ricchezza: le attività finanziarie.....	40
1.4.3.4. L'Italia nel confronto internazionale.....	42
1.4.3.4.1. Ricchezza reale e finanziaria.....	42
1.4.3.4.2. Composizione della ricchezza finanziaria.....	45
1.4.3.4.3. Partecipazione al mercato azionario.....	48
2. Il rischio.....	52
2.1. L'importanza del rischio nel contesto della finanza domestica.....	53
2.2. La misura delle preferenze di rischio.....	57
2.2.1. Ricchezza.....	57
2.2.2. Genere.....	62
2.2.3. Età.....	70
2.2.4. Istruzione.....	72
3. L'istruzione e l'educazione finanziaria.....	77

<b>3.1.</b>	<b>Il sistema di istruzione italiano .....</b>	<b>79</b>
3.1.1.	<b>La struttura del sistema di istruzione in Italia .....</b>	<b>79</b>
3.1.2.	<b>La distribuzione degli studenti in Italia.....</b>	<b>83</b>
3.1.2.1.	<b>Andamento dei laureati in Italia .....</b>	<b>85</b>
3.1.2.2.	<b>I giovani e l'abbandono scolastico prematuro .....</b>	<b>86</b>
<b>3.3.</b>	<b>L'educazione finanziaria .....</b>	<b>89</b>
3.3.1.	<b>Il legame tra alfabetizzazione finanziaria e benessere .....</b>	<b>90</b>
3.3.2.	<b>Il legame tra alfabetizzazione finanziaria ed educazione finanziaria.....</b>	<b>91</b>
3.3.5.	<b>Fattori determinanti il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui.....</b>	<b>97</b>
3.3.5.1.	<b>L'istruzione .....</b>	<b>97</b>
3.3.5.2.	<b>Il Genere.....</b>	<b>98</b>
3.3.6.	<b>L'educazione finanziaria in Italia .....</b>	<b>100</b>
3.3.6	<b>Alfabetizzazione finanziaria: l'Italia e il confronto internazionale .....</b>	<b>105</b>
3.3.7.	<b>Interventi dello Stato e di Banca d'Italia per favorire l'educazione finanziaria degli italiani</b>	<b>108</b>
<b>4.</b>	<b>Conclusioni .....</b>	<b>113</b>
<b>5.</b>	<b>Bibliografia .....</b>	<b>115</b>
<b>6.</b>	<b>Sitografia .....</b>	<b>118</b>

## 0. Introduzione

Questo studio si inserisce all'interno del campo della finanza domestica, un campo dell'economia fondamentale per lo studio delle famiglie, le cui caratteristiche e problematiche hanno assunto di recente un'ampia rilevanza. Il presente lavoro di tesi si focalizza sul tema della partecipazione delle famiglie al mercato finanziario, con particolare attenzione al contesto italiano. Il lavoro si basa su un'analisi di due aspetti cruciali: il rischio e l'istruzione, con un approfondimento sull'educazione finanziaria.

L'obiettivo dello studio è quello di fornire un'analisi approfondita dei fattori che influenzano la partecipazione delle famiglie al mercato finanziario in Italia, con un focus particolare sul ruolo del rischio e dell'istruzione. La tesi cercherà di rispondere a domande cruciali, come:

- In che modo il rischio e l'istruzione influenzano le decisioni finanziarie delle famiglie?
- Quali sono le principali barriere che impediscono alle famiglie italiane di partecipare al mercato finanziario?
- In che modo l'istruzione finanziaria può contribuire a una maggiore inclusione finanziaria delle famiglie italiane?

Attraverso l'analisi di dati empirici e di studi accademici, la tesi si propone di fornire un contributo significativo alla comprensione delle dinamiche della partecipazione delle famiglie al mercato finanziario in Italia e di identificare possibili soluzioni per favorire una maggiore inclusione finanziaria.

L'elaborato è diviso in tre capitoli. Il primo capitolo presenta un'analisi dettagliata del campo della Finanza Domestica, evidenziandone l'importanza crescente nel panorama economico contemporaneo. Viene sottolineata la centralità delle famiglie come soggetti economici, la complessità delle loro decisioni finanziarie e la necessità di un approccio specifico per studiarle.

Il capitolo si concentra anche sull'analisi dei dati, in particolare sulla Survey of Consumer Finances (SCF) negli Stati Uniti e sulla Survey on Household Income and Wealth (SHIW) in Italia, strumenti fondamentali per la comprensione del comportamento delle famiglie. L'indagine SHIW, condotta dalla Banca d'Italia, viene esaminata in modo approfondito, descrivendone la metodologia, l'evoluzione e l'impatto del COVID-19 sui bilanci delle famiglie italiane.

Il secondo capitolo affronta il tema del rischio, elemento centrale nelle decisioni finanziarie delle famiglie. Viene analizzata l'influenza del rischio sulla partecipazione delle famiglie al mercato

azionario e sulla composizione del portafoglio. Il capitolo si concentra sui principali fattori determinanti le preferenze di rischio delle famiglie, come la ricchezza, l'età, il genere e l'istruzione. La tesi si sofferma sull'analisi di diversi studi che, attraverso diversi approcci metodologici, evidenziano il legame tra questi fattori e l'avversione al rischio delle famiglie. Il capitolo esplora anche l'eterogeneità delle preferenze di rischio tra le famiglie italiane e il ruolo che l'istruzione può svolgere nel mitigare l'avversione al rischio.

Il terzo capitolo si focalizza sull'istruzione come fattore determinante la partecipazione delle famiglie al mercato finanziario, con un importante approfondimento sul ruolo chiave dell'educazione finanziaria. Questo capitolo si basa sull'idea che la conoscenza finanziaria sia un elemento cruciale per le famiglie nel prendere decisioni finanziarie consapevoli e per affrontare il rischio in modo più efficace. Inoltre, si analizza l'impatto dell'istruzione, sia formale che finanziaria, per studiarne l'influenza verso le scelte finanziarie delle famiglie, la loro capacità di diversificare il portafoglio e, in ultima analisi, il loro livello di partecipazione al mercato finanziario. Attraverso un'analisi di diversi studi empirici, il capitolo cercherà di rispondere alla domanda se e in che misura l'istruzione finanziaria possa rappresentare uno strumento utile per ridurre il divario di partecipazione al mercato finanziario tra le famiglie italiane.

## 1. Household Finance

### 1.1. Origini e importanza della finanza domestica

La Finanza Domestica è un campo dell'economia finanziaria con una nascita relativamente recente, il cui nome fu coniato nel 2006 da John Campbell per indicare *“il campo dell'economia finanziaria che studia come le famiglie utilizzano gli strumenti e i mercati finanziari per raggiungere i loro obiettivi”* (Guiso & Sodini, 2013).

Questa branca rivela la sua estrema importanza in tempi recenti, grazie a vari fattori che hanno reso evidente il peso delle famiglie nel panorama economico. Il primo tra questi fattori è sicuramente la crescente importanza delle decisioni finanziarie delle famiglie, le quali si trovano attualmente a doversi interfacciare con una maggiore offerta di strumenti finanziari e di possibilità di investimento, il che rende le famiglie molto più esposte a decisioni finanziarie complesse rispetto al passato. Un altro importante fattore da considerare è il sostanziale aumento di disponibilità di dati, cominciato a partire dagli anni '90. La nuova possibilità di accesso a numerosi micro dataset di entità private (banche, società) e di istituzioni pubbliche, unita all'accesso a questionari come il Survey of Consumer Finances (SCF) negli U.S.A, o del Survey on Household Income and Wealth (SHIW) in Italia, ha reso possibile la documentazione di regolarità empiriche, assenti fino a quel momento dalle teorie microfondate. Infine, l'ultimo importante fattore da considerare è quello culturale: la suddivisione dei campi dell'economia in base al genere e alla localizzazione dei soggetti, ha fatto sì che gli studi legati al consumo e non al business fossero relegati ad ambienti rurali, e prettamente di competenze femminile, in quanto riguardanti l'economia domestica. Seguendo dunque il pensiero di Tufano (Consumer finance, 2009), quest'ultimo fattore avrebbe contribuito al rallentamento della crescita e dell'autonomia dell'household finance.

Tradizionalmente, la ricerca e l'insegnamento nel campo dell'economia finanziaria erano suddivise in Asset pricing e Corporate finance: nel primo caso, ci si occupa di determinare i prezzi degli asset nei mercati di capitali e di comprendere come i rendimenti medi degli asset riflettano il rischio; nel secondo, invece, si studia il modo in cui le imprese utilizzano gli strumenti finanziari per favorire gli interessi dei loro proprietari e, in particolare, per risolvere i problemi di agenzia.

Fino a poco tempo fa, si tendeva ad incorporare alcuni aspetti dell'household finance nei modelli di comportamento microeconomico. Alcuni altri, benché riconosciuti in letteratura, sono stati identificati in contesti non direttamente legati all'household finance, oppure sono stati trattati in altri rami dell'economia (come l'asset pricing e la corporate finance), e altri ancora sono stati semplicemente ignorati dai modelli standard dell'economia, sebbene risultassero importanti nel

comprendere e strutturare le decisioni finanziarie delle famiglie. La nascita della finanza domestica ha colmato molte di queste lacune e continua a lavorare per affinare lo studio su uno dei più importanti soggetti all'interno dell'economia, ovvero le famiglie.

È tuttavia importante spiegare che quali siano le ragioni che hanno portato all'autonomia della finanza domestica: di seguito, si riportano i motivi raccolti ed analizzati da Guiso e Sodini nel libro "Handbook of the Economics of Finance" del 2013.

1) **La dimensione del settore finanziario:** come afferma Tufano (Consumer finance, 2009), i servizi finanziari e i prodotti usati dalle famiglie costituiscono una porzione sostanziale del settore finanziario in tutti i paesi avanzati. Infatti, osservando il flusso dei fondi della FED a fine 2010, le famiglie detengono circa il doppio delle attività e almeno il doppio del debito rispetto alle società. Nella misura in cui le dimensioni del mercato sono una misura di importanza, la finanza delle famiglie merita almeno la stessa attenzione di quelle delle società.

2) **La specificità delle famiglie:** come accennato in precedenza, le famiglie sono dei soggetti complessi, sia per le loro caratteristiche, sia per le decisioni che sono tenuti a prendere. Infatti, Le famiglie devono prendere una serie di decisioni che non sono al centro dell'attenzione dell'asset pricing e della corporate finance, ma sono fondamentali per le finanze e il benessere delle famiglie. Devono gestire i mezzi di pagamento (contanti o carte di credito), le forme di indebitamento (prestiti personali o garantiti, tassi fissi o variabili), i contratti di assicurazione (infortuni, proprietà, assicurazione sanitaria) e gli intermediari finanziari (consulenti finanziari, money manager).

Inoltre, le famiglie hanno caratteristiche che le distinguono dagli altri agenti dell'economia, prima tra tutte il capitale umano: è la principale fonte di reddito nell'arco della vita per la maggior parte delle famiglie, è tipicamente non scambiato, comporta un rischio idiosincratico sostanziale e non assicurabile, si accumula molto lentamente ed è difficile da prevedere. Il resto della ricchezza delle famiglie è tangibile ed è in gran parte investito in attività illiquide, tipicamente immobili e beni durevoli; questo perché la frazione di ricchezza tangibile detenuta in attività liquide è tipicamente difficile da gestire a causa della presenza di barriere informative e alti costi di transazione. Un altro grande problema specifico delle famiglie è il limitato accesso al credito: questo ostacola la possibilità di trasferire le risorse intertemporalmente e di regolare i consumi nel tempo.

- 3) **La rilevanza dell'ambiente istituzionale in cui sono collocate le famiglie.** Le istituzioni che influenzano le decisioni finanziarie delle famiglie differiscono da quelle che condizionano le decisioni d'impresa: per questo non rientrano né nell'oggetto d'interesse della corporate finance (che si concentra esclusivamente sulle istituzioni influenti sulle decisioni delle imprese), né dell'asset pricing, che tende a concentrarsi sui principi di valutazione.
- 4) **La sofisticazione finanziaria:** intesa come la comprensione degli strumenti finanziari e la competenza nel prendere decisioni finanziarie oculate, risulta essere limitata per molte famiglie, nonché distribuita tra queste in modo disomogeneo.
- 5) **Interventi normativi specifici:** I prodotti e i servizi finanziari utilizzati dalle famiglie potrebbero necessitare di una regolamentazione a protezione da vari tipi di esternalità e di carenze informative, oppure dagli stessi errori delle famiglie (Guiso & Sodini, Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013).

In sintesi, la finanza domestica è un campo dell'economia la cui presenza è fondamentale per lo studio delle famiglie, e le cui caratteristiche, vincoli, problemi e decisioni sono importanti nell'economia almeno al pari delle imprese. Questo campo di studi pone la sua attenzione in particolare sulle scelte delle famiglie mediane, di cui si analizzano le scelte finanziarie, i loro fattori determinanti, la composizione del portafoglio e i vincoli finanziari a cui queste famiglie sono sottoposte.

## **1.2. Metodologia e dati**

Come già precedentemente affermato, il principale obiettivo dell'household finance risiede nello studio del modo in cui le famiglie utilizzano gli strumenti e i mercati finanziari per raggiungere i loro obiettivi. Vista l'eterogeneità delle famiglie e la complessità delle decisioni con cui si interfacciano quotidianamente, un grande interrogativo a cui rispondere è: come scelgono le famiglie? Sulla base di quali criteri?

Per poter rispondere a questa domanda, è necessario fare una precisazione sul metodo che verrà in seguito utilizzato.

Nel campo della finanza, così come in altre aree dell'economia, esistono due tipi principali di ricerca: la ricerca positiva e la ricerca normativa.

La ricerca positiva si occupa di descrivere e analizzare i comportamenti effettivi degli agenti economici. Questo tipo di ricerca si basa su dati empirici e si concentra su ciò che gli agenti

economici fanno nella realtà. Ad esempio, potrebbe studiare come le persone prendono decisioni di investimento o come le aziende gestiscono i loro bilanci.

D'altro canto, la ricerca normativa si occupa di prescrivere ciò che gli agenti economici dovrebbero fare. Questo tipo di ricerca si basa su teorie economiche e principi etici e si concentra su come gli agenti economici dovrebbero comportarsi per raggiungere determinati obiettivi. Ad esempio, potrebbe suggerire strategie di investimento ottimali o politiche aziendali ideali.

Gli economisti hanno spesso l'aspirazione che il comportamento effettivo degli agenti economici (come descritto dalla ricerca positiva) coincida con il comportamento ideale (come prescritto dalla ricerca normativa).

La finanza domestica, seguendo la tradizione consolidata in economia di sviluppare modelli prescrittivi, si concentra quindi su come le famiglie dovrebbero gestire ottimamente le proprie finanze. Questo ramo della finanza domestica, noto come finanza domestica normativa, fornisce le linee guida su come le famiglie dovrebbero prendere decisioni ottimali riguardo ai loro piani di consumo e investimento.

Tuttavia, è importante notare che il comportamento effettivo delle famiglie può non sempre allinearsi con quello prescritto dai modelli normativi, specialmente quando si tratta di decisioni finanziarie che possono essere estremamente complesse. Pertanto, i modelli normativi possono essere utilizzati come punti di riferimento per valutare la capacità delle famiglie di fare scelte finanziarie sagge.

D'altra parte, la finanza domestica positiva si occupa dello studio delle decisioni finanziarie reali prese dalle famiglie. Questo ramo della finanza confronta le decisioni reali con quelle prescritte dai modelli normativi. Le deviazioni dalle raccomandazioni dei modelli potrebbero essere dovute a errori, che potrebbero essere corretti attraverso l'educazione finanziaria e la consulenza professionale.

In alternativa, queste deviazioni potrebbero essere il risultato di pregiudizi comportamentali. In questo caso, mettono in discussione il ruolo di benchmarking dei modelli normativi stessi. Questo suggerisce che, mentre i modelli normativi possono fornire linee guida utili, è importante considerare anche i fattori comportamentali quando si valutano le decisioni finanziarie delle famiglie.

Seguendo questa distinzione, l'obiettivo di questo studio è il confronto tra la finanza domestica normativa (ovvero delle principali teorie sviluppate sul comportamento ottimale delle famiglie) e finanza domestica positiva (ciò che effettivamente le famiglie fanno).

### 1.2.1. La composizione del set di dati

Seguendo il modello della finanza domestica positiva, per poter effettivamente osservare quali siano le scelte finanziarie delle famiglie, è necessario ottenere un set di dati notevolmente dettagliato. Seguendo il pensiero di J.Campbell, *“il set di dati ideale per l’household finance positiva dovrebbe avere almeno cinque caratteristiche: in primis, dovrebbe coprire un campione rappresentativo dell’intera popolazione; particolarmente importante avere una buona copertura sia per età che per ricchezza, poiché molti aspetti del comportamento finanziario variano in base a queste caratteristiche. In secondo luogo, il dataset dovrebbe misurare per ogni famiglia sia la ricchezza totale sia una ripartizione esaustiva della ricchezza in delle categorie rilevanti. In terzo luogo, queste categorie dovrebbero essere sufficientemente disaggregate per distinguere le classi di attività e, idealmente, scendere fino al livello delle singole attività, in modo da poter misurare la diversificazione delle famiglie all’interno delle classi di attività. In quarto luogo, questi dati dovrebbero essere riportati con un elevato livello di accuratezza. Infine, il set di dati dovrebbe seguire le famiglie nel tempo; si tratterebbe cioè di un panel di dati piuttosto che di una serie di sezioni trasversali”* (Campbell, 2006).

Secondo quanto affermato da Campbell (Household finance., 2006), la maggior parte degli studi relativi alle effettive scelte di portafoglio delle famiglie sono stati resi possibili dai sondaggi: molti di questi studi, infatti, si basano sui risultati ottenuti dal Survey of Consumer Finances (SCF), ritenuto da Campbell *“il questionario americano con i migliori dati in materia di ricchezza finanziaria”*<sup>1</sup>.

### 1.2.2. Survey of Consumer Finances e altri set di dati importanti

Il Survey of Consumer Finances (SCF) è un’indagine triennale trasversale sulle famiglie statunitensi, in cui sono incluse informazioni sulle caratteristiche demografiche delle famiglie, sui loro bilanci, le loro pensioni e il loro reddito. Quest’indagine è effettuata dalla Federal Reserve, la quale afferma che nessun altro studio per il paese raccolga informazioni comparabili a quelle raccolte dall’SCF.

Oltre al Survey of Consumer Finances, vi sono altri importanti questionari grazie ai cui dati è stato possibile analizzare dettagliatamente le scelte di portafoglio delle famiglie e le loro determinanti. In particolare, è importante notare che, a seconda dello studio, è difficile poter reperire i dati adeguati: ecco perché è importante la ricchezza dei dati presenti nei paesi sviluppati, in grado collettivamente di poter coprire ambiti di studio differenti nel campo dell’household finance. Esempi importanti di questi dati unici in termini di ambito e accuratezza sono quelli del Statistics Sweden (SCB) della

---

<sup>1</sup> Campbell J. Household finance. The journal of finance, (2006)

Svezia, che dispone di dati amministrativi sulla ricchezza e su tutte le sue componenti che non sono disponibili da nessun'altra parte e che è quasi privo di errori di misurazione. Altri importanti esempi di questionari ampiamente usati nella ricerca sono quelli effettuati in Olanda, Italia e Spagna, in cui vi è una lunga tradizione di raccolta di indagini sulle finanze delle famiglie ricche.

A partire dal 2010 è inoltre presente l'HFCS, con cui è possibile raccogliere le indagini sulle famiglie a livello di tutti i paesi dell'area dell'euro. Citando l' ECB Statistics Paper Series No 45 *"l'indagine sulle finanze e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) è un progetto congiunto tra tutte le banche centrali nazionali dell'Eurosistema, le banche centrali di due paesi dell'Unione europea (UE) che non hanno ancora adottato l'euro e vari istituti nazionali di statistica"*<sup>2</sup>. Questo progetto permette di ottenere dati dettagliati a livello familiare su vari aspetti dei bilanci delle famiglie e sulle relative variabili economiche e demografiche, tra cui i redditi, le pensioni private, l'occupazione e le misure di consumo. La particolarità dell'HFCS è che la raccolta dei dati avviene in modo decentrato: le Banche Centrali Nazionali e/o l'Istituto Nazionale di Statistica (NSI) si occupano di condurre l'indagine a livello nazionale, seguendo la stessa metodologia per ogni Stato coinvolto nell'indagine. Successivamente la BCE, in collaborazione con l'Household Finance and Consumption Network (HFCN), si occupa di mettere in comune questi dati, verificarne la qualità e diffondere i risultati dell'indagine e i microdati attraverso un unico gateway di accesso.

La ricchezza di avere un così ampio numero di dati esemplificativi sulle caratteristiche fondamentali del finanziamento delle famiglie a livello nazionale e, nel caso dell'HFCS, a livello dell'area euro, è importante perché permette non solo di notare le somiglianze tra i comportamenti delle famiglie, ma anche comprenderne le differenze. Infatti, sebbene si possano riconoscere famiglie con caratteristiche simili ma di nazionalità diversa, il fatto che gli Stati differiscano per il contesto economico, culturale, istituzionale e per numerosità della popolazione, può influenzare le scelte finanziarie delle famiglie: questi sono sicuramente degli aspetti non trascurabili negli studi sul modo in cui le famiglie si avvicinano ai mercati finanziari per raggiungere i loro obiettivi (Christelis, Georgarakos, & Haliassos, 2010).

---

<sup>2</sup> Statistics Paper Series, Household Finance and Consumption Network Household Finance and Consumption Survey: Methodological report for the 2021 wave. ECB Statistics Paper Series No 45 (2021) European Central Bank (ECB) [chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sps46~3563bc9f03.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sps46~3563bc9f03.en.pdf)

### 1.2.3. Survey on Household Income and Wealth (SHIW) Banca d'Italia

Il Survey on Household Income and Wealth (SHIW) o Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane (IBF) è un'indagine condotta dalla Banca d'Italia che ha l'obiettivo di *“raccolgere informazioni sui redditi e i risparmi delle famiglie italiane”* (L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche., 2018). L'oggetto della rilevazione dell'IBF ha visto, nel corso degli anni, un importante ampliamento, frutto anche dell'adeguamento con i tempi moderni: infatti attualmente sono inclusi nell'indagine anche fattori come la ricchezza e altri aspetti riguardanti i comportamenti economici e finanziari delle famiglie, come l'uso dei mezzi di pagamento.

Nelle ultime indagini il campione è formato da circa 8.000 famiglie, distribuite in circa 300 comuni italiani.

Le ragioni che determinano l'esistenza dell'indagine sono molteplici: secondo il rapporto della Banca d'Italia (1966), *“Reddito, risparmio e alcuni consumi delle famiglie italiane nel 1965”*, l'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane si rende necessaria perché *“L'importanza economica che rivestono le famiglie nel nostro sistema, così come nella maggioranza di quelli ad economia di mercato, appare evidente ove si consideri che esse possiedono direttamente o indirettamente la quasi totalità della ricchezza nazionale, percepiscono quasi tutto il reddito nazionale e da esse provengono, attualmente in Italia, circa i tre quarti della domanda globale interna. Anche dal punto di vista finanziario il peso delle famiglie è notevole, dando esse origine a una parte sostanziale dei flussi finanziari e possedendo una quota notevole della ricchezza mobiliare”*. *“Allo scopo ultimo di acquisire tale conoscenza e, in via preliminare, di stimare alcune grandezze concernenti il settore delle famiglie, la Banca d'Italia ha iniziato una nuova serie di ricerche campionarie sul reddito, il consumo e il risparmio delle famiglie italiane”*<sup>3</sup>.

#### 1.2.3.1. Selezione e catalogazione dei dati

SHIW ha come obiettivo la rappresentazione della popolazione residente in Italia: per questo esclude dal concetto di popolazione coloro che vivono in istituti o sono presenti illegalmente sul territorio nazionale.

Nell'indagine si utilizza un disegno di campionamento che prevede una procedura di selezione a due stadi: nel primo stadio, le unità di riferimento sono i **comuni**, nel secondo stadio sono invece le **famiglie**. Prima di procedere all'estrazione delle unità di primo stadio, queste vengono suddivise sia in base alla regione, sia in base alla classe di ampiezza demografica, secondo una distinzione in 3

---

<sup>3</sup> Banca d'Italia (Reddito, risparmio e alcuni consumi delle famiglie italiane., 1966)

classi: fino a 20.000 abitanti, fra 20.000 e 40.000 abitanti, oltre 40.000 abitanti. (stratificazione delle unità di primo stadio).

La selezione dei comuni in cui effettuare le interviste prevede che, per ogni strato, siano inclusi anche tutti quelli con popolazione superiore ai 40mila abitanti, definiti comuni auto-rappresentativi; i comuni rimanenti vengono invece estratti con una modalità di selezione che assegna una maggiore probabilità di essere inclusi nel campione ai comuni di maggiore dimensione (probability proportional to size - PPS). In una seconda fase, si estraggono casualmente le famiglie da intervistare utilizzando le liste anagrafiche di ciascun comune selezionato.

Dall'indagine sul 1989, per favorire l'analisi dell'evoluzione dei fenomeni oggetto di indagine, è stato introdotto uno schema che prevede la presenza nel campione di famiglie classificate in due categorie: le famiglie panel e le famiglie non panel.

Le famiglie panel rappresentano una quota di famiglie (unità) già intervistate nelle edizioni precedenti dell'indagine (famiglie panel): nelle ultime edizioni dell'IBF la quota di famiglie panel rappresenta circa il 50% del campione. La componente panel del campione, è composta da famiglie presenti nell'indagine da almeno due edizioni (cioè già intervistate almeno due volte) e da una parte, estratta casualmente, di famiglie rilevate solo nella precedente indagine; inoltre, per disporre di informazioni utili per le analisi intergenerazionali, sono inserite nella componente panel anche le famiglie che si sono formate dalle originarie unità panel incluse nel campione (tipicamente quelle formate dai figli che costituiscono una nuova famiglia).

Le famiglie non panel, invece, sono estratte casualmente dalle liste anagrafiche.

Tutte le famiglie contattate per partecipare all'IBF sono selezionate dall'ISTAT a partire dalle liste anagrafiche e i nominativi sono estratti attraverso un criterio di casualità. Questi sono poi comunicati alla Banca d'Italia al fine di consentire lo svolgimento dell'indagine.

È importante ricordare che, la partecipazione delle famiglie all'indagine avviene su base volontaria: di conseguenza, il conferimento dei dati utili all'indagine è facoltativo.

Per garantire la validità dell'indagine, le interviste raccolte sono sottoposte in primo luogo a controlli di qualità: infatti, nel caso in cui vi sia numero elevato di domande non compilate, o nel caso in cui l'intervista sia compilata da una famiglia diversa da quella che ha ricevuto l'invito a partecipare, l'intervista è annullata.

Un altro grande problema di cui si tiene conto durante l'indagine è quello delle mancate interviste: per poter ottenere un campione di famiglie effettivamente intervistate di circa 8.000 famiglie, è necessario contattarne circa 15mila. Questo perché il tasso di partecipazione all'indagine è poco più

del 50%, storicamente più elevato per le famiglie panel (circa l'80%) rispetto a quelle non panel (circa il 35%).

Le mancate interviste costituiscono un problema significativo nelle indagini statistiche. Questo fenomeno può portare a campioni in cui i segmenti di popolazione meno disposti a collaborare sono sottorappresentati, producendo stime distorte. Una conseguenza potrebbe essere che gli stimatori utilizzati, basandosi sulle informazioni dei partecipanti alla rilevazione, potrebbero presentare una distorsione che cresce all'aumentare della mancata risposta e della differenza tra il valore atteso della variabile oggetto di studio per i rispondenti e per i non rispondenti. Per ovviare a questo problema, sono state messe in atto diverse strategie per limitare il fenomeno della mancata risposta. È inoltre interessante notare che la difficoltà nell'ottenere l'intervista aumenta al crescere del reddito, della ricchezza e del titolo di studio del capofamiglia.

Oltre al fenomeno della mancata risposta, sono state messe in atto delle procedure per limitare l'effetto di altri potenziali elementi di disturbo, come l'avversione delle famiglie a dichiarare le proprie fonti di reddito o le attività finanziarie o reali possedute. Nonostante la volontarietà della partecipazione all'indagine, e la chiarezza sul contenuto della rilevazione, è possibile che talvolta l'intervistato scelga, a seguito dell'inizio dell'indagine, di non rispondere con totale sincerità alle domande più delicate, come quelle riguardanti il reddito o la ricchezza. Quindi, per verificare l'attendibilità delle affermazioni delle famiglie a riguardo, si è optato per un confronto tra le stime desunte dall'indagine con i dati della Contabilità Nazionale, unito all'emissione da parte degli intervistatori di un giudizio sintetico sulla presunta attendibilità delle risposte su reddito e ricchezza, sulla base della concordanza tra i dati forniti e gli elementi oggettivi a loro disposizione<sup>4</sup>.

### **1.2.3.2. Svolgimento dell'indagine**

Per effettuare l'indagine, sono utilizzati dei questionari predisposti seguendo una struttura modulare: sono composti da una parte di base, dalla quale sono estratti i fenomeni ai quali tutte le famiglie sono interessate, e da diversi allegati, necessari per la raccolta di informazioni che riguardano soltanto specifici sottoinsiemi di famiglie. A partire dall'IBF sostenuta nel 1998, la rilevazione dei dati è stata prevalentemente effettuata in prevalenza, avvalendosi dell'aiuto del computer (CAPI, Computer-Assisted Personal Interviewing). Attraverso questa metodologia, i dati

---

<sup>4</sup> Banca d'Italia (L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche., 2018)

sono rilevati presso le famiglie tramite un questionario elettronico, che, oltre a memorizzare le informazioni, aziona una serie di controlli atti alla risoluzione immediata di eventuali incoerenze.

Prima dell'esecuzione delle interviste, è previsto un ciclo di incontri in cui funzionari della Banca d'Italia e i rappresentanti della società di rilevazione forniscono ai soggetti intervistati le istruzioni relative all'intervista, ed effettuano un'indagine pilota in cui si testano le nuove domande presenti nel questionario.

Conclusa la fase di controllo, si effettua l'imputazione delle mancate risposte: questa fase è necessaria per ogni variabile elementare costituente una componente delle variabili aggregate sui redditi e la ricchezza delle famiglie in quanto, anche la mancanza di una sola componente, non ne consentirebbe il calcolo. Secondo quanto osservato, il numero dei dati imputati alle mancate risposte è in generalmente discreto e riguarda principalmente le variabili per le quali è possibile per le famiglie non fornire una risposta precisa, come ad esempio il valore delle attività finanziarie, le integrazioni non monetarie dei lavoratori dipendenti, e alcune informazioni monetarie sulla previdenza complementare.

La metodologia utilizzata per l'imputazione delle mancate risposte, *“fa riferimento in genere a modelli di regressione, mediante i quali si stimano i valori da attribuire alle mancate risposte sulla base di altre informazioni disponibili. Al fine di evitare una eccessiva concentrazione intorno ai valori medi, al dato così stimato viene aggiunta una componente casuale, estratta da una variabile di tipo normale, con media zero e varianza pari a quella dei residui del modello di regressione utilizzato. In tal modo si intendono preservare la media e la varianza che caratterizzano i dati effettivamente rilevati”*<sup>5</sup>.

A partire dalle voci del questionario si risale poi ai principali aggregati economici da considerare, che sono: il reddito Y, l'utilizzazione del reddito Y e il patrimonio. Ognuno di questi aggregati economici è composto da più sottovoci, le quali vengono aggregate tramite somme o differenze per formare l'aggregato gerarchicamente superiore.

Riportiamo in seguito la composizione dei 3 aggregati economici sopra citati:

---

<sup>5</sup> Banca d'Italia (L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche., 2018)

Tabella 1 Piano di aggregazione delle variabili: conto del reddito.

### Piano di aggregazione delle variabili: conto del reddito

Nome	Descrizione <sup>(1)</sup>
Y	Reddito disponibile netto
YL	Reddito da lavoro dipendente
YL1	Retribuzioni nette
YL2	Integrazioni non monetarie
YT	Pensioni e trasferimenti netti
YTP	Pensioni e arretrati
YTP1	Pensioni
YTP2	Arretrati
YTA	Altri trasferimenti
YTA1	Assistenza economica (CIG, ecc.)
YTA2	Borse di studio
YTA3	Assegni alimenti e regali/contributi ricorrenti
YTA31	in entrata
YTA32	in uscita (-)
YM	Reddito netto da lavoro autonomo
YMA1	Reddito netto da lavoro autonomo
YMA2	Utili e altri redditi da partecipazione
YC	Reddito da capitale
YCA	Reddito da fabbricati
YCA1	Affitti effettivi
YCA2	Affitti imputati <sup>(2)</sup>
YCF	Reddito da capitale finanziario <sup>(3)</sup>
YCF1	Interessi attivi su depositi
YCF2	Interessi attivi su titoli di Stato
YCF3	Rendimenti altri titoli
YCF4	Interessi passivi (-)

$$Y = YL + YT + YM + YC$$

(1) Il simbolo (-) indica che la posta entra con il segno negativo nel calcolo dell'aggregato gerarchicamente superiore.

(2) Ad eccezione degli immobili utilizzati per l'attività di lavoro indipendente.

(3) Tasso di interesse \* stock di capitale.

Fonte 1: Banca d'Italia (2018). Metodi e fonti: note metodologiche

Tabella 2 Piano di aggregazione delle variabili: conto dell'utilizzazione reddito.

### Piano di aggregazione delle variabili: conto dell'utilizzazione reddito

Nome	Descrizione
Y	Reddito disponibile netto
C	Consumi
CD	Consumi durevoli
CD1	Spese per mezzi di trasporto
CD2	Spese per mobili, ecc.
CN	Consumi non durevoli
S	Risparmio <sup>(1)</sup>

$$Y = C + S$$

(1) Determinato a saldo.

Fonte 2: Banca d'Italia (2018). Metodi e fonti: note metodologiche

Tabella 3 Piano di aggregazione delle variabili: conto del patrimonio

### Piano di aggregazione delle variabili: conto del patrimonio

Nome	Descrizione <sup>(1)</sup>
W	Ricchezza netta
AR	Attività reali
AR1	Immobili
AR2	Aziende
AR3	Oggetti di valore
AF	Attività finanziarie
AF1	Depositi
AF2	Titoli di Stato
AF3	Altri titoli
AF4	Crediti commerciali e da altre fam.
PF	Passività finanziarie (-)
PF1	Debiti verso banche e soc. finanz.
PF2	Debiti commerciali
PF3	Debiti verso altre famiglie
Per memoria:	
BD	Beni di consumo durevoli
BD1	Mezzi di trasporto
BD2	Mobili, ecc.
$W = AR + AF - PF$	
(1) Il simbolo - indica che la posta entra con il segno negativo nel calcolo dell'aggregato gerarchicamente superiore.	

Fonte 3: Banca d'Italia (2018). *Metodi e fonti: note metodologiche*

#### 1.2.3.3. Il legame tra L'indagine dei Bilanci delle Famiglie italiane e l'HFCS

L'Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane è estremamente importante sia nel panorama nazionale che internazionale: fornendo importanti informazioni sulle condizioni economiche delle famiglie, permette la realizzazione di progetti di ricerca nell'ambito delle attività istituzionali della Banca d'Italia. Esempi di studi riguardano il funzionamento dei mercati finanziari, analisi sulla distribuzione del reddito e della ricchezza, gli effetti delle manovre di politica monetaria sui consumi delle famiglie, oppure aspetti inerenti la tassazione o le riforme del sistema pensionistico.

Inoltre, a partire dal 2008 l'indagine è anche parte integrante di un progetto della Banca Centrale Europea che ha lo scopo di realizzare un'indagine armonizzata sui bilanci familiari nell'area dell'euro (Household Finance and Consumption Survey - HFCS). L'HFCS si occupa di rilevare le variabili necessarie alla ricostruzione dei bilanci delle famiglie sia in termini di consistenze sia di flussi, e

ponendo particolare attenzione alle componenti della ricchezza. Inoltre, fornisce informazioni sul comportamento delle famiglie allo scopo di migliorare la comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria e di perfezionare la valutazione dei profili di stabilità finanziaria.

Considerando l'ampiezza del progetto e del suo scopo, uno dei principali vantaggi dell'HFCS è sicuramente il fatto che, con l'analisi e la rilevazione dei dati a livello di area euro, ha reso possibile l'armonizzazione delle metodologie e delle definizioni usate dai vari paesi per condurre le indagini, consentendo il confronto dei risultati concernenti l'Italia con quelli degli altri paesi dell'area dell'euro.

#### **1.2.3.4.    l'Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane del 2020 e l'influenza del COVID-19**

Quanto riportato finora sul Bilancio delle famiglie italiane, si riferisce alla metodologia di analisi e raccolta dati utilizzata fino al 2016. Infatti, dal 2020 la rilevazione è stata oggetto di importanti modifiche metodologiche volte a migliorare la copertura statistica delle famiglie indebitate e di quelle a maggiore reddito. Una delle più importanti modifiche è stata quella legata alla selezione del campione delle famiglie da intervistare: si passa infatti ad una selezione basata non solo sulle tradizionali variabili demografiche, ma anche sulle condizioni reddituali e di indebitamento delle famiglie finora non disponibili. Questo ha consentito di indirizzare l'attività di rilevazione in maniera più efficace, in modo da cogliere anche i segmenti della popolazione più marginali, come quelli più benestanti o quelli maggiormente indebitati. Queste tipologie di famiglie, infatti, sono state di difficile individuazione all'interno delle indagini, a causa della loro scarsa numerosità e della metodologia su cui di basa l'indagine, che selezionava i campioni solo sulla base di variabili demografiche quali età e luogo di residenza. Inoltre, ha permesso una maggiore accuratezza nella stima dei pesi di riporto all'universo, cioè ha reso possibile capire quante famiglie presenti nella popolazione sono analoghe a quella sondata.

Nel complesso, queste innovazioni hanno migliorato la capacità di osservazione dell'indagine su delle fasce della popolazione che, sebbene numericamente esigue, detengono quote rilevanti delle principali variabili di interesse della rilevazione. Questo ha quindi permesso di restituire un quadro più preciso sia dei valori aggregati sia della loro distribuzione nella popolazione.

Il forte miglioramento della rappresentatività dell'IBF ha tuttavia comportato l'interruzione della continuità delle serie storiche: si è quindi dovuto optare per un sistema di riponderazione che permettesse un confronto con le precedenti edizioni. Questo ha permesso di effettuare

correttamente i confronti storici, e di avvicinare le stime per il 2020 delle principali poste del bilancio delle famiglie italiane ai corrispondenti valori aggregati dei conti nazionali. Tali modifiche si sono rese necessarie perché, in loro assenza, avrebbero impossibilitato alla rilevazione e considerazione dei valori aggregati citati in precedenza, assenti nelle indagini fino al 2016.

*“I valori del reddito medio, della ricchezza netta media e dell’indebitamento familiare ottenuti con il nuovo disegno risultano, per tutte le principali categorie socio-demografiche, più elevati di quelli che si ottengono approssimando la composizione del campione in assenza di modifica del disegno. Ciò conferma la maggiore capacità del nuovo disegno di cogliere – all’interno di queste categorie – anche i segmenti più benestanti e quelli indebitati che, per la loro esiguità e caratteristiche, sono più difficilmente intercettati da rilevazioni basate su piani di campionamento che non si avvalgono di informazioni ausiliarie sulle condizioni reddituali o patrimoniali”<sup>6</sup>.*

Tutte queste modifiche sono però state presentate in relazione all’IBF del 2020, le cui rilevazioni sono state posticipate al 2021 a causa della pandemia di COVID-19. Dall’Indagine sui Bilanci delle Famiglie legata a tale periodo, emerge come “I bilanci delle famiglie sono stati influenzati in misura significativa dalla pandemia di COVID-19 e dalle conseguenti misure di sostegno varate dal Governo”<sup>7</sup>: attualmente risulta ancora difficile stimare gli effetti economici della pandemia sulle famiglie.

### **1.3. Le componenti della ricchezza**

Per poter analizzare correttamente le scelte finanziarie, è necessario considerare cosa si intenda per ricchezza all’interno dei modelli sulle decisioni di portafoglio.

Uno tra i più importanti contributi in merito alle scelte di portafoglio è dovuto a Merton, il quale introdusse un quadro concettuale per la pianificazione finanziaria a lungo termine quando le opportunità di investimento variano nel tempo. I modelli della tradizione Merton presuppongono che tutta la ricchezza sia detenuta in una forma liquida e facilmente negoziabile: in realtà questa assunzione è riduttiva, ed ha reso infatti necessaria la presenza di nuovi modelli sulle scelte di portafoglio, che considerassero, in maniera più esaustiva, la ricchezza in tutta la sua complessità.

---

<sup>6</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d’Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell’anno 2020. Banca d’Italia  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

<sup>7</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d’Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell’anno 2020. Banca d’Italia  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

Infatti, la ricchezza umana è complessivamente classificabile in asset tangibili e capitale umano, il quale, a differenza degli asset tangibili, non è negoziabile.

### **1.3.1. Il capitale umano**

L'introduzione del capitale umano come componente della ricchezza di una famiglia risulta fortemente importante negli studi relativi alle scelte di consumo e di portafoglio delle famiglie perché è probabilmente la componente più importante della ricchezza di una famiglia: *“il suo contributo relativo alla ricchezza totale e il suo processo di ritorno sono importanti da quantificare al fine di studiare il comportamento di consumo in risposta a diversi shock e l'allocazione del portafoglio (Roll, 1977). In particolare, Roll (1977) sostiene che il vero "portafoglio di mercato" non può essere misurato senza conoscere il capitale umano, e ignorarlo può portare a conclusioni errate”* (DiGiovanni & Matsumoto, 2011).

Data la complessità della definizione, struttura e identificazione del capitale umano, è stato necessario sviluppare delle variabili esaustive per introdurre il capitale umano nei modelli sulle scelte di portafoglio delle famiglie: nel caso della finanza domestica, è stato fondamentale il contributo di esperti come Campbell (2006) e Viceira (2001), che hanno incluso esplicitamente nei loro modelli il capitale umano, nella forma di reddito da lavoro.

Citando l'OECD, *“il concetto economico di capitale umano esiste almeno dal Settecento ed è presente negli studi dell'economista scozzese Adam Smith, ma è diventato importante solo verso la fine degli anni '50 e negli anni '60. In quegli anni, alcuni economisti come Theodore Schultz iniziarono a usare la metafora di “capitale” per spiegare come l'istruzione e la perizia contribuivano alla prosperità e alla crescita economica: infatti, secondo loro, le persone che investono nella propria istruzione e formazione costruiscono uno stock di competenze e capacità (un capitale) che frutta a lungo termine, e può anche essere proficuo per le economie nazionali e per la crescita economica. Abitualmente, il capitale umano è definito in senso lato come un mix di doti e capacità e di competenze individuali innate e di conoscenze acquisite a scuola e nei corsi di formazione professionale.*

*Il capitale umano è associato a un'ampia gamma di benefici, sia economici sia non economici, come ad esempio una miglior salute, la durata di vita più lunga e una maggiore probabilità di partecipare alla vita sociale. Sotto il profilo economico, invece, i ritorni del capitale umano possono essere intesi sia in termini di prosperità individuale sia in termini di prosperità economica nazionale: a livello individuale, più il livello d'istruzione delle persone è alto più si rileva una tendenza abbastanza accentuata all'aumento delle loro retribuzioni”* (Keeley, 2007).

Utilizzando una definizione alternativa, il capitale umano può essere definito come il valore attualizzato dei flussi di reddito da lavoro disponibili che un individuo si aspetta di guadagnare nel corso della vita rimanente. Formalmente, il capitale  $H_a$  di una famiglia di età  $a$  è dato da

$$H_a = E_a \sum_{\tau=a}^T \beta^{\tau-a} y_{a+\tau},$$

dove  $y_{a+\tau}$  è il reddito da lavoro (incerto) all'età  $a + \tau$ ,  $\beta$  il fattore di sconto,  $T$  l'orizzonte di vita ed  $E_a$  l'operatore di aspettativa sull'età  $a$ .

Come affermato in precedenza, il capitale umano risulta estremamente importante nella ricchezza totale delle famiglie perché, proprio grazie alle sue caratteristiche, genera non solo dei benefici per le famiglie, ma ne influenza le decisioni, come la scelta del portafoglio, la gestione dei conti di transazione o l'accesso al reddito. Questo è possibile per varie ragioni, tra cui il fatto che sia una forma di ricchezza a lento accumulo nel tempo. Infatti, il capitale umano viene accumulato lentamente attraverso l'istruzione formale o l'esperienza lavorativa e, nel corso del ciclo di vita, raggiunge il suo livello più alto all'inizio della vita, diminuendo lentamente con la riduzione del numero di anni di guadagno e di flusso di reddito atteso rimanenti. Un'altra importante caratteristica del capitale umano è che il suo valore è di difficile stima: questo perché, per poterne ottenere una corretta valutazione, è necessario la previsione dei guadagni per l'intera vita residua, la quale è caratterizzata da incertezza sulle prospettive future di carriera o di stato occupazionale, sulle condizioni di salute, sulle future produttività e su qualsiasi altro fattore che possa influenzare il futuro guadagno.

In terzo luogo, è importante considerare la grande differenza tra il capitale umano e gli asset tangibili: il capitale umano non è negoziabile e non può essere facilmente liquidato. Come precedentemente affermato, questa caratteristica segna una necessità di diversità di trattamento rispetto agli asset tangibili, sia all'interno dei modelli sulle scelte finanziarie delle famiglie, sia nel considerare la differenza di queste due componenti per le implicazioni che questo genera nei comportamenti delle famiglie a livello finanziario: il capitale umano è difficile da utilizzare come garanzia, questo implica l'impossibilità di alcune famiglie nell'accesso al credito in assenza di altre forme di ricchezza. Di conseguenza, per la maggior parte delle famiglie e in particolare per quelle meno abbienti, il capitale umano rappresenta la componente principale ricchezza totale.

Infine, è importante considerare che la presenza dell'incertezza caratterizzante i guadagni futuri, rende rischioso il ritorno del capitale umano. Inoltre, il capitale umano rappresenta una fonte di rischio di fondo, ovvero un rischio non evitabile dall'individuo, e che deve quindi essere sopportato: questo è dovuto al fatto che non si può essere assicurati contro la disoccupazione al di fuori delle disposizioni offerte dai regimi pubblici di assicurazione, e che il capitale umano non può essere liquidato. Per queste ragioni, il fatto che il capitale umano porti con sé un notevole rischio di fondo, fa sì che questo influenzi il comportamento di assunzione del rischio da parte dell'investitore e, quindi, la scelta del portafoglio.

Poiché il capitale umano non è soggetto a negoziazione, liquidazione o utilizzo come garanzia, la maggior parte delle famiglie accumula ricchezza tangibile principalmente attraverso il risparmio. Di conseguenza, la quota di ricchezza detenuta in capitale umano da parte delle famiglie segue un andamento del ciclo di vita ancora più pronunciato rispetto al capitale umano stesso. All'inizio della vita, quando pochi risparmi sono stati accumulati, il capitale umano rappresenta la forma di ricchezza predominante per la famiglia tipo. Tuttavia, con il passare del tempo, la sua importanza diminuisce progressivamente fino all'età pensionabile, quando la maggior parte delle famiglie smette di accumulare patrimonio. Il rischio di fondo è particolarmente rilevante per i giovani, i quali dispongono di pochi risparmi di sicurezza e hanno ancora un lungo orizzonte temporale in cui i guadagni possono essere influenzati da shock persistenti nei redditi da lavoro.

Utilizzando l'SCF del 2007, Guiso e Sodini<sup>8</sup>, offrono un'interessante stima dell'andamento del capitale umano lungo il ciclo di vita, considerando tre gruppi educativi: individui con un'istruzione inferiore alla scuola superiore, individui con il diploma e individui con la laurea. In generale, i giovani, con una lunga vita lavorativa davanti a loro, posseggono un capitale umano elevato. Questo è dovuto alla prospettiva di guadagni futuri e all'investimento in istruzione e formazione. Al contrario, i vecchi, che sono già pensionati o si avvicinano alla pensione, hanno un capitale umano più basso: la loro esperienza e competenza acquisita nel corso della vita lavorativa sono ora meno rilevanti. A tutte le età, le famiglie con livelli di istruzione più elevati posseggono un capitale umano più alto. Questo è dovuto all'investimento in istruzione avanzata e alla specializzazione.

L'istruzione impatta anche sul profilo del capitale umano lungo il ciclo di vita: anche nei casi in cui i guadagni non varino significativamente con l'età o crescano solo leggermente (come nel caso di individui con basso livello di istruzione), il capitale umano raggiunge dei picchi all'inizio della vita

---

<sup>8</sup> Guiso L., Sodini P. (Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013)

lavorativa e poi declina monotonamente. Inoltre, è possibile che il picco di stock di capitale umano si verifichi, nel caso di soggetti con un livello di istruzione elevato, in un momento precedente rispetto agli altri, per poi diminuire successivamente.

Per poter osservare il legame tra capitale umano e ricchezza totale da una diversa prospettiva, è utile considerare il rapporto tra capitale umano e ricchezza totale, definita come la somma del capitale umano e di tutte le sue forme di ricchezza tangibile. Dato che, secondo quanto affermato in precedenza, il reddito da lavoro è la fonte primaria di ricchezza all'inizio della vita lavorativa per la maggior parte delle persone, la quota di ricchezza detenuta in capitale umano è circa pari a uno, ed è inizialmente simile in tutti i gruppi educativi del ciclo di vita. La proporzione diminuisce monotonamente per tutti i gruppi, sia perché, con l'aumentare dell'età gli individui iniziano a risparmiare e ad accumulare beni materiali, sia perché la ricchezza umana inizia a diminuire. Tuttavia, il tasso di declino è molto più rapido per le famiglie con un livello di istruzione maggiore: questo perché le famiglie più istruite si interfacciano prima delle altre con il declino del loro ammontare di capitale umano, e devono quindi essere in grado di accumulare più velocemente la ricchezza tangibile (Guiso & Sodini, Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013).

### **1.3.2. Componenti del patrimonio nel corso della vita: i beni materiali**

Esistono due grandi categorie di beni materiali in cui le persone fisiche possono investire le loro risorse: le attività reali e le attività finanziarie.

Le attività reali comprendono:

- Immobili residenziali e commerciali: questi includono case, appartamenti, uffici e negozi. Sono beni fisici e spesso illiquidi, il che significa che non possono essere facilmente convertiti in denaro.
- Beni durevoli: sono oggetti come automobili, veicoli, elettrodomestici e mobili. Anche loro sono illiquidi e soggetti a informazioni asimmetriche.
- Oggetti di valore: come dipinti, gioielli, oro e altri beni di lusso. Sono spesso considerati investimenti alternativi.
- Ricchezza privata d'impresa: si riferisce al valore dei beni coinvolti nelle imprese private, come attrezzature, inventario e proprietà aziendali.

Le attività reali forniscono un rendimento parzialmente non monetario; nello specifico, gli immobili residenziali e i beni durevoli forniscono dei servizi di consumo, oltre al loro valore di rivendita (Piazzesi, Schneider, & Tuzel, 2007), mentre la ricchezza data dalle imprese private comporta anche l'ottenimento di grandi quantità di benefici privati non monetari.

Invece, le attività finanziarie comprendono al loro interno una vasta gamma di strumenti, tra cui:

- Liquidità e conti correnti: Questi includono denaro in contanti e depositi bancari. Sono altamente liquidi e facilmente accessibili.

- Titoli finanziari: Questa categoria è vasta e comprende azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento, derivati e altri strumenti finanziari.

Oltre ai differenti asset da cui sono composte, le due categorie di beni materiali sopra citate, differiscono anche per liquidità e complessità: i mercati finanziari sono più sviluppati e liquidi rispetto ai mercati immobiliari. Tuttavia, alcuni titoli finanziari possono essere complessi e difficili da comprendere per il grande pubblico. Invece, le attività reali sono spesso illiquide e soggette a costi commerciali e legali, mentre le attività finanziarie sono negoziate in mercati liquidi ma possono essere complesse. La scelta tra queste due categorie dipende dalle preferenze personali, dalla situazione finanziaria e dagli obiettivi di investimento.

Un'altra grande differenza tra attività reali e finanziarie è legata all'aspetto del controllo: le attività reali sono caratterizzate dal loro controllo diretto da parte del proprietario, e non comportano premesse o pretese. Invece, le attività finanziarie come i titoli, sono definibili come dei crediti sul reddito, il quale è generato da dei beni reali posseduti o controllati da qualcuno di diverso dal detentore del titolo: questo fa sì che le attività finanziarie richiedano una delega di controllo, legata a contratti di incentivazione e meccanismi di monitoraggio.

## **1.4. Il Bilancio delle famiglie italiane**

### **1.4.1. Le componenti della ricchezza delle famiglie italiane**

Per poter valutare la situazione finanziaria attuale delle famiglie italiane, è necessario inizialmente considerare quali siano le principali componenti della loro ricchezza, in termini sia di ricchezza reale che di ricchezza finanziaria. Per semplicità di trattazione, si è scelto di fornire delle definizioni più precise delle più importanti componenti della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Per definire l'importanza degli asset successivamente riportati, ci si è basati sulle analisi condotte attraverso indagini della Banca d'Italia (tra cui l'Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane), ISTAT e OCSE.

Tabella 4 Attività e passività finanziarie delle famiglie.

<b>Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2023	Composizione percentuale		2022	2023
		2022	2023		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Biglietti e circolante	204.548	3,8	3,6	6.184	266
Depositi (3)	1.379.269	26,9	24,5	8.797	-49.897
in Italia	1.351.542	26,5	24,0	8.797	-54.311
depositi a vista	910.479	18,7	16,2	20.643	-84.301
altri depositi	441.063	7,7	7,8	-11.846	29.990
all'estero	27.727	0,4	0,5	0	4.414
Titoli obbligazionari	424.458	4,8	7,5	50.808	154.891
italiani	330.351	3,4	5,9	44.543	135.337
di cui: pubblici	269.519	2,8	4,8	48.259	113.745
bancari	45.439	0,5	0,8	-765	14.200
esteri	94.107	1,4	1,7	6.265	19.555
Quote di fondi comuni	717.938	12,8	12,8	-1.400	-21.134
italiani	233.771	4,0	4,2	-5.109	2.730
esteri	484.168	8,9	8,6	3.708	-23.864
Azioni e partecipazioni	1.584.631	28,1	28,2	-27.893	-38.391
italiane	1.463.691	25,9	26,0	-31.469	-38.329
estere	120.940	2,1	2,1	3.576	-62
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	1.113.546	20,1	19,8	14.385	-18.007
di cui: riserve ramo vita	779.155	14,1	13,8	9.289	-30.271
Altre attività emesse dai residenti (4)	204.462	3,5	3,6	8.686	17.387
<b>Totale attività</b>	<b>5.628.854</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>59.567</b>	<b>45.116</b>
per memoria: risparmio gestito (5)	1.632.369	29,3	29,0	12.726	-45.733
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (6)	43.709	4,7	4,2	3.640	-4.298
di cui: bancari	41.146	4,3	4,0	3.476	-3.661
Debiti a medio e a lungo termine (7)	745.207	72,5	72,1	23.742	-246
di cui: bancari	629.348	61,6	60,9	17.729	-5.566
Altre passività (8)	244.833	22,8	23,7	4.641	9.730
<b>Totale passività</b>	<b>1.033.749</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>32.023</b>	<b>5.186</b>
<b>SALDO</b>	<b>4.595.105</b>			<b>27.544</b>	<b>39.930</b>
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.					
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nella sezione Note metodologiche dell'Appendice la voce Attività e passività finanziarie dell'Italia. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le attività oggetto di investimento attraverso le gestioni patrimoniali sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include i conti correnti Bancoposta e le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, derivati e stock option di dipendenti e altre partite minori. – (5) Include quote di fondi comuni, assicurazioni sulla vita, gestioni patrimoniali, fondi pensione e pensioni integrative; è escluso il TFR. – (6) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (7) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e prestiti da altri residenti. – (8) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.					

Fonte 4: Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023

[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re\\_2023.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re_2023.pdf)

Dall'analisi effettuata dalla Banca d'Italia nel 2023, in merito alla ricchezza e agli investimenti finanziari delle famiglie, è possibile suddividere in modo dettagliato la ricchezza finanziaria delle famiglie in attività e passività finanziarie, come emerge dalla Tabella 4 Attività e passività finanziarie delle famiglie. . Per semplicità di trattazione, si descrivono di seguito le caratteristiche delle principali attività finanziarie presenti, con l'obiettivo di argomentare esaurientemente la situazione economica delle famiglie e delle loro scelte finanziarie.

- Circolante

L'attivo circolante è dato dall'insieme degli impegni di breve durata e dalle disponibilità liquide dell'impresa. È definito come *“l'insieme degli elementi patrimoniali che non sono destinati a rimanere per lungo tempo nel patrimonio dell'ente perché finalizzati al consumo o alla vendita (rimanenze di magazzino), all'incasso (crediti a breve verso clienti) o all'impiego immediato (disponibilità liquide costituite dal denaro in cassa, assegni, depositi bancari e postali), in tempi rapidi, diversamente dalle immobilizzazioni. Sono registrati nell'attivo dello stato patrimoniale”*<sup>9</sup>.

- Depositi

Considerando il Conto di deposito bancario, questo può essere definito come *“Contratto con il quale una banca acquista la proprietà di una somma di denaro e si obbliga a restituirla nella stessa forma al termine convenuto (se si tratta di un d. a scadenza o vincolato) o a richiesta del depositante (se si tratta di un d. libero o a vista)”*<sup>10</sup>.

Nel caso della trattazione offerta da Banca d'Italia nella Tabella 4, questa voce ha in realtà un significato più ampio: infatti risulta comprensiva di *“conti correnti, i depositi con durata prestabilita e quelli rimborsabili con preavviso, le passività subordinate stipulate con una forma tecnica diversa dalle obbligazioni, le operazioni pronti contro termine passive. I depositi in conto corrente comprendono anche gli assegni circolari, mentre non comprendono i conti correnti vincolati. I depositi con durata prestabilita includono i certificati di deposito, i conti correnti vincolati e i depositi a risparmio vincolati; comprendono anche quelli emessi per la raccolta di passività subordinate. A seguito dell'entrata in vigore dell'IFRS16, i dati dei depositi con durata prestabilita da gennaio 2019 a ottobre 2020 includono anche il valore delle immobilizzazioni in leasing operativo. Tuttavia, sulla base di precisazioni fornite nell'ambito dell'Eurosistema, a partire da novembre 2020 il valore delle*

---

<sup>9</sup> “Glossario ISTAT” Glossario ISTAT chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/it/files//2011/02/Glossario4.pdf

<sup>10</sup>Treccani, Dizionario di Economia e Finanza, 2012 [https://www.treccani.it/enciclopedia/deposito-bancario\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/deposito-bancario_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

*immobilizzazioni in leasing operativo non è più registrato nei depositi con durata prestabilita ma nella voce "altre passività". I depositi rimborsabili con preavviso includono i depositi a risparmio liberi e le forme di raccolta postale della Cassa depositi e prestiti spa"<sup>11</sup>.*

- Titoli obbligazionari

L'obbligazione è definita come un titolo di credito che conferisce all'investitore (detto obbligazionista) il diritto a ricevere, alle scadenze predefinite, il rimborso del capitale sottoscritto e una remunerazione a titolo di interesse (chiamata "cedola"). L'emittente dell'obbligazione, che può essere uno Stato o un altro ente pubblico, un organismo sovranazionale, una banca o una società di altro tipo, genera un debito, con l'emissione dell'obbligazione, nei confronti dell'obbligazionista. Esistono diverse tipologie di obbligazioni, tra cui quelle che attribuiscono al possessore il diritto di convertirle, nei termini e con le modalità prefissate, in azioni della società emittente o di altre società. Per molte obbligazioni esiste un mercato secondario sul quale sono negoziate.

- Titoli obbligazionari pubblici

Tra le obbligazioni pubbliche, rientrano i Titoli obbligazionari del Tesoro italiano. Attualmente comprendono i Prestiti della Repubblica, emessi sui mercati esteri, e le seguenti tipologie di titoli emessi sul mercato interno: BOT, BTP, Certificati del Tesoro-CCT, CCTeu e CTZ.

- Titoli obbligazionari privati

Sono titoli di debito che impegnano la banca emittente sia al rimborso del capitale, sia alla corresponsione degli interessi, i quali possono essere di ammontare fisso o variabile nell'arco della durata prestabilita. La normativa di vigilanza prescrive che la durata media di un'emissione non possa essere inferiore a 24 mesi. L'eventuale rimborso anticipato non può avvenire prima di 18 mesi e deve essere esplicitamente previsto dal regolamento di emissione (Banca d'Italia, Glossario).

- Fondi comuni d'investimento

Sono degli OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio) costituiti in forma di patrimonio autonomo raccolto tra una pluralità di investitori, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore. I fondi comuni sono strumenti di investimento gestiti dalle società di gestione del risparmio (sgr), i quali riuniscono le somme di più risparmiatori e le investono, come se fossero un unico

---

<sup>11</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale - Appendice anno 2023 – centotrentesimo esercizio [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/app\\_2023\\_totale.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/app_2023_totale.pdf)

patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.) o, per alcuni di essi, in immobili, rispettando le regole volte a ridurre i rischi.

Sono suddivisi in parti unitarie chiamate quote, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e garantiscono uguali diritti.

Nelle forme tradizionali di fondi comuni, l'investimento viene effettuato dalla sgr o dal fondo comune, mentre è anche possibile che questa venga svolta da delle società di investimento a capitale variabile (sicav) o a capitale fisso (sicaf). Questa differenza risulta importante in quanto il fondo comune è un patrimonio a sé stante, costituito con il denaro dei sottoscrittori e gestito dalla sgr, mentre le sicav e le sicaf sono vere e proprie società di cui i sottoscrittori divengono soci con tutti i relativi diritti (ad esempio il diritto di voto).

Elencando le principali tipologie di fondi e, considerando dunque che sia i fondi che le sicav e le sicaf svolgono lo stesso tipo di attività, si includeranno nel termine "fondo" anche le sicav e le sicaf.

Tra le diverse tipologie di fondi, sicuramente le più importanti da distinguere sono le seguenti:

- *Fondi aperti*: consentono di sottoscrivere quote, o chiederne il rimborso, in qualsiasi momento. Questi fondi investono normalmente in attività finanziarie quotate<sup>12</sup>.
- *Fondi chiusi*: consentono di sottoscrivere quote solo nel periodo di offerta, che si svolge prima di iniziare l'operatività vera e propria, e le rimborsano di norma solo alla scadenza del fondo. Ai fondi chiusi sono riservati investimenti poco liquidi e di lungo periodo (immobili, crediti, società non quotate)<sup>13</sup>.
- *Fondi aperti "Armonizzati"*: sono presenti nei paesi dell'Unione europea e investono prevalentemente in titoli quotati (azioni, obbligazioni, ecc.). Il termine "armonizzati" deriva dal fatto che seguono regole e criteri comuni volti a tutelare gli interessi dei risparmiatori, limitando e frazionando i rischi assumibili dai fondi.

A seconda delle loro politiche di investimento, i fondi armonizzati si suddividono in:

fondi azionari, che investono prevalentemente in azioni e, generalmente, si caratterizzano per un alto grado di rischio; fondi obbligazionari, i quali investono principalmente in titoli di Stato ed in obbligazioni e si caratterizzano per un grado di rischio generalmente minore dei fondi azionari; fondi bilanciati, che investono sia in azioni che in obbligazioni, con livelli di rischio via via crescenti in base alla percentuale di azioni presenti in portafoglio; ed i fondi

---

<sup>12</sup> CONSOB, sezione Educazione Finanziaria. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

<sup>13</sup> CONSOB, sezione Educazione Finanziaria. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

monetari, che invece investono in strumenti del mercato monetario a breve termine (non superiore a 6 mesi)<sup>14</sup>.

- Azioni

Sono uno “strumento finanziario che rappresenta una frazione del capitale sociale di una società e che conferisce all’investitore la qualità di socio e i diritti patrimoniali (ad esempio utili) e/o amministrativi (ad esempio diritto di voto nelle assemblee) ad essa collegati. La remunerazione delle azioni è legata all’andamento economico della società che le emette. Le azioni possono essere negoziate nei mercati regolamentati.

In relazione alle caratteristiche si distingue tra :

- *Azioni ordinarie: hanno il diritto di voto nelle assemblee sia ordinarie che straordinarie, e hanno diritto al dividendo e al rimborso del capitale in caso di liquidazione dopo le azioni con privilegi di natura patrimoniale (azioni privilegiate e di risparmio);*
- *Azioni privilegiate: possono godere, rispetto alle ordinarie, di una maggiore partecipazione agli utili (l’entità del privilegio è determinato dalla società e indicato nello statuto) oltre che del diritto di prelazione nel rimborso del capitale (fatti salvi i diritti delle azioni di risparmio). Il vantaggio sul dividendo e il diritto di prelazione comportano, in genere, un sacrificio in termini di partecipazione alle decisioni della società;*
- *Azioni di risparmio: godono di privilegi nella distribuzione degli utili e nel rimborso del capitale, ma sono prive del diritto di voto. Le risparmio sono emesse solo da società quotate in mercati regolamentati italiani o dell’Unione Europea”<sup>15</sup>.*

#### **1.4.2. Evoluzione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane**

La suddivisione della ricchezza tra i diversi strumenti è mutata nel tempo, influenzata da diversi fattori. Osservando la Tabella 4 emerge come in Italia, la composizione percentuale delle attività finanziarie sia caratterizzata prevalentemente da strumenti liquidi, depositi e azioni seguiti poi dalla voce “Assicurazioni, Fondi pensione e TFR”. È interessante notare come invece i titoli, nel 2023, rappresentino il 7,5% del totale delle attività finanziarie: una crescita notevole, rispetto al 4,8% presentato nel 2022. La passata diminuzione dei titoli ha coinvolto sia i titoli pubblici, sia, in misura maggiore, le obbligazioni bancarie; per contro, si è verificato un aumento della percentuale degli

---

<sup>14</sup> CONSOB, sezione Educazione Finanziaria. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

<sup>15</sup> Sito Banca d’Italia, Glossario <https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=o>

strumenti assicurativi e pensionistici che, nel 2023, pesano per il 28% circa del totale, il valore più alto della serie storica.

Come precedentemente affermato, in Italia sembra essere presente una prevalenza di strumenti liquidi nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie: dalla Tabella 4 si evince come i depositi – inclusivi del circolante – costituiscano il 28% della ricchezza finanziaria, rappresentando quindi una delle due forme principale di investimento per le famiglie, insieme alle azioni. Nonostante tale primato, i depositi hanno subito nel tempo una diminuzione del peso all'interno della ricchezza finanziaria: la presenza della disintermediazione bancaria ha ridotto il peso dei depositi rispetto a quanto osservato dagli anni Cinquanta agli anni Ottanta del Novecento in cui, ancora nel 1975, i depositi e il circolante erano oltre il 70% della ricchezza. Dagli anni Ottanta il peso dei depositi è sceso, fino a toccare, nel 2005-2006, il 23% delle attività finanziarie delle famiglie. In seguito, l'avvento della crisi finanziaria globale e la presenza di bassi tassi d'interesse sono stati decisivi nel far propendere le famiglie verso l'investimento in attività più sicure, come i depositi. Nonostante questa propensione, dalla Relazione Banca d'Italia del 2023<sup>16</sup>, emerge come, in tale anno, si sia rilevata una diminuzione dei depositi a vista che non si verificava dal 2012: questo è legato alla tendenza delle famiglie ad una ricostruzione del portafoglio focalizzata su attività i cui rendimenti hanno seguito maggiormente il rialzo dei tassi di riferimento; l'incremento del costo opportunità nella detenzione di attività liquide ha scoraggiato le famiglie nella scelta dei depositi. La seconda maggior componente della ricchezza delle famiglie nel 2023, escludendo la voce "Assicurazioni, Fondi pensione e TFR", risultano essere le azioni e partecipazioni. In questa voce sono comprese sia azioni quotate sia azioni e partecipazioni non quotate; queste ultime sono da sempre rilevanti in Italia, Stato caratterizzato dalla presenza di un elevato numero di piccole imprese non quotate o il cui capitale non è azionario, e la cui proprietà e gestione viene solitamente mantenuta a livello familiare. Secondo D.Caprara, R. De Bonis e L.Infante, *"azioni e partecipazioni avevano un peso consistente all'inizio degli anni Sessanta, quando arrivarono a toccare il 35 per cento delle attività finanziarie. La nazionalizzazione dell'Enel, le mancate riforme della Borsa e del governo societario delle imprese, le difficoltà conseguenti del mercato azionario hanno contribuito a un ruolo limitato di azioni e partecipazioni negli anni Sessanta e Settanta. Successivamente, la creazione della Consob e le riforme del governo societario, ad esempio con l'emanazione del Testo*

---

<sup>16</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023  
[chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re\\_l\\_2023.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re_l_2023.pdf)

*Unico della Finanza nel 1998, hanno contribuito a un aumento della ricchezza detenuta in azioni e partecipazioni: l'aggregato ha oscillato intorno al 25-30 per cento della ricchezza delle famiglie fino agli anni precedenti la crisi finanziaria globale. Quest'ultima ha depresso i valori di Borsa, incidendo negativamente su azioni e partecipazioni fino al 2011. Successivamente si è avuta una ripresa, anche se il rapporto capitalizzazione di Borsa/PIL non ha ancora recuperato i livelli precedenti la crisi finanziaria globale”* (La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale, 2018). Confrontando anche la composizione del portafoglio delle famiglie italiane detenuto indirettamente nel 2023 con quelli del 2014 e del 2017, è evidente come vi sia un aumento dell'incidenza delle azioni. Questo è implicabile alla crescita degli investimenti, tramite i prodotti del risparmio gestito, in titoli di società finanziarie sia italiane sia estere, tra cui il peso delle società non finanziarie estere rimane prevalente.

All'interno del bilancio delle famiglie italiane, sicuramente tra i prodotti del risparmio gestito spiccano i fondi comuni d'investimento: introdotti in Italia nel 1983, pur rappresentando uno strumento relativamente recente, nel 2023 occupavano l'12,8% delle attività finanziarie delle famiglie, costanti rispetto all'anno precedente. Questo strumento ha visto l'ottenimento di un peso così importante anche grazie alle banche, le quali ne hanno favorito le sottoscrizioni, dato che la lenta dinamica del credito non impone una forte crescita della raccolta. Questo strumento risulta particolarmente importante per le famiglie italiane perché, oltre a consentire di accumulare risparmio a fini previdenziali e di acquistare protezione contro i rischi, gli strumenti del risparmio gestito agevolano la diversificazione del rischio di portafoglio.

Dal 1996 il ruolo guida dei titoli pubblici si è perso progressivamente, in favore delle emissioni di titoli bancari (Caprara, De Bonis, & Infante, 2018).

La decisione di sottoscrivere obbligazioni bancarie è stata inizialmente incentivata dall'aumento della tassazione sui certificati di deposito. Con l'avvento del nuovo millennio, le crisi di emittenti sovrani come l'Argentina e di aziende come Cirio e Parmalat, insieme alla necessità di finanziare l'espansione del credito - in particolare a medio e lungo termine - hanno stimolato ulteriormente la domanda e l'offerta di obbligazioni bancarie. Queste ultime sono arrivate a rappresentare oltre il 10% della ricchezza delle famiglie nel 2011.

Tuttavia, negli anni recenti, le obbligazioni bancarie hanno perso importanza a causa della scomparsa dei vantaggi fiscali nel 2012. Nel 2014, la riduzione dell'offerta di titoli da parte delle banche e l'introduzione delle regole sul bail-in hanno ulteriormente influenzato questa tendenza. Attualmente, si registra una crescita negli investimenti finanziari in titoli obbligazionari, che

risultano triplicati rispetto al 2022, attestandosi ad un peso del 7,5%. L'aumento sostanziale è stato rilevato per i titoli pubblici italiani, la cui rilevanza è salita al 4,8%, valore massimo raggiunto dal 2013. Sebbene questo valore rimanga comunque inferiore a quelli precedenti la crisi dei debiti sovrani, questo fa notare una controtendenza rispetto quanto affermato da Caprara et. Al.<sup>17</sup> (2018), facendo emergere un ritorno delle famiglie all'investimento in titoli pubblici.

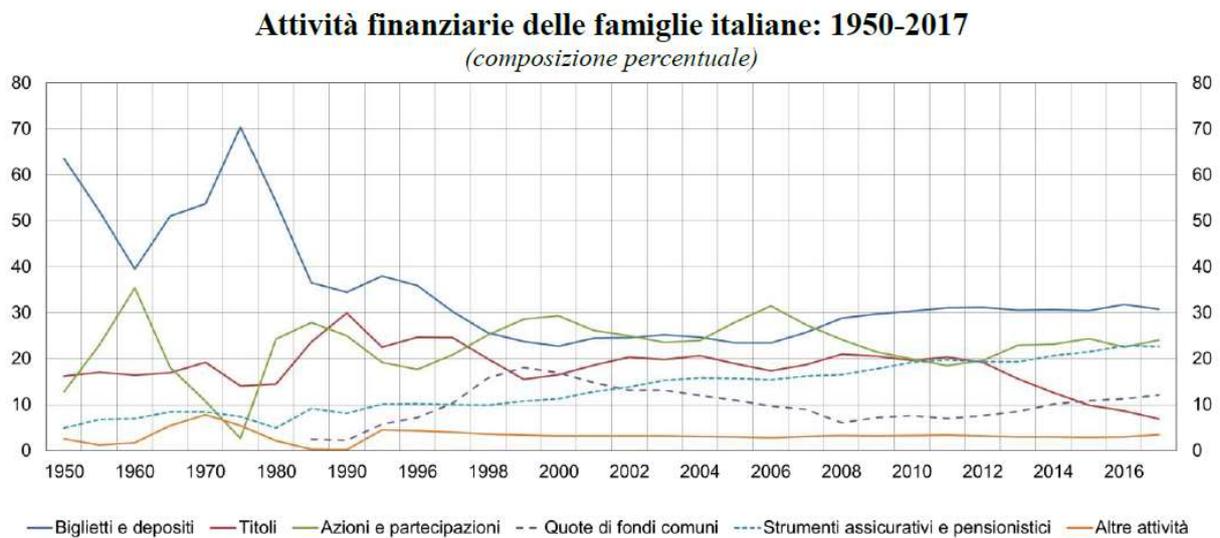
Un'altra voce importante del bilancio delle famiglie italiane riguarda le Riserve assicurative e fondi pensione. Come osservato nella Tabella 4, nel 2018 gli strumenti assicurativi e pensionistici privati compongono il 19,8% del totale delle attività finanziarie: una leggera diminuzione rispetto al 2017, in cui raggiunsero il loro massimo storico. Nonostante questa leggera diminuzione, è importante osservare come le riserve assicurative e i fondi pensione abbiano visto un'importante espansione all'interno delle scelte finanziarie degli italiani: questa crescita trova le sue radici all'inizio degli anni Novanta, in occasione delle prime riforme del sistema pensionistico pubblico. Fino ad allora le riserve tecniche assicurative e i fondi pensione non avevano superato il 10% della ricchezza finanziaria.

Osservando la voce complessiva "Assicurazioni, Fondi pensione e TFR", si può notare una eterogeneità nelle percentuali di composizione. Sebbene vi sia stata una notevole crescita dei fondi pensione tra il 1995 e il 2016 (come si nota dalla ), alla fine del 2017 pesavano meno del 4% della ricchezza finanziaria delle famiglie. È invece più importante il peso rappresentato dalle polizze assicurative del ramo vita che, nello stesso periodo, si attestano al 16%. Quasi il 4% della ricchezza era rappresentata da fondi per il trattamento di fine rapporto di lavoro (TFR). Le riserve assicurative del ramo danni pesavano per meno dell'1%.

---

<sup>17</sup> Caprara D., De Bonis R., Infante L. (2018). Questioni di Economia e Finanza – La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale. Banca d'Italia

Figura 1 Attività famiglie delle famiglie finanziarie dal 1950 al 2017



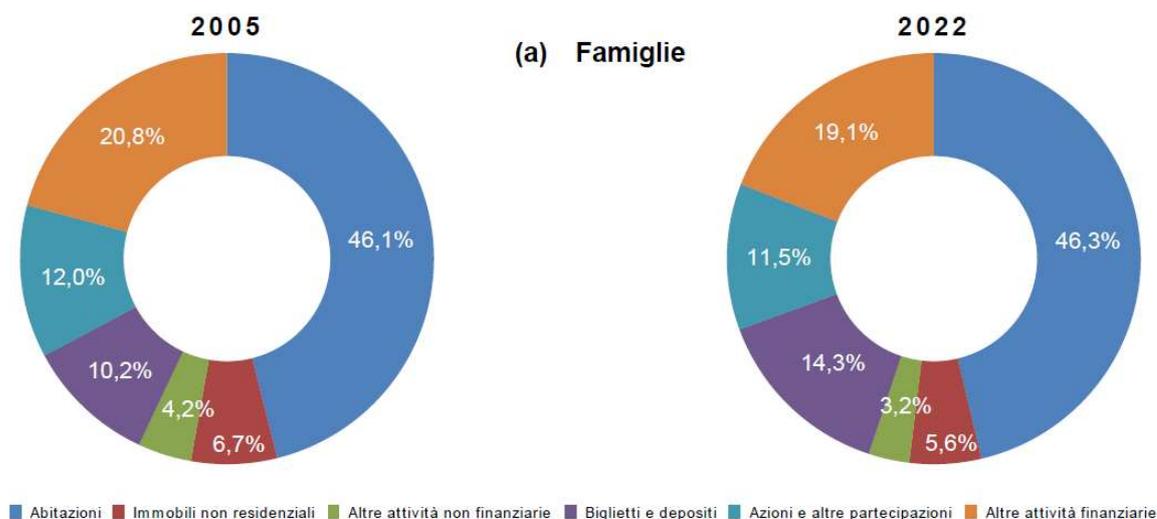
Fonte 5: D.Caprara, R. De Bonis, L.Infante (2018). "Questioni di Economia e Finanza – La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale. Banca d'Italia"

Considerando in maniera più ampia la composizione della ricchezza delle famiglie italiane, è importante considerare anche il peso degli asset reali. Infatti, osservando la ricchezza lorda delle famiglie, come mostrato in Figura 2, è evidente come le abitazioni risultino la maggior componente a livello percentuale.

Secondo quanto affermato nell'indagine congiunta di Banca d'Italia e ISTAT su "La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022", "Alla fine del 2022 oltre la metà della ricchezza lorda delle famiglie italiane era composta da attività non finanziarie (55,2%) e in particolare da abitazioni (46,3%) e immobili non residenziali (5,6%). [...] Rispetto al 2021, l'incidenza delle attività reali è cresciuta di quasi due punti percentuali, il maggior incremento dal 2009. Ciò è stato determinato da un lato dall'aumento del valore delle abitazioni, dall'altro dalla forte contrazione delle attività finanziarie, per effetto dell'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari"<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Figura 2 Attività delle famiglie



Fonte 6: Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022

[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Questo è confermato anche dall'analisi dei dati dell'IBF del 2020, in cui "il 77% delle famiglie italiane viveva in un'abitazione di proprietà e un terzo di queste possedeva anche altri immobili; solo il 3% dei nuclei possedeva immobili che non includevano l'abitazione principale"<sup>19</sup>.

### 1.4.3. Situazione finanziaria delle famiglie italiane

In questa sezione ci occuperemo di analizzare la situazione finanziaria delle famiglie in Italia, facendo riferimento a delle serie storiche per analizzare l'evoluzione del benessere e della ricchezza delle famiglie, attraverso i dati forniti in merito da ISTAT e Banca D'Italia (tra cui L'indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane). I dati utilizzati per parlare dell'evoluzione della ricchezza in Italia si basano, per le attività non finanziarie, su dati raccolti dall'OCSE.

#### 1.4.3.1. Benessere

Un importante documento redatto in Italia riguardante il quadro statistico e le innovazioni introdotte dal progetto sugli indicatori di Benessere equo e sostenibile in Italia è il Rapporto BES. Questo documento nasce dall'idea che, utilizzando dei sistemi di monitoraggio statistico della qualità della vita, questi possano essere di complemento a quelli focalizzati sulla crescita economica.

<sup>19</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\\_IBF\\_2020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo_IBF_2020.pdf)

Nel rapporto BES 2023, si conferma l'importanza di 12 domini (già definiti nelle edizioni precedenti) significativi nel definire la qualità della vita. Tra questi 12 domini, verrà considerato in seguito quello del *Benessere economico*, valutato sulla base di 10 indicatori: Reddito disponibile lordo pro capite, Disuguaglianza del reddito netto, Rischio di povertà, Povertà assoluta, Grave deprivazione materiale e sociale, Grave deprivazione abitativa, Grande difficoltà ad arrivare a fine mese, Bassa intensità di lavoro, Sovraccarico del costo dell'abitazione e Situazione economica della famiglia<sup>20</sup>.

Considerando tali indicatori, si evince dalla Tabella 5 una riduzione dell'indice di disuguaglianza del reddito netto dal 2020 al 2021: per tale diminuzione è stata fondamentale la presenza delle misure di sostegno al reddito (strumenti ordinari, come Reddito di cittadinanza, e straordinari, come i trasferimenti emergenziali) durante la pandemia. Infatti, in assenza di tali interventi, si sarebbe ottenuto nel 2021 un indice di disuguaglianza del 6,4%, valore nettamente superiore al 5,6% osservato.

Tabella 5 Indicatori del dominio Benessere economico: valori dell'ultimo anno disponibile e variazioni percentuali rispetto all'anno precedente e al 2019.

INDICATORI	Anno	Valore	Unità di misura	Polarità	Variazioni percentuali	
					rispetto all'anno precedente	rispetto al 2019
Reddito disponibile lordo pro capite	2022	21.089	euro	+		
Disuguaglianza del reddito netto (s80/s20)	2021	5,6	Numero puro	-		
Rischio di povertà	2022	20,1	%	-		
Povertà assoluta (incidenza) (a)	2023	9,8	%	-		
Grave deprivazione materiale e sociale - Europa 2030 (b)	2022	4,5	%	-		
Grave deprivazione abitativa	2022	5,2	%	-		
Grande difficoltà ad arrivare a fine mese	2022	6,9	%	-		
Bassa intensità di lavoro- Europa 2030 (b)	2022	9,8	%	-		
Sovraccarico del costo dell'abitazione	2022	6,6	%	-		
Situazione economica della famiglia	2023	33,9	%	-		

Fonte: Istat, Indicatori Bes  
 Nota: Il colore verde indica un miglioramento, il rosso un peggioramento e il grigio una situazione di stabilità, tenuto conto della polarità dell'indicatore. Gli indicatori hanno polarità positiva se l'incremento del loro valore segnala un miglioramento del benessere, negativa in caso contrario. Per variazioni comprese entro  $\pm 1\%$  gli indicatori sono considerati stabili nel periodo di riferimento.  
 (a) Stime preliminari. Si tenga conto che la variazione percentuale rispetto all'anno precedente (2023-2022) non è statisticamente significativa.  
 (b) Dato 2019 non disponibile.

Fonte 7: Rapporto BES 2023. Il Benessere equo e sostenibile in Italia. Pag 105-121

<chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/04/Bes-2023-Ebook.pdf>

Per quanto riguarda la popolazione a rischio di povertà, nel 2022 il valore rimane sostanzialmente stabile rispetto ai tre anni precedenti, pari al 20,1%. Non è possibile affermare altrettanto per l'indicatore di povertà assoluta: si rileva una crescita dell'incidenza individuale a partire dal 2019,

<sup>20</sup> ISTAT (2023). Rapporto BES 2023. Il Benessere equo e sostenibile in Italia. Pag 105-121

<chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/04/Bes-2023-Ebook.pdf>

dato in cui toccò il 7,6%, fino al 2023, in cui si raggiunge il 9,8%. Questa crescita si ritiene sia stata influenzata da più fattori, come la crisi economica, la presenza della pandemia e le conseguenti misure restrittive, che hanno inciso significativamente sui consumi delle famiglie, nonché la successiva accelerazione dell'inflazione che ha colpito maggiormente le famiglie meno abbienti.

Utilizzando i dati nazionali, si può riscontrare una leggera ripresa del benessere economico anche dall'aumento del reddito, del potere d'acquisto e della spesa per i consumi finali.

Dall'Indagine dei Bilanci delle Famiglie italiane del 2020<sup>21</sup> emerge che il reddito annuo familiare, in termini reali e al netto delle imposte sul reddito e dei contributi sociali, è aumentato di circa il 3% rispetto ai risultati ottenuti dell'indagine del 2016. Queste tendenze sono confermate dalla relazione di Banca d'Italia del 2023, in cui si motiva la crescita del reddito disponibile delle famiglie grazie all'espansione dell'occupazione, come nel 2022.

#### **1.4.3.2. Il reddito e la sua distribuzione**

Come riportato in precedenza, secondo le informazioni riportate nell'Indagine della Banca d'Italia sui Bilanci delle Famiglie nel 2020, *“il reddito annuo familiare, in termini reali e al netto delle imposte sul reddito e dei contributi sociali, è stato superiore di circa il 3 per cento rispetto a quello rilevato nell'indagine sul 2016 ma ancora inferiore di oltre il 12 per cento a quello registrato nel 2006, prima della crisi finanziaria globale”*<sup>22</sup>. Tra il 2016 e il 2020, il reddito medio familiare è stato influenzato da diverse fonti: il reddito da lavoro indipendente, il reddito da trasferimenti, i redditi da capitale e quelli da lavoro autonomo. Nel caso del reddito da lavoro dipendente, si è osservata una crescita del numero dei percettori che, insieme all'aumento delle retribuzioni medie annue pro capite, hanno favorito una crescita di tale tipologia di reddito. La stessa crescita si riscontra nel reddito da trasferimento, che è stato anche sostenuto dall'insieme dei nuovi strumenti di sostegno introdotti tra il 2016 e il 2019, nonché dagli interventi straordinari applicati nel 2020 per fronteggiare le conseguenze economiche della pandemia. Al contrario, i redditi da capitale e da lavoro autonomo

---

<sup>21</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

<sup>22</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

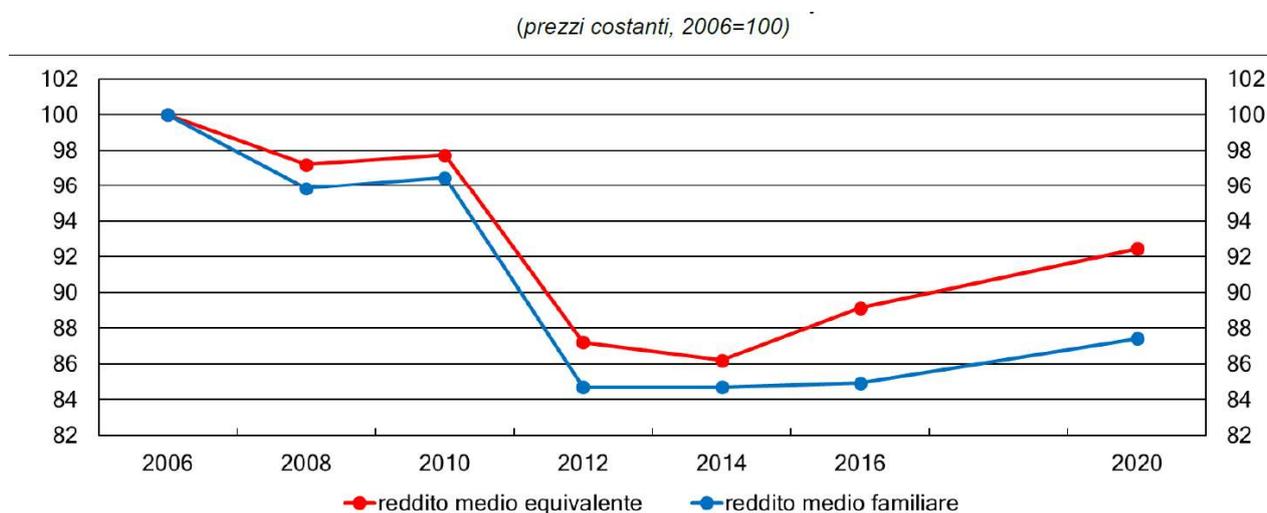
hanno subito una diminuzione: nonostante la crescita dei loro valori medi, tale riduzione si presenta a causa della riduzione delle famiglie percepenti tali tipi di reddito.

Per considerare il reddito in una prospettiva di benessere, è utile prendere in considerazione il reddito medio equivalente, una misura che meglio approssima il benessere economico individuale tenendo conto della dimensione familiare e delle economie di scala che ne derivano.

Infatti, il reddito equivalente è il reddito di cui un membro di una famiglia dovrebbe disporre per raggiungere lo stesso livello di benessere che otterrebbe se visse da solo. Viene calcolato assegnando a ciascun membro della famiglia un peso che dipende dalla sua età; la somma di questi pesi restituisce il numero di adulti equivalenti della famiglia. Il reddito equivalente è dato dal rapporto tra il reddito familiare complessivo e il numero di adulti equivalenti. Per calcolarlo, si adotta la scala di equivalenza dell'OCSE modificata, che attribuisce un coefficiente pari a 1 al capofamiglia, 0,5 ai componenti con almeno 14 anni e 0,3 a quelli con meno di 14 anni.

Considerando l'andamento del reddito medio equivalente a partire dal 2006 in **Errore. L'origine r iferimento non è stata trovata.**, questo ha visto una sostanziale riduzione fino al 2012 (circa il 13% in meno del 2006), seguita da una lenta ripresa a partire dal 2014, arrivando ad un aumento del 3,7% nel 2020 rispetto al 2016.

Figura 3 Reddito medio familiare ed equivalente in Italia dal 2006 al 2020 a prezzi costanti.



Fonte: Elaborazioni sull'archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, versione 11.1.

Fonte 8: Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia

[chrome-extension://efaidnbmninnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\\_IBF\\_2020.pdf](chrome-extension://efaidnbmninnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo_IBF_2020.pdf)

Per quanto riguarda la disuguaglianza, l'Indice di Gini del reddito equivalente mostra un andamento complessivamente crescente dal 2006, mantenendo per il 2020 un valore pressoché costante a

quello della precedente Indagine sui Bilanci delle Famiglie: nel 2016 si attesta al 33,5%, dopo aver assunto, nel 2012 e nel 2014, circa il 33%. Da quanto osservato, si può affermare che la pandemia abbia avuto un effetto limitato sulla disuguaglianza: questo è stato possibile grazie alle misure di sostegno del reddito introdotte nel periodo di distanza tra le due indagini. Nonostante la recente costanza dell'indice di Gini, confrontando questi valori con il 32% del 2006, si nota un trend di crescita della disuguaglianza. Infatti, negli anni precedenti, seguiti alla crisi finanziaria globale, il livello della disuguaglianza, misurato dall'indice di Gini, è aumentato di 1,5 punti percentuali riportandosi in prossimità dei livelli toccati alla fine degli anni Novanta del secolo scorso (34,3%).

### **1.4.3.3. La ricchezza delle famiglie**

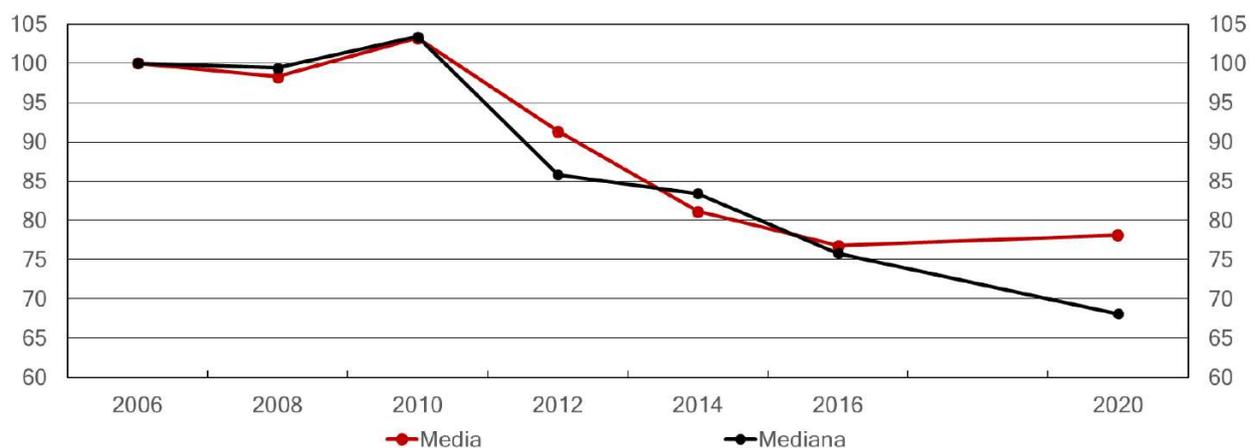
Nel considerare la situazione finanziaria delle famiglie e il loro relativo benessere, è importante considerare l'andamento della ricchezza stessa di questi soggetti: *“oltre all'importanza intrinseca dei valori della ricchezza delle famiglie, quest'ultimi sono importanti per gli effetti che possono avere sulle variabili macroeconomiche, in particolare sui consumi”* (Caprara, De Bonis, & Infante, 2018).

Osservando i dati raccolti da ISTAT e Banca d'Italia dal 2005 al 2022, si osserva che a fine 2022 la ricchezza netta delle famiglie italiane è stata pari a 10.421 miliardi di euro, 8,1 volte il loro reddito disponibile. In accordo con quanto affermato in precedenza sull'importanza delle abitazioni all'interno della ricchezza delle famiglie, si riscontra come l'aumento delle attività non finanziarie nel 2022 (+2,1%) sia stato soprattutto legato all'aumento del valore delle abitazioni, che ha registrato il più elevato tasso di crescita dal 2009; il peso di questa componente sul totale della ricchezza lorda ha raggiunto il 46,3% costituendo anche per il 2022 la principale forma di investimento delle famiglie<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Figura 4 Ricchezza netta media e mediana delle famiglie (prezzi 2020; 2006 = 100)



Fonte: Elaborazioni sull'archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, versione 11.1

Fonte 9: Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

Considerando L'indagine sui Bilanci delle Famiglie italiane<sup>24</sup>, a fine 2020 la ricchezza netta media a disposizione delle famiglie italiane, misurata come somma delle attività reali e delle attività finanziarie, al netto delle passività finanziarie, risulta essere circa 341.000 euro; risulta invece nettamente inferiore la ricchezza netta mediana, con un valore di 151.000 euro. Come osservato in Figura 5, si evidenzia un aumento della ricchezza media (in termini reali) pari al +1,7% rispetto ai valori riscontrati nel 2016. Sempre in confronto a tale anno, si nota un evidente aumento del divario tra ricchezza netta media e mediana, indicando un aumento del grado di disequaglianza nella distribuzione sopra citata (Figura 4).

Tale divario può essere motivato da vari fattori, come la leggera diminuzione del valore medio delle attività reali (-0,8% rispetto al 2016, a prezzi costanti), l'aumento delle attività finanziarie mediamente detenute dalle famiglie lungo tutta la distribuzione della ricchezza (+30,8%) e, infine, l'aumento del 20% della ricchezza media posseduta dal 5% delle famiglie più ricche. Questo ultimo dato risulta molto più impattante dell'aumento rilevato della ricchezza netta media del 30% delle famiglie più povere rispetto al 2016, in quale continua a rappresentare meno del 2% del patrimonio totale. Unendo queste considerazioni ad una diminuzione della ricchezza media delle classi centrali

<sup>24</sup> Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

della distribuzione della ricchezza, si può quindi osservare un complessivo incremento della disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza netta.

#### 1.4.3.3.1. Componenti della ricchezza: le attività finanziarie

Nel 2020 si registra un aumento della quota di famiglie in possesso di attività finanziarie<sup>25</sup>, che passa dal 84% del 2016 all'91%. Questa percentuale risulta essere in linea con i valori registrati prima della crisi finanziaria.

Il valore medio familiare delle attività finanziarie del 2020 risulta essere pari, tra le famiglie che le possedevano, a 69.000 euro. Le attività finanziarie risultano essere prevalentemente depositi bancari o postali in conto corrente: solo il 23% delle famiglie detiene attività finanziarie diverse da quelle sopra citate; per la maggior parte, si tratta di investimenti gestiti, cioè fondi comuni e gestioni patrimoniali.

La distribuzione delle attività finanziarie è analoga a quella della ricchezza netta. Il 50% delle famiglie italiane con patrimonio netto più basso detiene solo circa il 7% della ricchezza finanziaria lorda complessiva; infatti, quasi la metà delle attività finanziarie è in possesso delle famiglie facenti parte del 3% più ricco.

A tali divari si associano portafogli con composizione molto diversa. Le famiglie appartenenti al quinto più povero detengono principalmente depositi; nelle classi centrali di ricchezza netta cresce progressivamente la quota di titoli di Stato, obbligazioni private e investimenti gestiti (prevalentemente fondi comuni); la detenzione diretta di azioni e la gestione di una parte cospicua delle attività finanziarie a operatori professionali è prevalentemente diffusa tra le famiglie appartenenti al 20% più abbiente della popolazione.

Secondo la Relazione di Banca d'Italia 2023<sup>26</sup>, la composizione dei portafogli ha subito, nel 2023, dei cambiamenti rispetto a quanto emerso dall'Indagine sui Bilanci delle Famiglie nel 2020: infatti, prosegue la tendenza verso la ricomposizione del portafoglio con attività i cui rendimenti abbiano seguito maggiormente il rialzo dei tassi di riferimento. L'aumento del costo opportunità di detenere

---

<sup>25</sup> Depositi bancari o postali, certificati di deposito, pronti contro termine italiani; Gestioni patrimoniali; Titoli di Stato italiani, Obbligazioni e fondi comuni, Azioni, partecipazioni italiane; Depositi e Titoli esteri (emessi da non residenti); Prestiti alla cooperative (Coop, Prestiti sociali, ecc.); Altre attività finanziarie (derivati, fondi non armonizzati quali fondi chiusi immobiliari, fondi di private equity, hedge funds, fondi speculativi, ecc...). Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nel 2020. indagine sul 2020 - Questionario

<sup>26</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023  
[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re\\_l\\_2023.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/re_l_2023.pdf)

delle attività liquide ha influenzato la notevole diminuzione nel possesso di depositi a vista, i quali scendono per la prima volta dal 2012 in favore in un aumento nella detenzione degli altri depositi, che raggiungono il loro valore massimo dal 2013, pari a 30 miliardi di euro. Complessivamente, si nota comunque una diminuzione della percentuale dei depositi all'interno della ricchezza finanziaria, con una diminuzione rispetto al 2022 (si passa dal 26,9% al 24,5%).

Un altro cambiamento nella composizione del portafoglio delle famiglie risulta essere la triplicazione degli investimenti in titoli obbligazionari per il 2023, passando ad un valore di 7,5% delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Questo aumento ha riguardato maggiormente i titoli pubblici italiani, con un aumento della loro incidenza al 4,8%, valore massimo dal 2013. Per quanto riguarda i titoli pubblici italiani, *“hanno riguardato soprattutto le obbligazioni con scadenze più brevi (zero coupon) e quelle caratterizzate da un profilo di remunerazione crescente nel tempo”*<sup>27</sup>. *“Alla fine del 2023 queste due categorie rappresentavano rispettivamente l'11 e il 18 per cento del totale dei titoli del debito pubblico italiano detenuti direttamente dalle famiglie”*<sup>28</sup>. Un altro importante fattore della crescita degli investimenti in titoli obbligazionari è legato alla detenzione da parte delle famiglie di prodotti del risparmio gestito (quote di fondi comuni, polizze assicurative e fondi pensione). Infatti, attraverso tali strumenti, le famiglie investono indirettamente in titoli obbligazionari: secondo quanto affermato nella Relazione Annuale di Banca d'Italia 2023, dalle *“Secondo stime ottenute con il metodo del look-through, che rende esplicite le attività sottostanti a tali prodotti, alla fine del 2023 i titoli pubblici che le famiglie detenevano indirettamente erano quasi il doppio di quelli detenuti direttamente; l'ammontare complessivo era prossimo a 860 miliardi di euro, di cui due terzi rappresentati da titoli italiani”*<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/rel\_2023.pdf

<sup>28</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/rel\_2023.pdf

<sup>29</sup> Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023  
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/rel\_2023.pdf

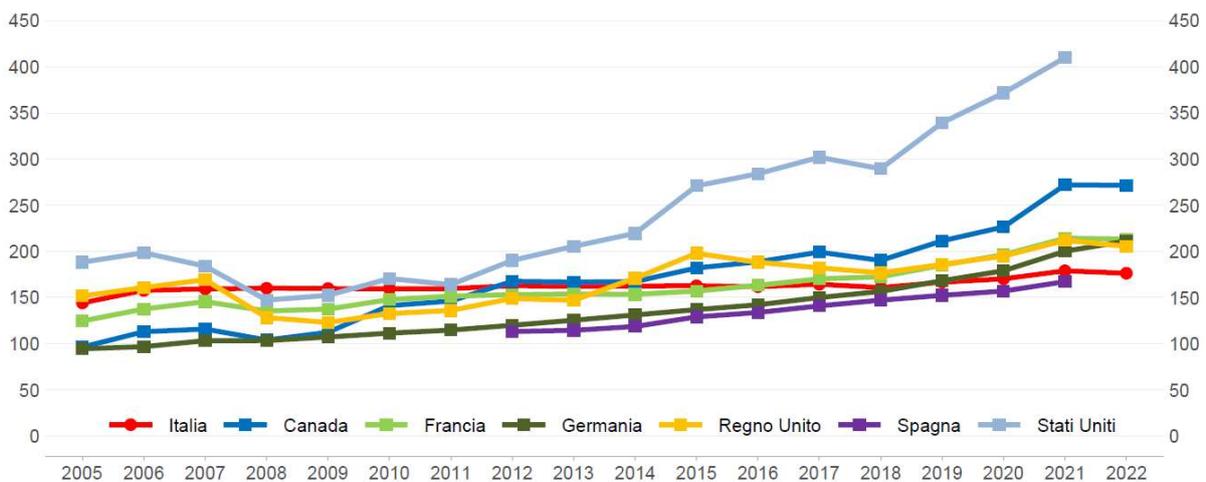
#### 1.4.3.4. L'Italia nel confronto internazionale

Parlando del 2021 e del 2022, si effettua in questo paragrafo un'analisi dell'evoluzione della ricchezza delle famiglie italiane secondo una prospettiva di lungo periodo. Tale analisi prevede un confronto tra i cambiamenti della ricchezza e della partecipazione al mercato azionario in Italia rispetto alle dinamiche presenti in altre economie avanzate, come Germania, Spagna, Francia, Regno Unito, Stati Uniti, Canada e Giappone.

##### 1.4.3.4.1. Ricchezza reale e finanziaria

Nel 2022, per la ricchezza netta delle famiglie, in rapporto alla popolazione, l'Italia si posiziona in ultima posizione con 176.000 euro nel confronto internazionale. Come osservato nella Figura 5, tale posizione potrebbe essere occupata dalla Spagna, della quale però non si dispone dei dati del 2022. Nel caso degli altri Stati in esame, il primato per ricchezza netta pro capite risulta occupato dagli Stati Uniti, seguiti poi dal Canada. Successivamente si collocano Francia, Germania e Regno Unito, i quali occupano delle posizioni prossime tra di loro.

Figura 5 Ricchezza netta pro capite delle famiglie nel confronto internazionale (c) (migliaia di euro; 2005 - 2022)



(c) Per consentire una maggiore comparabilità internazionale, il totale delle attività non finanziarie è calcolato come somma di capitale fisso e terreni; sono dunque escluse le scorte, il cui valore non è disponibile per alcuni paesi. Per tale ragione alcuni indicatori possono differire da quanto riportato in altre sezioni della pubblicazione. Valori a prezzi e cambi correnti.

Fonte: Istat e Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat per Francia, Germania e Spagna; OCSE per il Canada e gli Stati Uniti; ONS per il Regno Unito. Per la Spagna i dati sulle attività non finanziarie sono disponibili dal 2012 al 2021, mentre per gli Stati Uniti manca il dato del 2022.

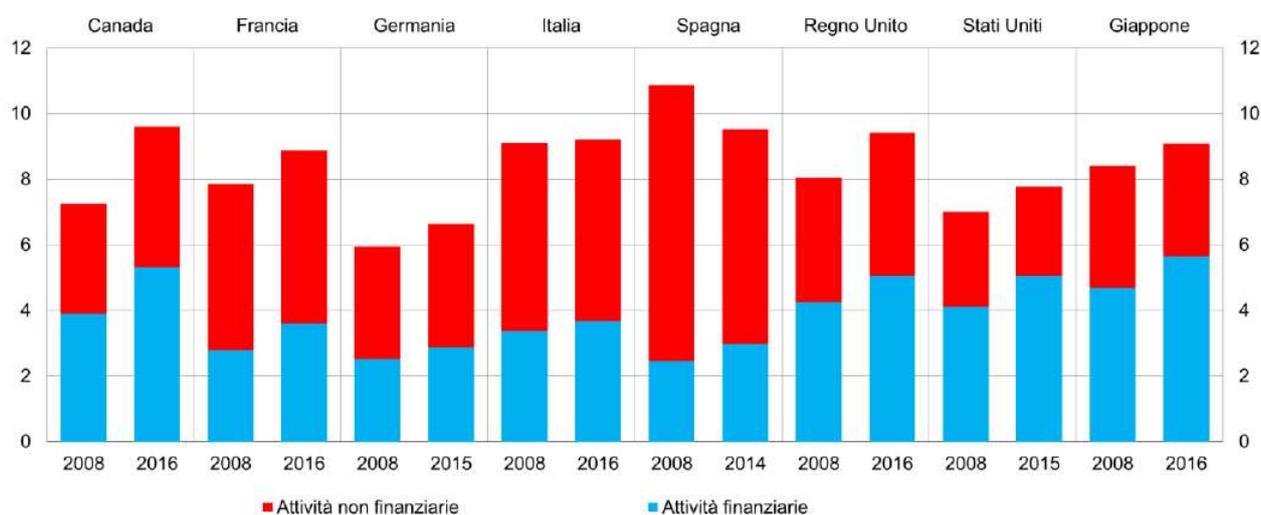
Fonte 10: Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022

[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Considerando l'arco temporale tra il 2008 e il 2018, durante tale periodo il portafoglio finanziario delle famiglie italiane è diventato più simile a quello medio dei paesi avanzati. Invece, il debito delle famiglie italiane, nel confronto con gli altri paesi, rimane il più basso.

Effettuando un confronto tra il 2008, si nota come vi sia una prevalenza della ricchezza reale sulla ricchezza finanziaria, particolarmente evidente nel caso di Francia, Spagna e Italia. Questo conferma la rilevanza degli investimenti non finanziari, e soprattutto immobiliari, in Italia. I due aggregati sono invece equivalenti nel Regno Unito. Al contrario, negli Stati Uniti, nel Canada, in Giappone e in Germania la ricchezza reale delle famiglie è minore di quella finanziaria. Le motivazioni alla base di queste differenze risiedono nel fatto che *“i primi due paesi si caratterizzano per un forte sviluppo dei mercati finanziari e per una densità della popolazione molto bassa, che deprime i prezzi della terra e delle abitazioni fuori dai grandi centri urbani (Glaeser et al., 2012). La Germania si caratterizza invece per la bassa percentuale della popolazione che vive in case di proprietà, per la diffusione del social housing, per una dinamica dei prezzi delle case più moderata, anche per l’assenza del boom del credito alle famiglie che aveva investito gli altri paesi europei fino alla crisi finanziaria globale”* (Caprara, De Bonis, & Infante, 2018).

Figura 6 Attività reali e finanziarie delle famiglie: un confronto tra paesi, in rapporto al reddito disponibile.

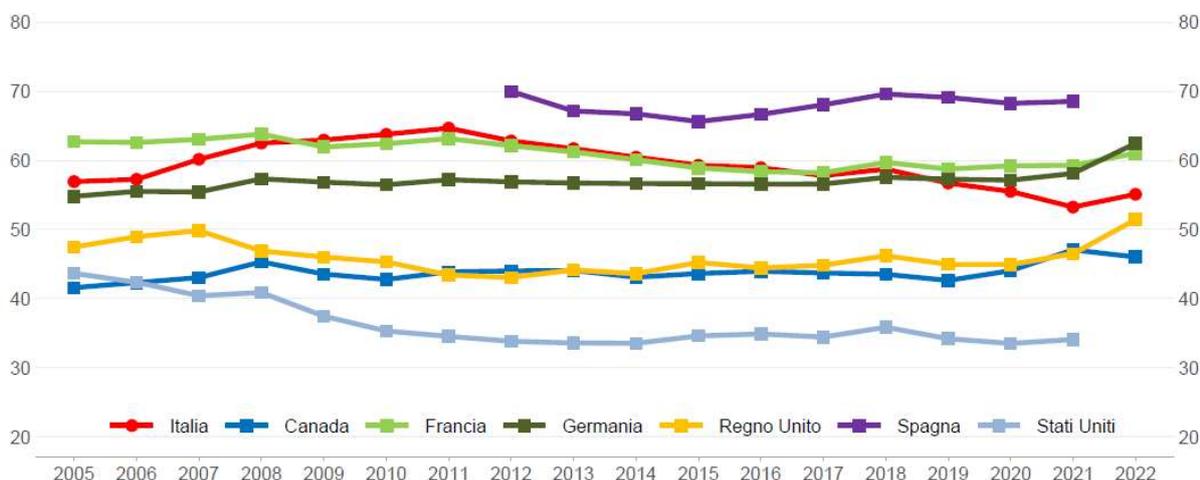


Fonte 11: D.Caprara, R. De Bonis, L.Infante (2018). *Questioni di Economia e Finanza – La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale*

In seguito al 2016, è possibile osservare diversi cambiamenti nella tendenza sopra illustrata. L'Analisi sulla ricchezza di Banca d'Italia, ISTAT (2024) "La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022" in Figura 7 riporta il peso delle attività non finanziarie (calcolato come somma di capitale fisso e terreni) in rapporto alla ricchezza lorda di Italia, Canada, Francia, Germania, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti dal 2005 al 2022. Confrontando i due grafici si nota come, dopo il 2016, si osservi un aumento della percentuale di attività non finanziarie sulla ricchezza lorda, soprattutto nel caso di Germania, Regno Unito e Francia. Nel 2022 il peso delle

attività non finanziarie delle famiglie, in rapporto alla ricchezza lorda, è stato pari al 55% per le famiglie italiane, collocandosi in una posizione inferiore a quella di Spagna, Francia e Germania, ma superiore agli altri Stati in esame.

Figura 7 Le attività non finanziarie delle famiglie nel confronto internazionale (d) (in rapporto alla ricchezza lorda; valori percentuali; 2005-2022).



(d) Per consentire una maggiore comparabilità internazionale, il totale delle attività non finanziarie è calcolato come somma di capitale fisso e terreni; sono dunque escluse le scorte, il cui valore non è disponibile per alcuni paesi. Per tale ragione alcuni indicatori possono differire da quanto riportato in altre sezioni della pubblicazione.

Fonte: Istat e Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat per Francia, Germania e Spagna; OCSE per il Canada e gli Stati Uniti; ONS per il Regno Unito. Per la Spagna i dati sulle attività non finanziarie sono disponibili dal 2012 al 2021, mentre per gli Stati Uniti manca il dato del 2022.

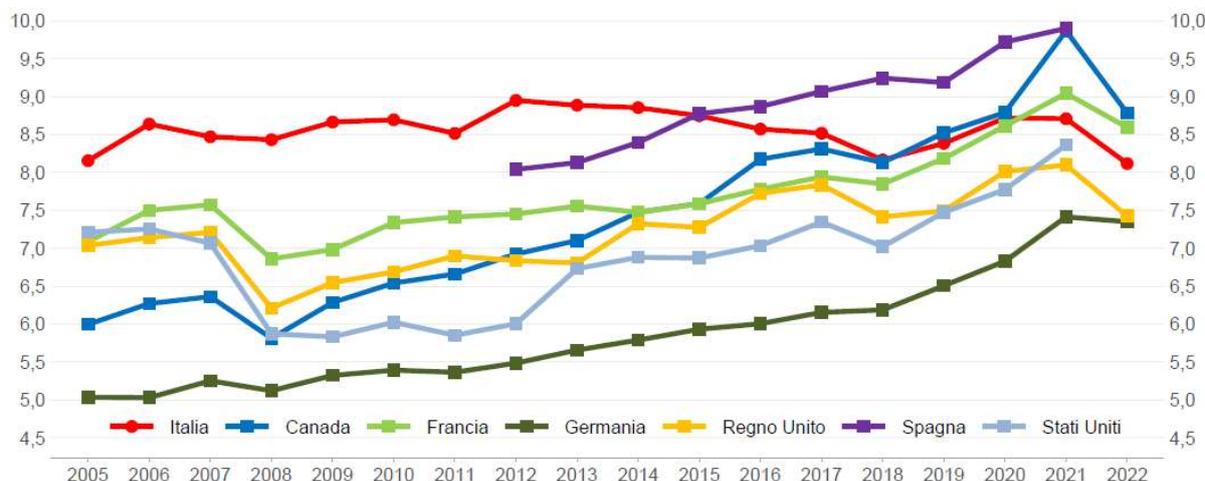
Fonte 12: Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022

[chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Considerando gli Stati sopra citati, la ricchezza netta in rapporto al reddito lordo disponibile, ha subito diverse evoluzioni nell'arco di tempo che intercorre tra il 2005 e il 2022: dalla Figura 8 si osserva come, nel 2005-2006 si è verificata una nuova fase di crescita circa fino alla crisi finanziaria globale del 2007-2008, dovuta al fallimento di Lehman Brothers e alla conseguente Grande Recessione. Da tale periodo fino al 2017, è presente una lenta ripresa: nella gran parte degli Stati in esame, la ricchezza finanziaria delle famiglie ha superato i livelli raggiunti prima della crisi globale del 2007-2008. In seguito a tale periodo si osserva una nuova fase di contrazione della ricchezza netta delle famiglie tra il 2021 e il 2022, tra cui spicca il caso italiano, con un valore di ricchezza pari a quello raggiunto nel 2005 (8,1 volte il reddito disponibile). Secondo L'indagine ISTAT 2005-2022, "le attività finanziarie hanno largamente contribuito alla riduzione del rapporto, soprattutto nel Regno Unito. In Germania l'impatto negativo delle attività finanziarie è stato controbilanciato dalla

crescita delle attività non finanziarie. In Canada, invece, il calo è stato notevole, principalmente per la riduzione delle attività reali<sup>30</sup>.

Figura 8 Ricchezza netta delle famiglie nel confronto internazionale (b) (in rapporto al reddito lordo disponibile delle famiglie; 2005-2022). Fonte: di Banca d'Italia, ISTAT (2024) "La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022"



(b) Per consentire una maggiore comparabilità internazionale, il totale delle attività non finanziarie è calcolato come somma di capitale fisso e terreni; sono dunque escluse le scorte, il cui valore non è disponibile per alcuni paesi. Per tale ragione alcuni indicatori, quali ad esempio il rapporto tra ricchezza netta delle famiglie e reddito lordo disponibile, possono differire da quanto riportato in altre sezioni della pubblicazione.

Fonte: Istat e Banca d'Italia per l'Italia; Eurostat per Francia, Germania e Spagna; OCSE per il Canada e gli Stati Uniti; ONS per il Regno Unito. Per la Spagna i dati sulle attività non finanziarie sono disponibili dal 2012 al 2021, mentre per gli Stati Uniti manca il dato del 2022.

#### 1.4.3.4.2. Composizione della ricchezza finanziaria

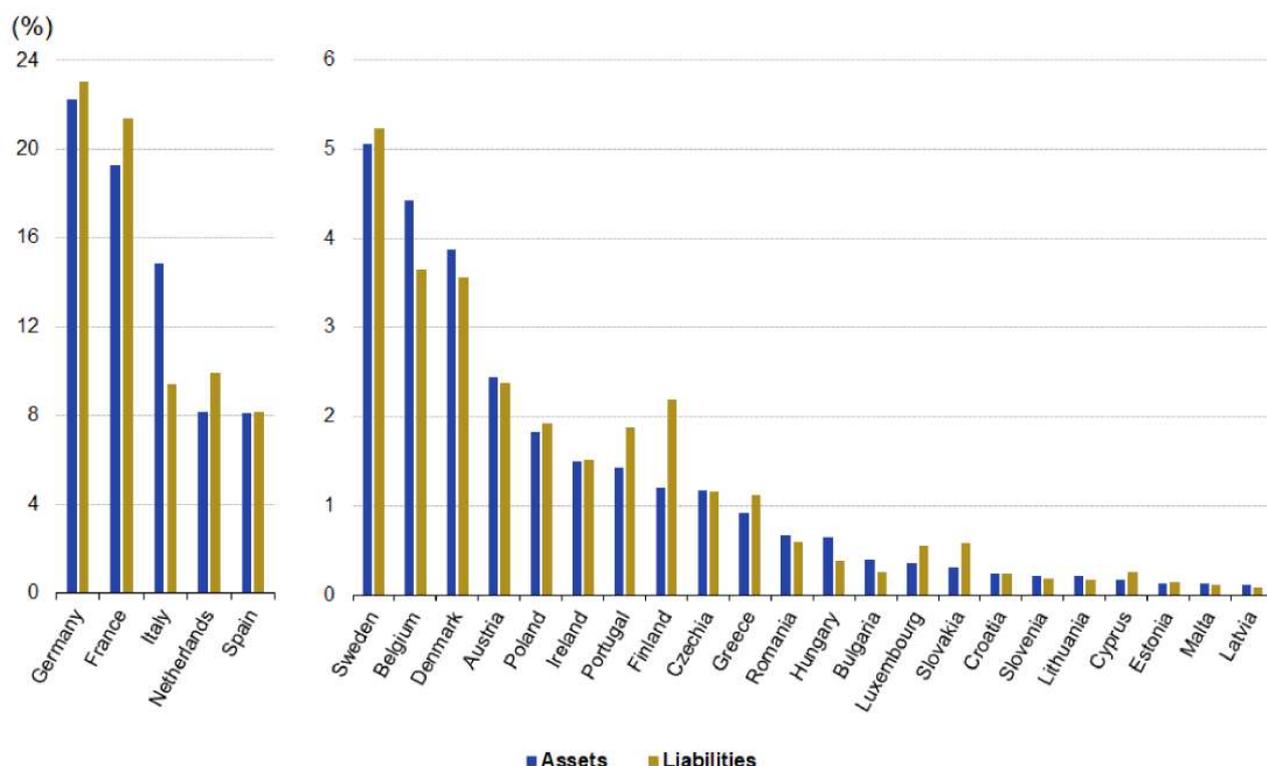
Secondo quanto affermato da Bartiloro L., M. Coletta, R. De Bonis e A. Mercatanti "Gli strumenti finanziari detenuti dalle famiglie fungono da guida sulle peculiarità dei sistemi finanziari negli Stati" (Household wealth in a cross-country perspective, 2012): si analizza quindi, con questo presupposto, la composizione della ricchezza finanziaria negli Stati dell'Unione Europea, con riferimento ai dati EUROSTAT del 2022.

Dalla Figura 9 è possibile osservare la quota degli assets e delle passività finanziarie delle famiglie appartenuta ad ogni Stato dell'Unione Europea: da tale grafico risulta evidente il peso principale di Germania, Francia, Italia, Olanda e Spagna. Infatti, secondo Eurostat(2024) "Households - statistics on financial assets and liabilities", nel 2022 "La Germania deteneva più di un quinto delle attività finanziarie (22,2%) e delle passività (23,0%) delle famiglie dell'UE, mentre le quote della Francia erano poco meno di un quinto per le attività (19,3%) e poco più di un quinto per le passività (21,4%).

<sup>30</sup> Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022 [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\\_RSI\\_29012024\\_IT.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche_RSI_29012024_IT.pdf)

Seguono l'Italia con il 14,9 % delle attività finanziarie e una quota notevolmente inferiore (9,4%) delle passività finanziarie e l'Olanda con l'8,1% delle attività finanziarie e il 9,9% delle passività finanziarie. A parte la Spagna e la Svezia, gli altri Stati membri detenevano meno del 5,0 % ciascuno. Cinque Stati membri – Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna – rappresentavano collettivamente il 72,6 % delle attività finanziarie e il 71,9 % delle passività finanziarie delle famiglie nell'UE<sup>31</sup>.

Figura 9 Quota delle attività e passività finanziarie totali delle famiglie nell'Unione Europea, 2022



Note: different scales are used for the two parts of the figure. Provisional.  
 Source: online data code (nasa\_10\_f\_bs)



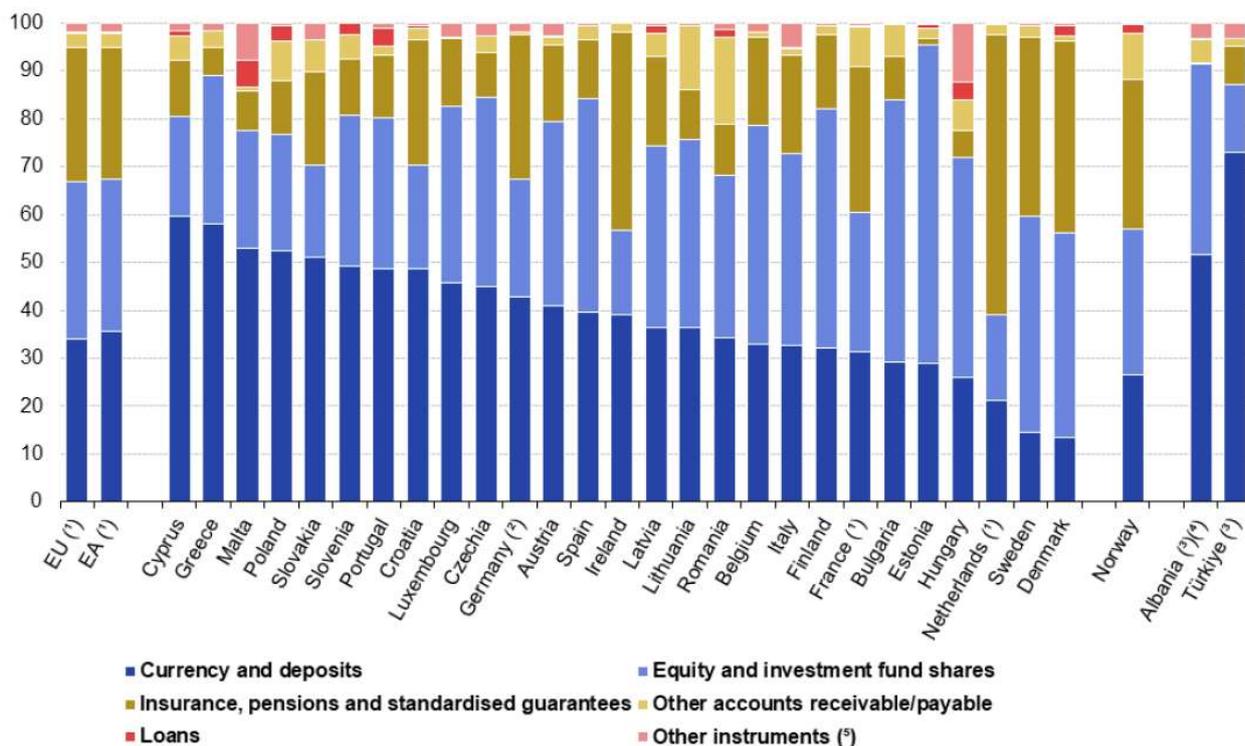
Fonte 13: Eurostat(2024) Households - statistics on financial assets and liabilities. Statistics Explained (<https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/>)

Nell'osservare invece la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie dell'UE, emerge come nel 2022, gli strumenti finanziari preferiti dalle famiglie fossero azioni e quote nei fondi comuni d'investimento, i depositi e moneta, le assicurazioni, pensioni e garanzie standardizzate. Nel caso delle passività finanziarie, la maggior parte risultano essere prestiti.

<sup>31</sup> Eurostat(2024) Households - statistics on financial assets and liabilities. Source : Statistics Explained (<https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/>) - 16/04/2024

In Figura 10 si presenta la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie, in base al loro Stato europeo di appartenenza: considerando il totale degli assets finanziari delle famiglie dell'UE nel 2022, i depositi e la moneta risultano essere gli assets maggiormente detenuti, con una percentuale del 34,1%. Questi sono poi seguiti dalle azioni e dalle quote in fondi comuni d'investimento (32,8%) e dagli investimenti in assicurazioni, pensioni e garanzie standardizzate (27,8%). Quanto emerge è confermato anche nel caso di Italia, e Spagna, che risultano possedere un'alta percentuale di moneta e depositi, seguita poi da azioni e quote in fondi comuni d'investimento; la Francia si colloca in una posizione intermedia, in linea con la media UE, con una percentuale più alta di investimenti in assicurazioni, pensioni e garanzie standardizzate; la stessa tendenza si riscontra in Germania che, a differenza dei 3 Stati nominati finora, possiede delle quote minori in azioni e quote in fondi d'investimento. Una posizione curiosa risulta essere quella dell'Olanda, in cui gli investimenti in assicurazioni, pensioni e garanzie standardizzate sono lo strumento più diffuso.

Figura 10 Percentuale dei tipi di assets delle famiglie, 2022. (quota % sul totale degli assets finanziari delle famiglie).



(\*) Provisional.

(\*) Loans: not available.

(\*) 2021.

(\*) Financial derivatives and employee stock options: not available.

(\*) Sum of: monetary gold and special drawing rights (SDRs); debt securities; financial derivatives and employee stock options.

Source: Eurostat online data code (nasa\_10\_f\_bs)

#### **1.4.3.4.3. Partecipazione al mercato azionario**

Un ultimo importante confronto, ai fini della nostra analisi, è quello sulla partecipazione delle famiglie al mercato azionario.

Questo aspetto risulta particolarmente importante in un confronto internazionale in quanto, il comportamento delle famiglie, in termini di partecipazione azionaria, differisce per diverse caratteristiche demografiche, tra cui istruzione, ricchezza finanziaria ed età dell'investitore. È interessante osservare non solo come la partecipazione al mercato azionario vari all'interno di alcuni stati dell'Unione Europea, ma anche come questi differiscano rispetto agli Stati Uniti.

Gli anni '90 hanno segnato un aumento notevole in termini di partecipazione delle famiglie al mercato azionario, sia all'interno dell'Europa che negli Stati Uniti. Questo aumento è stato osservabile sia in termini di "coinvolgimento diretto nella negoziazione in borsa di singoli titoli, sia di una partecipazione indiretta alle azioni attraverso la partecipazione a conti di investimento gestiti" (Guiso, Haliassos, & Jappelli, Stockholding: a European comparison. In Stockholding in Europe, 2003).

Analizzando il tasso di partecipazione delle famiglie al mercato azionario in base agli Stati europei sopra citati, il Regno Unito risulta presentare il tasso più alto, sebbene comunque questo sia inferiore a quello registrato negli Stati Uniti. Al Regno Unito seguono Olanda e Francia, mentre l'Italia si colloca al quarto posto.

È interessante notare che vi sia una sostanziale differenza nelle preferenze delle famiglie alla partecipazione diretta in azioni rispetto alla partecipazione ai fondi comuni di investimento: questo è importante perchè "la partecipazione a fondi comuni di investimento comporta in genere una diversificazione sostanzialmente maggiore del rischio di detenzione di azioni tra diversi titoli rispetto alla detenzione diretta di azioni" (Guiso, Haliassos, & Jappelli, 2003). Sempre secondo Guiso et. Al (2003), dalla Tabella 6. si nota come le famiglie italiane, olandesi e francesi tendano a preferire una maggiore partecipazione con detenzione indiretta di azioni nei fondi comuni di investimento; per contro, le famiglie britanniche e statunitensi sono invece maggiormente predisposte per una partecipazione al mercato azionario con detenzione diretta di azioni.

Tabella 6 Partecipazione totale delle famiglie, nel mercato azionario e nel mercato dei fondi comuni d'investimento: caso completo, caso senza istruzione universitaria, caso con famiglie con istruzione universitaria.

	France	Germany	Italy	Netherlands	UK	US
<i>Total sample</i>						
Stocks	0.15	0.17	0.07	0.14	0.27	0.19
Mutual fund	0.13	—	0.11	0.16	0.16	0.16
Total participation	0.23	—	0.15	0.24	0.34	0.48
<i>No college education</i>						
Stocks	0.13	0.14	0.06	0.08	0.22	0.13
Mutual fund	0.12	—	0.09	0.11	0.11	0.10
Total participation	0.21	—	0.13	0.16	0.27	0.39
<i>College education</i>						
Stocks	0.23	0.28	0.22	0.22	0.40	0.31
Mutual fund	0.18	—	0.28	0.23	0.27	0.29
Total participation	0.32	—	0.37	0.35	0.50	0.69

Fonte 15: L. Guiso, M. Haliassos, T. Jappelli (Stockholding: a European comparison. In Stockholding in Europe, 2003)

Analizzando la correlazione tra istruzione e partecipazione azionaria, emerge come, all'aumentare del livello di istruzione, spesso segua un aumento del tasso di partecipazione delle famiglie al mercato azionario. Nel caso di passaggio dal livello di istruzione inferiore alla scuola superiore a quello universitario, il tasso risulta spesso raddoppiare. Questo è confermato anche da L. Menkhoff, J. Westermann in "Determinants of stock market participation" Journal of Economic Surveys (2024), secondo cui, da un punto di vista quantitativo, si quantificano gli "effetti marginali dell'alfabetizzazione finanziaria e del capitale umano (anni scolastici) sulla probabilità di partecipare al mercato azionario in Europa (rispettivamente circa il 6,2% e l'1,2%)" (Menkhoff & Westermann, 2024). Trovano inoltre conferma nei loro studi del fatto che "Una maggiore efficacia dell'istruzione (rapporto studenti-insegnanti più basso) è anche positivamente associata alla partecipazione al mercato azionario a livello nazionale" (Menkhoff & Westermann, 2024).

Nel 1998, nel Regno Unito, il 41% dei laureati sono azionisti, mentre solo il 22% di coloro che non hanno una laurea partecipa al mercato azionario. In Francia le percentuali sono rispettivamente del 23% e del 13%. La differenza più evidente tra i diversi gruppi di istruzione si presenta invece in Italia, in cui meno del 7% di coloro che non hanno una laurea sono azionisti mentre, nel caso di soggetti laureati, la partecipazione è maggiore del 22%.

Questi risultati risultano essere interessanti perché indicano come "il possesso di azioni da parte delle famiglie europee non è limitato alle famiglie più istruite, ma si è diffuso a tutte le classi scolastiche. Ciò significa, a sua volta, che ora ci sono contingenti significativi di azionisti europei con

*un background educativo limitato. Nella misura in cui l'istruzione è correlata positivamente con la sofisticazione finanziaria e la familiarità con gli strumenti finanziari, questa osservazione implica la presenza di un gruppo di investitori non sofisticati e potenzialmente imprevedibili” (Guiso, Haliassos, & Jappelli, 2003).*

Un altro importante determinante della partecipazione al mercato azionario è l'età: in una distinzione delle famiglie europee in famiglie di trentenni, quarantenni, ecc. si nota come, per tutti i paesi in esame, la partecipazione al mercato azionario segue un modello a forma di gobba se rapportata all'età. In generale, i tassi di partecipazione tendono a raggiungere il picco nella fascia di età 50-59 anni, mentre sono più bassi nelle fasce di età più giovani e più anziane.

L'unica eccezione, negli Stati in analisi, risulta essere i Paesi Bassi, in cui si osserva una tendenza al rialzo della partecipazione con l'aumentare dell'età.

La presenza di una curva a gobba nei tassi di partecipazione degli altri Stati in esame rende difficile la spiegazione di tale andamento, che potrebbe essere associato a più fattori. Una delle spiegazioni potrebbe essere il legame tra questo fenomeno e i costi fissi associati all'ingresso nel mercato azionario, che possono influenzare la decisione di una famiglia di investire in azioni. Di fronte a tali costi, che possono includere sia costi oggettivi che costi percepiti, le famiglie con un potenziale investimento limitato in azioni potrebbero decidere che non vale la pena sostenere il costo per partecipare al mercato azionario. Questo spiegherebbe perché le famiglie giovani, a causa delle loro risorse limitate e delle difficoltà nell'ottenere prestiti, tendono a rientrare in questa categoria. Anche le famiglie anziane possono essere incluse in questo gruppo, principalmente perché la mancanza di un flusso di reddito da lavoro garantito le porta a detenere solo una quantità limitata di attività rischiose. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione nei paesi europei suggerisce che la maggior parte degli azionisti europei si trova nelle fasi avanzate della loro carriera lavorativa. Questo implica che, le famiglie che scelgono di partecipare al mercato azionario, tendono ad avere lavori più stabili, un minor rischio di disoccupazione e una riserva di altre attività più ampia rispetto a un gruppo di azionisti più giovane.

Considerando questa assunzione e quanto affermato in precedenza in merito all'istruzione, si potrebbe dunque affermare che, se “l'istruzione è correlata positivamente con la partecipazione alle azioni, sembra che gli azionisti europei dovrebbero avere sia la sofisticatezza che le risorse per resistere a oscillazioni moderate nei mercati azionari” (Guiso, Haliassos, & Jappelli, 2003).

L'importanza delle risorse finanziarie è inoltre ribadita dalla correlazione tra partecipazione al mercato azionario e ricchezza finanziaria. Se, in base a quanto precedentemente affermato, il tasso

di partecipazione al mercato azionario raggiunge un picco sulla fascia di famiglie sui 50-59 anni, che risulta essere la fascia finanziariamente più stabile, le fasce più basse di distribuzione di ricchezza, indipendentemente dall'età, presentano una bassissima percentuale di famiglie che investono in azioni. Questo potrebbe dunque confermare che la presenza di costi d'ingresso sia una barriera all'ingresso del mercato azionario per le famiglie con minore ricchezza finanziaria.

## 2. Il rischio

Dal punto di vista finanziario, il rischio risulta essere estremamente rilevante: come affermato da C. Lucarelli in “La rappresentazione del rischio. Alcune evidenze empiriche”, “Il rapporto tra risparmiatori, intermediari e mercati finanziari si fonda intrinsecamente su un processo di presa di decisioni in condizioni di incertezza. Sebbene si sia consapevoli che le dimensioni di incertezza e di rischio possano non coincidere sul piano concettuale, ogni “contratto di investimento”, siglato tra risparmiatori- intermediari-mercati, consiste in un contratto sul rischio (finanziario)”<sup>32</sup>. Infatti, il rischio risulta essere un argomento presente in una grande fetta della letteratura finanziaria: sia nelle teorie riguardanti il come e il perché gli individui si privino di liquidità corrente, sia all’interno di moderne formule finanziarie come il CAPM, oppure anche nei concetti su cui si basa il pricing di prodotti finanziari complessi. Si può quindi affermare che “il rischio finanziario diviene la dimensione che sintetizza e semplifica molti aspetti delle relazioni risparmiatori-intermediari-mercati”<sup>33</sup>.

Contestualizzando queste premesse nel caso della finanza domestica, risulta quindi particolarmente importante lo studio delle preferenze di rischio delle famiglie. Infatti, queste preferenze possono influenzare significativamente le decisioni finanziarie delle famiglie, comprese le scelte di investimento e la composizione del portafoglio. In questo contesto, gli studi di Guiso e Sodini<sup>34</sup> forniscono una base solida per comprendere l'importanza e l'impatto delle preferenze di rischio delle famiglie.

Studiare le preferenze di rischio delle famiglie è fondamentale per una serie di motivi. Prima di tutto, queste preferenze possono avere un impatto significativo sulle decisioni finanziarie delle famiglie. Ad esempio, le famiglie con una maggiore avversione al rischio potrebbero essere meno propense a investire in attività finanziarie rischiose, come le azioni (Zhang, 2017). Al contrario, le famiglie con una minore avversione al rischio potrebbero essere più propense a investire in tali attività. Le preferenze di rischio sono importanti anche nel guidare le famiglie nell’ampiezza degli investimenti in attività finanziarie rischiose: ad esempio, le famiglie con una maggiore tolleranza al rischio potrebbero essere più propense a investire in attività finanziarie rischiose, mentre quelle con una

---

<sup>32</sup>Citazione del testo “La rappresentazione del rischio. Alcune evidenze empiriche” di C. Lucarelli, contenuto in “La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità”. Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma (Consob, 2011)

<sup>33</sup> Citazione del testo “La rappresentazione del rischio. Alcune evidenze empiriche” di C. Lucarelli, contenuto in “La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità”. Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma (Consob, 2011)

<sup>34</sup> L. Guiso, P. Sodini (Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013)

minore tolleranza al rischio potrebbero preferire attività più sicure, come i titoli di Stato (Zhang, 2017).

In conclusione, le preferenze di rischio delle famiglie svolgono un ruolo cruciale nelle loro decisioni finanziarie e nelle scelte di portafoglio. Comprendere queste preferenze può aiutare a prevedere e spiegare i comportamenti finanziari delle famiglie, nonché a migliorare la progettazione di politiche pubbliche e prodotti finanziari.

### **2.1. L'importanza del rischio nel contesto della finanza domestica**

In accordo con quanto precedentemente affermato, uno dei più importanti aspetti per cui è importante considerare il rischio nel caso della finanza domestica, è la sua influenza sulla decisione delle famiglie nella partecipazione ai mercati finanziari.

Infatti, all'interno della finanza, il basso tasso di partecipazione al mercato azionario risulta essere un annoso enigma, su cui si è prodotta svariata letteratura allo scopo di trovare le ragioni alla base di questo fenomeno. Tale problema è stato in precedenza sottovalutato, rilegandolo solamente ad un problema riguardante esclusivamente i soggetti benestanti o i consulenti in materie d'investimenti: questo ha portato a trascurare le implicazioni sociali del fenomeno della bassa partecipazione al mercato azionario (Stock Market Participation). Infatti, come sostengono L. Menkhoff e J. Westermann "i guadagni derivanti dal possesso di asset rischiosi, come le azioni, non sono distribuiti in modo casuale nella società, ma sono concentrati tra coloro che sono già finanziariamente benestanti (Bach et al., 2020). In questo senso, gli elevati rendimenti dell'SMP contribuiscono a perpetuare o addirittura ad amplificare la disuguaglianza di ricchezza e reddito, mentre la disuguaglianza è spesso vista come uno dei principali problemi delle società attuali (Kuhn et al., 2020)" (Determinants of stock market participation, 2024).

La bassa partecipazione al mercato azionario può quindi essere la causa di una perpetrazione delle disuguaglianze tra famiglie, nel caso di ricchezza e reddito: nel campo della finanza domestica risulta quindi estremamente importante indagare le origini di questo fenomeno. Nel rilevare i determinanti della bassa partecipazione al mercato azionario, L. Menkhoff e J. Westermann si occupano di indicare alcuni di questi fattori determinanti ed inserirli all'interno di una struttura ottenuto da un modello di portafoglio statico standard, per poi valutarne l'evidenza empirica fornita. Questo processo è eseguito nell'ottica di identificare un impatto causale dei determinanti sulla SMP attraverso gli shock. Da questa analisi, emerge come uno dei gruppi di determinanti della bassa partecipazione al mercato azionario sia l'avversione al rischio individuale. Infatti "Sembra possibile che (i) il grado individuale di avversione al rischio sia così elevato che l'SMP sarà marginale e, in

combinazione con alcuni costi di partecipazione, potrebbe non verificarsi mai, (ii) che il rischio di fondo porti a una visione cauta delle partecipazioni azionarie” (Menkhoff & Westermann, 2024).

Un'altra importante ragione per cui il rischio risulta rilevante nella finanza domestica è il fatto che l'avversione al rischio è un fattore determinante delle scelte di portafoglio delle famiglie: questa teoria è confermata da più studi, come “On the determinants of portfolio choice” (Frijns, Koellen, & Lehnert, 2008), o “Investment in risky assets and participation in the financial market: does financial literacy matter?” (Oehler, Horn, & Wendt, 2024), secondo cui *“Il grado di avversione al rischio è uno dei principali fattori determinanti degli investimenti in attività rischiose e della partecipazione al mercato finanziario”* (Oehler, Horn, & Wendt, 2024).

L. Guiso e P. Sodini (Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013) evidenziano anche come, un altro importante motivo per considerare le preferenze di rischio delle famiglie sia il fatto che questo sia fondamentale per una corretta calibrazione dei modelli di scelta ottimale del portafoglio: infatti, all'interno di importanti teorie di scelta del portafoglio finanziario, basate sul quadro standard dell'utilità attesa di Von Neumann e Morgenstern, si evidenzia una relazione diretta tra frazione di ricchezza finanziaria investita in attività rischiose e le preferenze di rischio.

Uno tra i più importanti modelli di consumo e di scelta di portafoglio risulta essere quello di Merton (1969), in cui si definisce come  $\omega_i$  la quota di assets rischiosi ottimale dell'investitore  $i$  come:

$$\omega_i = \frac{Er_i^e}{\gamma_i \sigma_i^2}$$

In questa relazione, si indica come  $\sigma_i$  la volatilità del rendimento delle attività rischiose,  $Er_i^e$  il premio di rischio atteso, e  $\gamma_i$  il grado di avversione al rischio relativo di Arrow-Pratt. Questo modello risulta particolarmente importante in quanto, l'equazione sopra citata risulta essere alla base dell'identificazione del coefficiente di avversione al rischio relativo  $\gamma_i$  in diverse teorie, ma soprattutto per aver segnato un'evoluzione rispetto ai precedenti modelli legati alla scelta ottimale del portafoglio. Infatti, il modello di Merton del 1969 fornisce l'importante implicazione che, l'eterogeneità riscontrata nelle quote di portafoglio in merito agli assets rischiosi, debba essere spiegata attraverso le differenze negli atteggiamenti al rischio, i quali devono essere catturati dal coefficiente di avversione al rischio relativo  $\gamma_i$ . Questo risulta in netto contrasto con la passata letteratura, la quale si basava sul concetto che le famiglie dovessero detenere tutte un portafoglio di mercato aggregato, con la stessa quota di assets rischiosi per tutti gli investitori.

Il potere predittivo dell'avversione al rischio nella selezione del portafoglio viene anche confermato dallo studio di L. Guiso, M. Paiella, secondo i quali "le differenze nell'avversione al rischio tra gli individui dovrebbero manifestarsi nettamente nelle loro scelte professionali, nelle loro decisioni su come allocare i beni accumulati, quanta assicurazione acquistare sul mercato e quanto autoassicurarsi. In alcuni casi – come nella semplice teoria del portafoglio (Samuelson, 1969, Merton, 1969 e Gollier, 2001a) – la teoria arriva fino a implicare che tutte le differenze tra gli individui nella composizione del portafoglio osservata dovrebbero riflettere differenze nelle preferenze di rischio. Pertanto, l'enorme eterogeneità ben documentata delle quote di portafoglio tra le famiglie potrebbe essere tutta ricondotta a tali differenze. Più in generale, le differenze nell'avversione al rischio dovrebbero influenzare le scelte di investimento degli individui, con i più avversi al rischio che saranno pronti a rinunciare a rendimenti attesi relativamente più elevati per rendimenti con minore variabilità." (Guiso & Paiella, The role of risk aversion in predicting individual behavior, 2006).

Il lavoro di L. Guiso e M. Paiella (2006) risulta interessante perché scelgono di occuparsi di due importanti questioni nel campo delle preferenze di rischio: in primis si prefissano l'obiettivo di chiarire il ruolo delle differenze nelle preferenze di rischio degli individui, calcolando una stima dell'indice di Arrow-Pratt dell'avversione assoluta al rischio attraverso l'Indagine sui redditi e sulla ricchezza delle famiglie della Banca d'Italia del 1995. In seguito, si focalizzano sulla comprensione della relazione tra tale indice e "vari comportamenti che, secondo la teoria, dovrebbero essere fortemente influenzati dalle preferenze di rischio" (Guiso & Paiella, 2006), tra cui le scelte di portafoglio degli individui.

Per stimare l'indice di Arrow-Pratt, Guiso e Paiella scelgono di basarsi sull'Indagine sui Redditi e sulla Ricchezza delle famiglie (IBF), condotta dalla Banca d'Italia nell'edizione del 1995: questa indagine risulta particolarmente utile allo scopo grazie alla presenza di una sezione progettata per stimare gli atteggiamenti delle famiglie verso il rischio, infatti "Ad ogni partecipante è stato offerto un ipotetico bene negoziabile ed è stato chiesto di indicare il prezzo massimo che sarebbe disposto a pagare per averlo. Nello specifico: "Vorremmo farle una domanda ipotetica alla quale dovrete rispondere come se la situazione fosse reale. Ti viene offerta la possibilità di acquistare un bene che ti permette, con la stessa probabilità, o di guadagnare 10 milioni di lire oppure di perdere tutto il capitale investito. Qual è l'importo massimo che saresti disposto a pagare per questo bene?" (Guiso & Paiella, 2006). Si precisa che 10 milioni di lire corrispondono circa a 5000€, e che il guadagno atteso da tale investimento è pari al 16% del consumo annuo della famiglia media: questo rende

relativamente elevato il rischio relativo all'investimento. La strategia alla base di queste domande risiede nel suscitare negli individui degli atteggiamenti di rischio, i quali emergono, secondo quanto affermato da L. Guiso e M. Paiella, quando i soggetti si affidano alla massimizzazione dell'utilità attesa, sulla cui base si sceglie di caratterizzare l'avversione al rischio: *"infatti, i massimizzatori dell'utilità attesa si comportano in modo neutrale rispetto al rischio rispetto ai rischi minori, anche se sono avversi a rischi maggiori (Arrow, 1970)"* (Guiso & Paiella, 2006).

In seguito all'identificazione dell'equazione rappresentante la misura di Arrow-Pratt dell'avversione assoluta al rischio nel caso dell'asset ipotetico oggetto d'indagine, L. Guiso e M. Paiella si soffermano sulla rilevazione, attraverso la teoria, degli effetti delle preferenze di rischio sul comportamento degli individui; questi effetti vengono poi testati per verificare se la misura di Arrow-Pratt precedentemente rilevata abbia un potere predittivo coerente con la teoria, sulle scelte delle famiglie.

Tra i tanti aspetti decisionali indicati dalla teoria come influenzati dal grado di avversione al rischio, è presente anche quello delle scelte relative al portafoglio delle famiglie. Infatti, secondo la teoria del portafoglio standard, la quantità di ricchezza che un soggetto è disposto ad allocare in investimenti ad alto rischio dipende dal suo grado di avversione al rischio. Tenendo conto sia del potenziale di rendimento che del grado di rischio associato agli asset rischiosi, si prevede che coloro che sono più avversi al rischio opteranno per portafogli con un profilo di rischio più basso.

In seguito alle analisi relative all'effetto del grado di avversione al rischio sulla quota di portafoglio in attività finanziarie rischiose<sup>35</sup>, emerge che "L'indicatore di avversione al rischio ha un effetto negativo sulla decisione di possedere attività rischiose e il suo coefficiente è altamente significativo. Se stimata sull'intero campione di famiglie, la probabilità di detenere attività finanziarie rischiose (prima colonna) è quasi la metà tra i consumatori avversi al rischio rispetto a quelli inclini al rischio" (Guiso & Paiella, 2006). "Questo insieme di risultati conferma le stime probit: la quota investita in attività rischiose diminuisce all'aumentare del grado di avversione al rischio ed è inferiore tra gli avversi al rischio rispetto a quelli inclini al rischio" (Guiso & Paiella, 2006). Questo studio risulta quindi confermare ulteriormente che le differenze dei soggetti in merito all'attitudine verso il rischio si manifestino in differenze nella composizione dei loro rispettivi portafogli.

---

<sup>35</sup> obbligazioni private, azioni e fondi comuni di investimento. Da L. Guiso, M. Paiella "The role of risk aversion in predicting individual behavior", Banca d'Italia (2006)

## **2.2. La misura delle preferenze di rischio**

Dopo aver elencato le motivazioni per la rilevanza del rischio come oggetto di studio, è importante analizzare quali siano i fattori determinanti le preferenze verso il rischio delle famiglie e in che modo sia possibile misurarli. Secondo quanto affermato da L. Guiso e P. Sodini<sup>36</sup>, i ricercatori basano le misure sulle preferenze di rischio delle famiglie su due approcci: quello delle preferenze rilevate e quello sull'elicitazione<sup>37</sup> delle preferenze di rischio. Il primo di basa su una strategia che si occupa di rilevare l'avversione al rischio degli individui attraverso la quota di assets rischiosi presenti nel portafoglio degli investitori nella vita reale. Nel secondo caso invece, si ottengono le preferenze delle famiglie nei confronti del rischio attraverso la sottoposizione dei soggetti a degli esperimenti o a dei sondaggi.

All'interno di questo studio, saranno elencati diversi fattori determinanti le preferenze di rischio, i quali si baseranno su uno o entrambi gli approcci sopra citati.

È importante considerare quali siano le variabili che influenzano gli individui nell'assunzione del rischio in quanto, è osservabile come le preferenze di rischio degli individui siano altamente eterogenee: per poterle classificare e contestualizzare, è stato fondamentale effettuare degli studi focalizzati sull'influenza delle caratteristiche degli investitori sulle loro preferenze di rischio.

In questa sezione esploriamo se e come tale eterogeneità (nelle preferenze di rischio) potrebbe essere spiegata da caratteristiche degli investitori come la ricchezza finanziaria, l'età, il genere e l'istruzione. In particolare, saranno riportati di seguito vari studi sulla correlazione tra rischio e le caratteristiche sopra citate, con particolare attenzione a quanto emerge con l'utilizzo di campioni italiani. Lo scopo di questo capitolo è quindi illustrare non solo la letteratura relativa alla correlazione tra preferenze di rischio e caratteristiche degli investitori, ma se tale letteratura trovi un riscontro positivo anche quando il campione in analisi appartiene demograficamente all'Italia.

### **2.2.1. Ricchezza**

Il legame tra avversione al rischio e ricchezza è stato ampiamente analizzato in letteratura: secondo quanto sostenuto da L. Guiso e P. Sodini, la diminuzione dell'avversione assoluta al rischio all'aumentare della ricchezza sembra essere un fatto con un ampio consenso. Un fatto interessante risulta essere invece la difficoltà di interpretazione dell'andamento dell'avversione al rischio relativo

---

<sup>36</sup> L. Guiso, P. Sodini "Household Finance: An Emerging Field". Handbook of the Economics of Finance, (2013)

<sup>37</sup> Elicitare: dal latino "tirare fuori". In psicologia, riferito a comportamenti o condotte, stimolarli, ottenerli mediante domande o altri stimoli. Fonte: Treccani, Vocabolario. <https://www.treccani.it/vocabolario/elicitare/>

rispetto alla ricchezza, il quale sembra essere fondamentale per svariate ragioni, tra cui “è fondamentale per la determinazione del prezzo di mercato del rischio e di come si evolve nel tempo” (Guiso & Sodini, 2013).

Nello studio “Household finance: an emerging field”, L. Guiso e P. Sodini (2013) si occupano di citare vari studi focalizzati sulla determinazione della variazione dell’avversione al rischio rispetto alla ricchezza. Per fare questo, gli studi citati si basano su due tipologie di strategie empiriche: la prima utilizza l’approccio delle preferenze rilevate, studiando la risposta delle azioni rischiose a portafoglio rispetto a delle variazioni della ricchezza finanziaria delle famiglie; la seconda, invece, ottiene le misure di avversione al rischio attraverso i sondaggi.

La prima strategia è utilizzata da Calvet, Campbell e Sodini (Fight or flight? Portfolio rebalancing by individual investors, 2009a). Utilizzando le informazioni relative ai singoli titoli, presenti nel Registro patrimoniale svedese sono riusciti, attraverso l’approccio delle preferenze rilevate, a distinguere le variazioni attive e passive delle azioni a portafoglio. Questi dati risultano essere coerenti con la letteratura precedente, e “rilevano che la ricchezza finanziaria ha un effetto positivo sull’assunzione di rischi finanziari in un modello strutturale di ribilanciamento del portafoglio” (Guiso & Sodini, 2013). Inoltre, “I loro risultati supportano l’idea che gli investitori aumentano la loro quota di rischio man mano che diventano più ricchi e quindi hanno preferenze di rischio DRRA” (Guiso & Sodini, 2013).

Un esempio di studio sulla relazione tra rischio e ricchezza tramite l’elicitazione delle preferenze di rischio è invece costituito dallo studio di L. Guiso e M. Paiella (2008), i quali utilizzano l’Italian Survey of Households Income and Wealth (SHIW) per stimare la relazione tra l’avversione relativa al rischio  $\gamma_i$  e la ricchezza  $W_i$ :

$$\gamma_i = \frac{\lambda_i e^{\epsilon_i}}{W_i^\eta}$$

Attraverso l’uso di variabili strumentali, utilizzate per considerare le potenziali correlazioni tra la ricchezza e le preferenze di rischio non osservabili, stimano il coefficiente  $\eta$ , il cui valore solitamente oscilla tra -1 e 0. Al valore -1 corrisponderebbero preferenze di avversione al rischio assolute, mentre invece al valore 0 si associano delle preferenze di avversione al rischio relative. Ottenendo un valore di  $\eta$  compreso tra -0,6 e -0,7 osservano, all’aumentare della ricchezza, una riduzione dell’avversione al rischio assoluta, unita ad un aumento dell’avversione al rischio relativo.

Un ulteriore contributo all’analisi della relazione tra avversione al rischio e ricchezza viene apportata da L. Guiso e P. Sodini (Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013), in cui scelgono

di testare direttamente il modello di Merton, includendovi le misure ottenute di avversione al rischio e delle relative credenze su di esso, insieme alle informazioni sulle effettive allocazioni di portafoglio degli investitori. Nel loro studio, utilizzano le credenze relative al mercato azionario e gli indicatori di avversione al rischio raccolti attraverso l'indagine UCS del 2007. Dalla costruzione di regressioni Tobit della quota di rischio su dummies di avversione al rischio, convinzioni del mercato azionario e ricchezza totale, emerge che "gli investitori più avversi al rischio detengono quote di rischio significativamente inferiori, mentre coloro che si aspettano rendimenti azionari più elevati e percepiscono i titoli come meno rischiosi, detengono quote maggiori di attività rischiose. Questi effetti non solo sono qualitativamente coerenti con le previsioni del modello standard di Merton, ma sono anche quantitativamente importanti. Gli investitori più tolleranti al rischio hanno il 49% in più della loro ricchezza finanziaria investita in attività rischiose rispetto a quelli più avversi al rischio" (Guiso & Sodini, 2013).

Da questo studio emerge quindi come, dall'analisi delle attività rischiose allocate a portafoglio, si possa misurare una forte correlazione tra ricchezza e assunzione di rischio finanziario.

Sempre seguendo il filone di studi sul legame tra assunzione di rischio finanziario e presenza attività rischiose presenti nel portafoglio, un interessante contributo è fornito da "Investment in risky assets and participation in the financial market: does financial literacy matter?" di A. Oehler, M. Horn, S. Wendt (2024). Questo studio è effettuato utilizzando la terza ondata di dati del Panel on Household Finances (PHF) del 2017 compilato dalla banca centrale tedesca sulla relazione tra alfabetizzazione finanziaria ed investimenti delle famiglie in attività rischiose, si è occupato di utilizzare un modello di equazione strutturale (SEM) sul database sopra citato, introducendo anche "una serie di attività rischiose come proxy per la partecipazione al mercato finanziario, come fondi comuni di investimento, obbligazioni, azioni quotate in borsa, valore di attività private non autonome e altre attività finanziarie (ad esempio, valore totale di azioni in cooperative, metalli preziosi, opzioni, futures) che sono uniche per la letteratura" (Oehler, Horn, & Wendt, 2024). Anche da tale analisi, emerge come la ricchezza netta sia una variabile decisiva nella spiegazione della partecipazione degli individui ai mercati finanziari, e che la ricchezza netta delle famiglie sia il fattore più importante nel processo decisionale relativo alla scelta di investire in attività rischiose e di partecipare al mercato finanziario.

Anche lo studio di W. Zhang (2017) si prefigge di esaminare la relazione tra l'allocazione del portafoglio delle famiglie in azioni e la ricchezza familiare, concentrandosi sull'avversione al rischio

relativo della funzione di benessere delle famiglie. L'obiettivo è di dimostrare come l'allocazione del portafoglio delle famiglie in azioni varia con la ricchezza familiare.

L'analisi offre una spiegazione alternativa della scelta del portafoglio delle famiglie, coerente con l'osservazione empirica che le famiglie più ricche tendono a detenere una quota maggiore della loro ricchezza in attività rischiose. Questo fenomeno può essere spiegato considerando l'avversione al rischio relativo all'interno della famiglia. In particolare, se due decisori all'interno della famiglia hanno una preferenza standard per l'avversione al rischio relativo costante, ma con diverse avversioni al rischio relativo, l'avversione al rischio relativo della famiglia nel suo complesso diminuisce con l'aumento della ricchezza familiare. Questo fenomeno è noto come diminuzione dell'avversione al rischio relativo.

In altre parole, all'aumentare della ricchezza, la famiglia diventa meno avversa al rischio, il che spiega perché le famiglie più ricche tendono a investire una quota maggiore della loro ricchezza in attività rischiose come le azioni. Questo studio fornisce quindi una nuova prospettiva sulla scelta del portafoglio delle famiglie e sulla relazione tra avversione al rischio e ricchezza.

Da questo studio emerge che “l'avversione relativa al rischio della famiglia è una funzione decrescente della ricchezza quando due decisori hanno una preferenza CRRA (diverse avversioni relative al rischio) e condividono in modo efficiente il rischio di investimento” (Zhang, 2017).

Questo risulta in linea con gli studi sopra citati che analizzano la relazione tra rischio e ricchezza, ma non solo: considerando il rapporto tra partecipazione al mercato azionario, investimenti in attività rischiose e preferenze sul rischio delle famiglie, questo studio dimostra anche che, l'avversione al rischio trova un riscontro nelle scelte di portafoglio delle famiglie: “una quota maggiore della ricchezza familiare sarà destinata ad attività rischiose quando la famiglia avrà più soldi da investire. Ciò è coerente con l'evidenza empirica secondo cui le famiglie più ricche detengono una quota maggiore di attività rischiose” (Zhang, 2017).

La relazione tra avversione al rischio e la ricchezza è analizzata in maniera dettagliata anche dallo studio di L. Guiso e M. Paiella “Risk aversion, Wealth, and Background risk” (2008). Questo studio offre la possibilità non solo di ottenere un'ulteriore conferma del legame tra ricchezza e avversione al rischio basata su prove empiriche, ma permette anche di confrontare la letteratura precedentemente citata, confrontandola con uno studio effettuato con un campione italiano. Infatti, lo studio si basa su dati ottenuti dall'indagine sui Redditi e sulla Ricchezza delle famiglie italiane (detta IBF o SHIW), effettuata dalla Banca d'Italia nel 1995. In particolare, i dati in esame

riguardano la sezione relativa all'indagine sulla disponibilità a pagare, da parte delle famiglie, per un ipotetico titolo rischioso.

Durante questo studio, L. Guiso e M. Paiella, si occupano di costruire una "misura dell'indice Arrow-Pratt dell'avversione assoluta al rischio della funzione di utilità nel corso della vita del consumatore" (Guiso & Paiella, 2008). Tale indice viene poi collegato agli indicatori di ricchezza dei consumatori, nonché alle loro caratteristiche demografiche, per effettuare un controllo sull'eterogeneità delle preferenze individuali.

Secondo quanto affermato da L. Guiso e M. Paiella (2008), la maggior parte delle inferenze sulla natura della relazione tra ricchezza e avversione al rischio si basa su intuizioni intuitive, osservazioni casuali delle differenze comportamentali tra individui ricchi e poveri, e ragionamenti a priori. L'opinione prevalente è che l'avversione assoluta al rischio dovrebbe diminuire con l'aumento della ricchezza. Inoltre, se si accetta l'idea che le preferenze siano caratterizzate da una costante avversione relativa al rischio (una proprietà di una delle funzioni di utilità più comunemente utilizzate, l'isoelastica), allora l'avversione assoluta al rischio è decrescente e convessa nella ricchezza, mentre la tolleranza al rischio è crescente e lineare. Se i risultati ottenuti sulla relazione tra tolleranza al rischio e ricchezza riflettono accuratamente la struttura delle preferenze individuali, allora ciò dovrebbe tradursi in comportamenti reali osservabili. In altre parole, il comportamento osservato dovrebbe essere coerente con la forma della relazione misurata tra tolleranza al rischio e ricchezza.

Una delle implicazioni principali di questa caratterizzazione empirica della relazione è che, se la tolleranza relativa al rischio diminuisce con l'aumento della ricchezza, come suggerito dai risultati dello studio (Guiso & Paiella, 2008), allora la quota di portafoglio delle attività rischiose dovrebbe diminuire con l'aumento della ricchezza. Questo suggerisce che gli individui più ricchi tendono a investire una quota minore della loro ricchezza in attività rischiose.

Dall'analisi dei dati, questa affermazione è contraddetta, dimostrando che le azioni a portafoglio sono una funzione crescente della ricchezza, come precedentemente osservato anche da L. Guiso e P. Sodini in "Household Finance: an Emerging Field" (2013).

Inoltre, dallo studio in esame (Guiso & Paiella, 2008) si testa anche l'ipotesi, suggerita dai risultati dell'indagine, che, se la tolleranza assoluta al rischio è una funzione concava della ricchezza degli individui, questo implica che la quota di asset rischiosi presenti a portafoglio sia una funzione crescente dell'età. Questa affermazione è confermata dal fatto che, tutte le stime ottenute da L. Guiso e M. Paiella, mostrano come la quota di attività rischiose aumenti con l'età.

### 2.2.2. Genere

Secondo quanto affermato da L. Guiso e P. Sodini, “L'avversione al rischio individuale varia sistematicamente con le caratteristiche demografiche” (Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013). Tra le varie caratteristiche demografiche in esame, il genere risulta essere particolarmente rilevante per il suo legame con l'avversione al rischio.

La differenza di genere nell'approccio al rischio è un tema che è stato ampiamente analizzato in sociologia e psicologia, con un elevato numero di studi a supporto di questa tesi: C. Eckel e P. L. Grossman elencano vari studi relativi alle differenze di genere in vari campi, come la “percezione del rischio associato all'uso di alcol e droghe (Spigner, Hawkins e Loren, 1993)<sup>38</sup>; e il rischio percepito associato a varie attività ricreative e sociali (Boverie, Scheuffele e Raymond, 1995)<sup>39</sup>. Le prove indicano anche che le donne hanno meno probabilità degli uomini di impegnarsi in comportamenti a rischio come l'uso di droghe illecite e attività criminali” (Eckel & Grossman, 2008).

Durante questa analisi della letteratura sulle differenze di genere nell'approccio al rischio, saranno esaminati diversi articoli di letteratura a sostegno di tale tesi, nonché altri che mettono in dubbio la solidità della correlazione tra genere e avversione al rischio. Infatti, un aspetto interessante emerso negli studi più recenti, è che “l'attitudine al rischio tende a variare a seconda degli ambienti, con bassi livelli di correlazione tra compiti, misure e contesto” (Eckel & Grossman, 2008).

L'importanza del legame tra le caratteristiche demografiche, tra cui soprattutto il genere, e le preferenze di rischio, è giustificato dal fatto che, il problema sopra citato della bassa partecipazione al mercato finanziario non può essere ascrivibile esclusivamente ad un elevato livello di avversione al rischio degli individui. Uno studio a sostegno di questa tesi è quello di L. Menkhoff e di J. Westermann, “Determinants of stock market participation” (2024), secondo i quali, uno dei fattori determinanti della bassa partecipazione al mercato azionario è il genere.

Questa tesi è motivata dalla premessa che nel contesto del puzzle della Partecipazione al Mercato Azionario (SMP, Stock Market Participation), i ricercatori hanno esplorato diverse forme di funzioni di utilità e il ruolo del rischio. Tuttavia, hanno scoperto che il livello di avversione al rischio necessario per spiegare la non partecipazione al mercato azionario nel mondo reale è irrealisticamente elevato. Infatti, per la maggior parte delle persone, un'elevata avversione al rischio non è l'unico fattore che ostacola la partecipazione al mercato azionario. Questo suggerisce che ci

---

<sup>38</sup> (Spigner, Hawkins, & Loren, 1993)

<sup>39</sup> (Boverie, Scheuffele, & Raymond, 1994)

sono altri fattori oltre all'avversione al rischio che influenzano la decisione di un individuo di partecipare o meno al mercato azionario.

La tesi della differenza di genere sull'approccio al rischio viene motivata da L. Menkhoff e di J. Westermann dalla differenza nella partecipazione al mercato azionario tra uomini e donne, il quale viene spiegato dalla maggiore avversione al rischio delle donne rispetto agli uomini. È interessante come però questa teoria venga messa in discussione in presenza di studi condotti in Stati con una relativa parità di genere: questi studi “non trovano una relazione tra SMP e genere, come in Finlandia (Halko et al. (2012))<sup>40</sup> o Tailandia (Grohmann et al. (2021))<sup>41</sup>, indicando che le norme svolgono un ruolo per l'SMP (Ke, 2018)<sup>42</sup>” (Menkhoff & Westermann, 2024).

La relazione tra differenze di genere e preferenze di rischio è analizzata anche in “Gender Differences in Preferences”, di R. Croson and U. Gneezy (2009). Si sceglie di citare questo studio per la ricchezza della letteratura presentata a sostegno della tesi della differenza di genere nell'approccio al rischio e perché, R. Cronson e U. Gneezy si occupano di fornire anche alcune delle possibili motivazioni alla base di tali differenze.

Il presente articolo si basa principalmente su dati raccolti attraverso esperimenti economici. Questi esperimenti permettono ai ricercatori di isolare un singolo fattore decisionale (come le preferenze di rischio) e studiarlo indipendentemente da altri fattori (come l'altruismo). Inoltre, gli esperimenti possono essere replicati, il che significa che lo stesso esperimento può essere condotto più volte con diversi individui provenienti da diversi contesti e con diverse caratteristiche demografiche.

Dagli esperimenti, citati nell'articolo si scopre che le donne tendono ad essere più avverse al rischio rispetto agli uomini, e che queste tendono ad essere più avverse alla competizione rispetto agli uomini.

Nello studio di R. Cronson e U. Gneezy viene esaminata svariata letteratura che esamina le differenze di genere riguardo alle preferenze di rischio in diversi ambiti: uno tra questi risultano essere le lotterie di probabilità oggettiva. Per analizzare questo ambito, l'articolo sceglie di citare dieci articoli focalizzati sull'indagine delle differenze di genere nelle preferenze di rischio attraverso l'utilizzo di scommesse reali e/o ipotetiche. Dall'analisi di questa letteratura emerge che “la scoperta più attendibile è che gli uomini sono più propensi al rischio rispetto alle donne” (Croson & Gneezy, 2009).

---

<sup>40</sup> (Halko, Kaustia, & Alanko, 2012)

<sup>41</sup> (Grohmann, Hübler, Kouwenberg, & Menkhoff, 2021)

<sup>42</sup> (Ke, 2018)

Un altro ambito esaminato è la differenza di genere nella selezione del portafoglio, soprattutto nel caso di decisioni ad alta posta in gioco. In economia, le decisioni ad alta posta in gioco prese dagli individui, per sé stessi o come agenti che lavorano per altri, sono spesso di particolare interesse, sebbene sia ancora oggetto di dibattito la qualità del riscontro degli esperimenti di laboratorio con una posta in gioco piccola per produrre delle conclusioni generalizzabili a questi contesti ad alta posta in gioco. Nel caso delle differenze di genere nell'assunzione di decisioni ad alto rischio, dall'articolo in esame si evidenzia come la letteratura mostri forti differenze di genere: questo risulta essere oltretutto coerente con i risultati ottenuti negli esperimenti in laboratorio a riguardo.

In sintesi, sia negli esperimenti di laboratorio che nelle decisioni di investimento reali, le donne dimostrano una maggiore avversione al rischio rispetto agli uomini. Nonostante la coerenza di queste differenze di genere nelle preferenze di rischio, sono state fornite poche spiegazioni per le differenze osservate. Questo articolo risulta particolarmente interessante perché, oltre a quanto affermato finora, si occupa di fornire alcune possibili spiegazioni per queste differenze di genere nell'avversione al rischio, fornendo le prove a sostegno di ciascuna di esse.

Le motivazioni più importanti citate dall'articolo in merito alla differenza di genere nell'assunzione dei rischi sono le emozioni, l'eccessiva fiducia e la percezione del rischio come sfida o minaccia.

Le emozioni sono una delle prime spiegazioni sulla differenza di genere nella preferenza verso i rischi, secondo la concezione per cui uomini e donne hanno differenti reazioni emotive nei confronti delle situazioni rischiose. Infatti, le emozioni percepite come sentimenti, sono i migliori predittori dell'approccio del singolo rispetto alle situazioni rischiose; sono quindi un aspetto di cruciale importanza nella comprensione delle differenze di genere nei confronti del rischio (Croson & Gneezy, 2009).

Un secondo fattore che è attribuibile alle differenze di genere nelle preferenze di rischio e nella sua valutazione, è l'eccesso di fiducia. Da quanto affermato da R. Cronson e U. Gneezy (2009), la letteratura avvalorava la tesi per cui gli uomini, rispetto alle donne sono maggiormente sicuri del proprio successo in situazioni incerte.

Il tema dell'eccessiva fiducia come influenzante le differenze di genere nell'attitudine al rischio viene confermato anche da "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment" di B. M. Barber and T. Odean (2001). In questo studio, si testa la teoria per cui, secondo la ricerca psicologica, gli uomini sono più sicuri di sé rispetto alle donne, soprattutto in settori prevalentemente popolati da uomini quello finanziario. Secondo tali ipotesi, la teoria prevede che gli uomini investiranno in maniera più eccessiva di quanto faranno le donne. Per testare queste

ipotesi, si utilizzano i dati ottenuti da una grande società di intermediazione di sconti, sui conti di più di 35.000 famiglie. Con tali dati, analizzando gli investimenti effettuati da uomini e donne su azioni ordinarie, nel periodo che va da febbraio 1991 a gennaio 1997, rilevando che gli uomini fanno trading il 45% in più rispetto alle donne.

Per poter testare l'eccesso di fiducia, si fa riferimento al fatto che, "Gli psicologi scoprono che in settori come quello finanziario gli uomini sono più sicuri di sé rispetto alle donne. Questa differenza nell'eccessiva fiducia produce due previsioni: gli uomini scambieranno più delle donne, e la performance degli uomini sarà danneggiata maggiormente da un trading eccessivo rispetto alla performance delle donne" (Barber & Odean, 2001). Considerando che gli investitori tradizionali investono solo se i guadagni attesi sono maggiori dei costi di transazione, e che gli investitori eccessivamente sicuri di sé sovrastimano la qualità delle proprie informazioni, nonché i guadagni attesi dalle loro operazioni, la tesi dell'eccesso di confidenza degli uomini rispetto alle donne viene confermata dai test empirici effettuati nello studio in questione, secondo cui gli uomini fanno trading il 45% in più rispetto alle donne, riducendo maggiormente i loro rendimenti rispetto alle donne. Infatti, "il tasso medio di turnover delle azioni ordinarie per gli uomini è quasi un anno e mezzo volte quello per le donne, e il trading riduce i rendimenti netti degli uomini di 2,65 punti percentuali all'anno rispetto a 1,72 punti percentuali per le donne" (Barber & Odean, 2001).

Un ultimo fattore preso invece in esame da R. Croson e U. Gneezy per motivare le differenze di genere nell'approccio al rischio, è la differenza di percezione di una situazione rischiosa. Secondo questa concezione, vi è una maggiore probabilità che una situazione rischiosa sia percepita dai maschi come una sfida e cui partecipare, mentre che le femmine la percepiscano come delle minacce da evitare. Queste differenze, sembrano essere legate a quella che viene definita come una differenza di motivazione: infatti, "Gli uomini sono più stimolati dalle situazioni stimolanti e che coinvolgono l'ego; le donne non sono stimolate dagli stessi fattori e possono addirittura esserne danneggiate" (Croson & Gneezy, 2009).

In accordo con quanto emerso negli articoli "MEN, WOMEN AND RISK AVERSION: EXPERIMENTAL EVIDENCE" (Eckel & Grossman, 2008) e "Determinants of stock market participation" (Menkhoff & Westermann, 2024), anche in questo studio si evidenzia come l'ambiente possa influire significativamente sull'approccio al rischio e sulle relative differenze di genere in materia. Infatti, R. Croson e U. Gneezy (2009) portano all'attenzione del lettore anche la letteratura riguardante studi sulle differenze di genere con un campione di manager o una popolazione professionale: da tali studi emerge che si rilevano delle minori differenze di genere nelle relative preferenze riguardanti

il rischio finanziario, a volte addirittura inesistenti. Questi risultati possono quindi portare a considerare il fatto che non sempre le differenze in merito alle preferenze di rischio siano ascrivibili al genere, ma che in alcune circostanze possano essere imputate anche a fattori differenti come, considerando il caso in esame, la conoscenza degli investimenti e i vincoli di ricchezza.

Nell'esplorazione delle differenze di genere nell'atteggiamento verso il rischio, C. Eckel, P. J. Grossman offrono la possibilità di analizzare tale questione in un contesto di esperimenti riguardanti le scelte tra le scommesse e/o le valutazioni delle commesse stesse. In "MEN, WOMEN AND RISK AVERSION: EXPERIMENTAL EVIDENCE" (Eckel & Grossman, 2008), alcuni esperimenti di gioco d'azzardo indicati sono quelli effettuati da Levin, Snyder e Chapman (1988), Schubert, et al. (1999) e Holt e Laury (2002), indicati rispettivamente con [LSC], [SGBB] e [HL]. Negli esperimenti citati, si sottopongono i soggetti a delle commesse ipotetiche (come in LSC), oppure a delle scommesse con una effettiva posta in gioco, come in SGBB e in HL. Si riporta sinteticamente l'iter seguito per questi esperimenti, e le relative conclusioni presenti nello studio di Eckel e Grossman.

L'esperimento di LSC si è focalizzato sull'analisi della disponibilità di 110 studenti universitari alla partecipazione a 18 scommesse diverse in termini di probabilità di vincita, importo della vincita, struttura del guadagno o della perdita e di investimento iniziale necessario. Questo studio è stato condotto con l'obiettivo di rilevare la percentuale di scommesse a cui un individuo fosse disposto a giocare: l'esito riporta una differenza significativa nella disponibilità degli uomini ad accettare il gioco d'azzardo rispetto alle donne.

Nel caso di HL invece, gli individui (212 studenti universitari) devono compiere dieci scelte tra delle lotterie accoppiate (cioè accoppiate in termini di probabilità che si verifichino due possibili risultati). Le lotterie si suddividono in lotterie a basso rischio e ad alto rischio: per le prime, c'è una minima differenza nei guadagni potenziali; nel caso della seconda, invece, i potenziali guadagni differiscono in modo più ampio.

Questo esperimento è compiuto con il fine di dedurre il grado di avversione al rischio del soggetto attraverso il punto in cui questo sceglie di passare dalla preferenza della lotteria ad alto rischio a quella a basso rischio. Da questo studio Holt e Laury (Risk Aversion and Incentive Effects, 2002) rilevano che vi è una leggera ma non significativa avversione al rischio delle donne rispetto agli uomini.

Una prospettiva interessante è invece quella fornita da SGBB [Schubert, et al. (1999)], che scelgono di condurre gli esperimenti anche sull'ambiente contestuale, per verificare con maggiore accuratezza se vi sia o meno una effettiva differenza di genere nell'atteggiamento verso il rischio.

Infatti, SGBB scelgono di inquadrare le lotterie come se fossero delle decisioni di investimento e delle decisioni in ambito assicurativo, collocandosi quindi nei domini dei guadagni e delle perdite. È interessante come, i soggetti dell'SGBB, collocati in un ambiente contestuale, non si differenziano sistematicamente o significativamente tra di loro per l'attitudine al rischio.

Quest'ultimo studio (Schubert, Brown, Gysler, & Brachinger, 1999), sommato agli studi di Holt e Laury (2002) e Levin, Snyder e Chapman (1988), e all'altra letteratura fornita da C. Eckel e P. J. Grossman (2008), fa emergere un'importante considerazione: si presenta una coerenza tra la maggiore avversione al rischio delle donne, evidenziata attraverso il gioco d'azzardo e gli esperimenti sull'ambiente contestuale e gli studi (non basati non su laboratoriali) sulle differenze comportamentali tra i due sessi.

Questo viene ulteriormente confermato da uno studio basato su prove empiriche di Bajtelsmit e VanDerhei (1997), il quale contribuisce alla letteratura avvalorante la tesi di maggiore avversione al rischio del genere femminile. Bajtelsmit e VanDerhei (1997) studiano le decisioni in merito all'assegnazione delle pensioni a contribuzione definita di un campione di 20.000 dipendenti di un grande datore di lavoro negli Stati Uniti. A ciascun dipendente sono state offerte le medesime alternative d'investimento. Da tale studio, C. Eckel e P. J. Grossman riportano che "rispetto agli uomini, le donne detenevano una quota significativamente maggiore dei loro saldi contabili in investimenti a reddito fisso a rischio relativamente basso e una quota significativamente minore nelle azioni dei datori di lavoro ad alto rischio. Lo stesso comportamento si è verificato per l'allocazione dei contributi correnti. BV non riscontra alcuna differenza di sesso né nelle partecipazioni né nelle attuali allocazioni in azioni diversificate" (Eckel & Grossman, 2008).

Alla luce della considerazione di studi relativi ad esperimenti di laboratorio e di studi sul campo, C. Eckel, P. J. Grossman (2008) affermano dunque che, considerando i risultati ottenuti da studi sul campo, le donne si dimostrano essere più avverse al rischio rispetto agli uomini. Tuttavia, come osservato in precedenza, tale differenza di genere risulta affermabile con cautela: "sia gli studi sul campo che quelli di laboratorio in genere non riescono a controllare la conoscenza, la ricchezza, lo stato civile e altri fattori demografici che potrebbero influenzare le misurazioni delle differenze uomo/donna nelle scelte rischiose" (Eckel & Grossman, 2008).

Inoltre, è importante essere cauti nel trarre delle conclusioni da delle prove sperimentali a causa dell'assenza di possibilità di comparare gli studi presenti. Infatti, ogni studio citato differisce per vari fattori, come i potenziali guadagni, la forma assunta dal rischio che si sceglie di analizzare, o nel grado di rischio come varianza.

Gli studi variano anche per quanto riguarda la natura della decisione che i partecipanti devono prendere. I metodi e le strutture di elicitazione differiscono in termini di trasparenza e costo degli errori. In alcuni esperimenti, i partecipanti sono tenuti a dichiarare un valore per una scommessa; in altri, il prezzo minimo di acquisto o vendita, in presenza o meno di un meccanismo che sia compatibile con gli incentivi. In altri ancora, i partecipanti devono scegliere tra importi specifici e scommettere; in altri, i partecipanti devono scegliere tra diverse scommesse.

Un altro studio interessante è quello di R. Schubert, M. Brown, M. Gysler e H. Wolfgang, "Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?" (1999), in cui si occupano invece di esaminare se effettivamente il preconcetto secondo cui la propensione al rischio di uomini e donne sembra influenzare il loro successo economico, rifletta effettivamente il comportamento economico reale. Infatti, esiste un'ampia letteratura a sostegno della tesi secondo cui le donne sono più avverse al rischio, rispetto agli uomini, nell'ambito finanziario: R. Schubert, M. Brown, M. Gysler e H. Wolfgang (Financial decision-making: are women really more risk averse?, 1999) citano a riguardo numerosi studi relativi alla minore rischiosità dei possedimenti patrimoniali delle donne single rispetto agli uomini single (a parità di patrimonio), oppure quello sopra citato di R. Barsky (1997) in cui, alla domanda sull'atteggiamento delle donne nei confronti dei rischi finanziari, queste risultino più avverse al rischio rispetto agli uomini. Con questo studio, ci si pone l'obiettivo di provare la maggiore avversione al rischio delle donne nel caso delle decisioni in ambito finanziario, effettuando un esperimento comprendente delle decisioni astratte sul gioco d'azzardo, unito ad un confronto tra i soggetti in merito a delle decisioni rischiose inserite in un contesto assicurativo o di investimento, che fossero finanziariamente motivate. È importante evidenziare le caratteristiche dell'esperimento oggetto d'indagine perché, la scelta di adottare delle decisioni contestuali ha consentito di analizzare le inclinazioni al rischio specifiche per genere in ambiti che potrebbero avere un impatto sui mercati del lavoro e finanziari. Parallelamente, l'utilizzo di tecniche sperimentali, rispetto agli studi basati su sondaggi, ha garantito un controllo più efficace dell'ambiente economico in cui si prendevano le decisioni. È stato inoltre possibile raccogliere informazioni che sfidano la diffusione di atteggiamenti stereotipati riguardanti il rischio nel processo decisionale finanziario. Rispetto agli studi citati in precedenza, infatti, questo mette in luce il peso degli stereotipi della letteratura sulla differenza di genere nell'approccio al rischio, mostrando come spesso, gli individui differiscano tra loro non per il genere ma per un serie di caratteristiche solitamente non considerate. Da questa indagine emerge che "la propensione al rischio comparativa dei soggetti maschili e

femminili dipende fortemente dal contesto decisionale finanziario. In secondo luogo, e cosa più importante, non osserviamo differenze di genere nella propensione al rischio quando i soggetti affrontano decisioni contestuali. Poiché nella pratica le decisioni finanziarie sono sempre contestuali, i nostri risultati suggeriscono che lo stereotipo di genere di cui sopra potrebbe non riflettere il vero atteggiamento maschile e femminile nei confronti dei rischi finanziari” (Schubert, Brown, Gysler, & Brachinger, 1999).

Questa indagine mostra quindi dei risultati in netto contrasto con la passata letteratura, secondo cui il genere fosse un importante fattore determinante le preferenze di rischio di un individuo. Infatti, dallo studio emerge che, in un ambiente economico controllato, le donne in generale non tendono a fare scelte finanziarie meno rischiose rispetto agli uomini.

I dati raccolti indicano che la propensione al rischio comparativa tra uomini e donne nelle decisioni finanziarie è fortemente influenzata dal contesto decisionale. Inoltre, quando le stesse decisioni vengono presentate come scelte di investimento o di assicurazione, non sono state riscontrate delle differenze di genere nell'atteggiamento verso il rischio.

I risultati di questo studio suggeriscono che il comportamento relativo al rischio, riscontrato specifico per genere nei dati delle indagini precedenti, potrebbe essere attribuito a differenze nelle opportunità disponibili per uomini e donne, piuttosto che ad atteggiamenti di rischio stereotipati. In pratica, le decisioni finanziarie rischiose sono intrinsecamente legate al contesto in cui si presentano. I risultati emersi da questo studio sulle decisioni finanziarie contestuali suggeriscono che i pregiudizi riguardanti l'atteggiamento al rischio delle donne investitrici e manager potrebbero essere più pregiudizi che fatti effettivi. Pertanto, come già affermato in precedenza, è fondamentale considerare il contesto in cui vengono prese le decisioni finanziarie per comprendere meglio gli atteggiamenti di rischio specifici di genere.

### 2.2.3. Età

L'età è un importante fattore da analizzare all'interno dei fattori potenzialmente influenti sull'avversione al rischio. Secondo L. Guiso e P. Sodini, infatti "Anche i parametri di avversione al rischio sono positivamente correlati all'età" (Guiso & Sodini, 2013), come emerge da studi come quello di Guiso e Paiella (2008).

Questa correlazione si può osservare anche nel caso della composizione del portafoglio lungo il ciclo di vita, attraverso lo studio di Fagereng, Gottlieb e Guiso (2011), che hanno assemblato un nuovo database basato sul registro fiscale norvegese. Dato che le famiglie norvegesi sono soggette a un'imposta sul patrimonio, devono dichiarare all'autorità fiscale tutti i loro beni posseduti a fine anno, sia reali che finanziari, item per item, a livello dei singoli strumenti. Per effettuare l'indagine, si è estratto un campione casuale di 75.000 famiglie norvegesi dalla popolazione del 1995; in seguito queste famiglie sono state seguite fino al 2009, per 15 anni.

Le informazioni relative alle attività detenute sono accessibili a livello di persone fisiche residenti, in quanto le dichiarazioni fiscali vengono effettuate individualmente. Tuttavia, queste possono essere raggruppate per famiglia grazie alla disponibilità di un codice familiare. Infine, poiché tutti i contribuenti norvegesi sono tenuti a registrarsi a tale Registro, il tasso di abbandono del panel è molto basso: le uniche cause di uscita sono la morte o l'emigrazione. Secondo L. Guiso e P. Sodini (2013), dai dati presenti in questo studio si osserva "un chiaro andamento a forma di gobba del tasso di partecipazione e della variazione del ciclo di vita della quota rischiosa del portafoglio tra i partecipanti. Ovviamente, data la relazione lineare tra età, anno di nascita (coorte) e anno solare (tempo) si possono interpretare questi dati in vari modi" (Guiso & Sodini, 2013). Da questa indagine si rileva quindi che vi è un marcato andamento legato al ciclo di vita, sia nel caso della partecipazione al mercato azionario, sia nella quota di portafoglio investita, in maniera diretta o indiretta in azioni. Queste considerazioni risultano essere la prima intuizione citata in questo documento sulla correlazione tra età ed avversione al rischio. Proseguendo con un'analisi dei dati dello studio di Fagereng, Gottlieb e Guiso (2011), L. Guiso e P. Sodini motivano il perché si possa notare un'influenza delle scelte finanziarie degli individui rispetto all'andamento del ciclo di vita: infatti, si rileva che "sia la partecipazione al mercato azionario che la quota di portafoglio investita, direttamente o indirettamente, in azioni mostrano un marcato andamento del ciclo di vita" (Guiso & Sodini, 2013).

Emerge anche che "la partecipazione mostra un profilo pronunciato a forma di gobba ed è limitata a tutte le età. Aumenta rapidamente per i giovani, raggiungendo un valore di circa il 71%, e rimane

più o meno costante fino al pensionamento. Non appena gli investitori lasciano il mercato del lavoro e vanno in pensione, iniziano a uscire anche dal mercato azionario. È interessante notare che, in contrasto con le evidenze precedenti, la quota di rischio condizionale varia anche con l'età dell'investitore. La quota dei partecipanti investita in azioni (indicata nella scala di destra) è elevata e forse in leggero aumento all'inizio del ciclo di vita. È piatta a quasi il 50% fino a quando gli investitori non entrano nei loro 50 anni. A quel punto, inizia a diminuire regolarmente di circa un punto percentuale all'anno fino all'età pensionabile” (Guiso & Sodini, 2013). Di conseguenza, “l'andamento delle quote investite in azioni è notevolmente coerente con i modelli di portafoglio del ciclo di vita che abbiamo esaminato in precedenza” (Guiso & Sodini, 2013).

Seguendo sempre il filo per cui il rischio risulti essere importante per la determinazione della quota di asset rischiosi a portafoglio, una conferma dell'importanza dell'età come fattore determinante del rischio è lo studio di L. Guiso e M. Paiella (*Risk aversion, wealth and background risk.*, 2008). Infatti, da quanto teorizzato, si ipotizza che, “se la tolleranza assoluta al rischio è una funzione concava della dotazione dei consumatori (come suggeriscono i nostri risultati), allora la quota di asset rischiosi nel portafoglio dovrebbe essere una funzione crescente dell'età” (Guiso & Paiella, 2008): tale affermazione risulta verificata attraverso delle regressioni tobit basate sulla quota di portafoglio detenuta in attività rischiose rispetto alla ricchezza (sia lineare che al quadrato), nonché sull'età e su dei controlli includenti informazioni come le dimensioni del nucleo familiare e quelle dalle città, il sesso e il titolo di studio del capofamiglia. Secondo quanto affermato da L. Guiso e M. Paiella (2008), vi è un'evidenza da parte di tutte le stime effettuate che la quota di attività rischiose presenti nel portafoglio delle famiglie aumenti leggermente all'aumentare dell'età; si parla di leggero aumento proprio perché, dall'analisi dei dati a disposizione, si osserva un aumento del 2% della quota di portafoglio, a fronte di un aumento dell'età di 10 anni: questa osservazione risulta essere importante perché è coerente con la caratterizzazione empirica assegnata all'avversione assoluta al rischio da parte degli autori.

In “On the determinants of portfolio choice”, di B. Frijns, E. Koellen, T. Lehnert (2008), si evidenzia ulteriormente il legame tra avversione al rischio individuale, età e come questi siano dei fattori determinanti nella scelta del portafoglio. Questo studio, in seguito alla conferma della significativa correlazione tra scelta del portafoglio e avversione individuale al rischio, afferma che l'età influisce significativamente sulla scelta di portafoglio. Affermando ulteriormente la presenza della relazione tra preferenza al rischio ed età, lo studio di B. Frijns, E. Koellen e T. Lehnert sostiene che, dalle analisi effettuate con un modello Logit Multinomiale (MNL), “Il coefficiente sull'interazione tra

rischio ed età è significativo al livello del 5%. Pertanto, l'età di un investitore modera effettivamente il suo processo di formazione dell'utilità. Il segno positivo del coefficiente implica che con l'aumentare dell'età gli investitori hanno una maggiore preferenza per le attività rischiose." (Frijns, Koellen, & Lehnert, 2008).

#### **2.2.4. Istruzione**

L'ultimo fattore in esame per la sua relazione con l'avversione al rischio è l'istruzione.

All'interno dello studio "Household Finance: an emerging field", di L. Guiso e P. Sodini, sono riportati studi e considerazioni in merito al peso che l'istruzione possa avere nella formazione delle preferenze di rischio degli individui. L'impatto positivo dell'assunzione del rischio viene motivato come conseguenza di analisi basate su regressioni trasversali, nonché su altri studi in letteratura che dimostrano come i soggetti con un'istruzione superiore investano una minore quota di ricchezza finanziaria nella detenzione diretta di azioni o attività rischiose, a sostegno della tesi secondo cui gli individui siano capaci di comprendere le conseguenze connesse all'esposizione al rischio idiosincratice (Guiso & Sodini, Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ), 2013).

Altri studi importanti in materia di correlazione tra preferenze di rischio ed istruzione sono ad esempio quello di L. Guiso e T. Jappelli (2008), in cui si studia direttamente come l'alfabetizzazione finanziaria influisca sulla diversificazione di portafoglio. Secondo L. Guiso e P. Sodini (2013), da tale studio si è quindi scoperto che è presente una forte correlazione tra alfabetizzazione finanziaria e diversificazione del portafoglio, sebbene invece la correlazione tra alfabetizzazione finanziaria e competenza finanziaria autovalutata risulti invece debole.

Oltre ad influenzare le preferenze di rischio, è possibile ipotizzare che l'istruzione costituisca anche un determinante della partecipazione al mercato azionario: tale ipotesi sembra confermata da L. Menkhoff, J. Westermann (Determinants of stock market participation, 2024), che citano degli studi in cui si sostiene che il divario nella partecipazione al mercato azionario possa essere spiegato, oltre che dall'avversione al rischio, dalle differenze nell'alfabetizzazione finanziaria degli individui.

Sempre secondo questo filone riguardante il legame tra investimenti delle famiglie in attività rischiose ed avversione al rischio, uno studio che avvalora ulteriormente la relazione tra istruzione (in particolare alfabetizzazione finanziaria) e preferenze di rischio è "Investment in risky assets and participation in the financial market: does financial literacy matter?", di A. Oehler, M. Horn, S. Wendt. In tale articolo si sostiene infatti che l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria come fattore chiave nella spiegazione della possibilità e della misura di partecipazione delle famiglie ai

mercati finanziari sia motivata da più studi in letteratura (Oehler, Horn, & Wendt, 2024). Sempre a riguardo, si afferma che “L'alfabetizzazione finanziaria ha un'influenza indirettamente positiva sulla partecipazione al mercato finanziario. Maggiore è l'alfabetizzazione finanziaria, minore è l'avversione al rischio. Minore è l'avversione al rischio, maggiore è la partecipazione al mercato finanziario” (Oehler, Horn, & Wendt, 2024).

Nonostante tali considerazioni, tale relazione non implica che, all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria i soggetti investano in attività rischiose, ma che tale legame sia importante nell'influenza sull'avversione del soggetto al rischio. Invece, è possibile dimostrare che l'avversione di una famiglia al rischio abbia un moderato effetto sugli investimenti effettuati in attività rischiose, rendendo quindi affermabile che un'avversione al rischio più bassa innesca degli investimenti più ingenti in attività rischiose (Oehler, Horn, & Wendt, 2024). Questa considerazione risulta essere coerente con la letteratura citata all'interno dello studio in esame.

Una posizione contrastante arriva invece dallo studio “Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What can we learn for the MIFID Directive?” di M. Menon e F. Perali (2011) sugli studenti italiani: l'obiettivo è che gli intermediari finanziari, per poter fornire un prodotto finanziario adatto al profilo di rischio e pazienza dell'investitore, in conformità a quanto richiesto dalle Direttive Europee sui Mercati degli Strumenti Finanziari (MiFid), riescano a combinare evidenze qualitative con valutazioni quantitative che rendano la misura delle preferenze unica, affidabile e trasparente. Per fare questo, M. Menon e F. Perali si occupano di testare le procedure di elicitazione per la misurazione del rischio e delle preferenze temporali, attraverso un'indagine volta a stimare l'attitudine al rischio e al tempo in un campione di studenti italiani, sia universitari che diplomati, considerati potenziali investitori futuri. Tale studio si occupa di stimare le preferenze di rischio e tempo attraverso i dati relativi ad un campione di diplomati del Veneto, e due campioni di studenti universitari, uno dell'Università di Verona e uno coprente l'intera nazione. Queste indagini si occupano anche di raccogliere delle informazioni sui tratti non cognitivi della personalità, sul reddito dei soggetti, sulle loro capacità cognitive e su altre caratteristiche socioeconomiche utili per l'identificazione dei fattori rilevanti per la modellazione delle preferenze economiche dei soggetti. Dallo studio emerge come le procedure di misurazione del rischio considerate siano valide, e permettano quindi di poter stimare correttamente le preferenze di rischio degli intervistati.

Con tali premesse, dall'esperimento emerge che “Il livello di attitudine al rischio è generalmente più elevato per gli studenti delle scuole superiori che per gli studenti universitari, con rapporti di individui con un atteggiamento ad alto rischio pari rispettivamente al 20,20% e al 15,10%” (Menon

& Perali, 2011)<sup>43</sup>. Questa affermazione si colloca in contraddizione con la teoria, secondo cui l'alfabetizzazione finanziaria ha un'influenza indirettamente positiva sulla partecipazione al mercato finanziario, e all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria si osserva una diminuzione dell'avversione al rischio. Tuttavia, questa osservazione potrebbe anche essere coerente con quanto affermato da L. Guiso e P. Sodini, secondo cui i soggetti con un'istruzione superiore investono una minore quota di ricchezza finanziaria nella detenzione diretta di azioni o attività rischiose, in quanto capaci di comprendere le conseguenze connesse all'esposizione al rischio idiosincratco (Guiso & Sodini, 2013).

Invece, secondo L.Guiso, M.Paiella (2008), all'aumentare del livello di istruzione diminuisce l'avversione al rischio: nel loro studio emerge come i consumatori avversi al rischio sono più giovani e meno istruiti. Considerando i soggetti del campione considerati moderatamente avversi al rischio o altamente avversi al rischio, si evince che i consumatori altamente avversi al rischio siano "un po' meno istruiti" (Guiso & Paiella, 2008) dei soggetti considerati moderatamente avversi al rischio. Inoltre, è stato osservato come l'istruzione risulta avere un poter predittivo di avversione al rischio più elevato tra i meno istruiti. Questa considerazione emerge all'interno di un'analisi di caratteristiche individuali strettamente esogene, per verificare se questi "gusti" individuali possano avere un potere predittivo nell'avversione al rischio: l'unica con tale potere risulta essere l'istruzione.

Considerando quanto affermato finora sui fattori sopra citati come determinanti le preferenze di rischio delle famiglie, è possibile presentare un'evidenza empirica di questi legami osservando quanto emerge da "Report on financial investments of Italian household, behavioural attitudes and approaches", di N. Linciano, M. Gentile, V. Caivano e P. Soccorso (2018). Questo rapporto mostra alcune evidenze sulle decisioni delle famiglie italiane in materia d'investimento, con l'obiettivo di comprendere come queste gestiscano le decisioni in materia d'investimento e di assunzione dei rischi. Si basa sull'indagine "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane" condotta da GfK Italia ad un campione rappresentativo di decisori finanziari retail italiani.

Questa indagine si occupa di raccogliere dati sulle scelte di investimento, le abitudini, il livello di conoscenza finanziaria, la situazione finanziaria e i comportamenti di 1.601 intervistati. Questa intervista viene definita come "rappresentativa della popolazione italiana dei decisori finanziari al

---

<sup>43</sup> Citazione dal testo "Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What can we learn for the MIFID Directive?" di M. Menon and F. Perali, contenuto in "La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità". Atti del Convegno Consob-LUISS, Roma (2011)

dettaglio, definita come il percettore di reddito familiare primario (o il maschio più anziano, quando nessuno lavora, o la donna più anziana, quando non ci sono membri maschi della famiglia), di età compresa tra i 18 e 74” (Linciano, Caivano, Gentile, & Soccorso, 2018).

Da questa indagine emerge che, come affermato dalle teorie citate durante il capitolo, istruzione, ricchezza ed età risultano essere fattori determinanti le preferenze di rischio: infatti, secondo quanto affermato nel report (Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches, 2018), vi è una maggiore probabilità di avversione al rischio e alle perdite in presenza di soggetti anziani e finanziariamente ansiosi, mentre questa è meno frequente nel caso di soggetti con un’istruzione formale più elevata, con una maggiore conoscenza finanziaria o nel caso di soggetti appartenenti a gruppi benestanti. Nella Tabella 7 si riportano sinteticamente le caratteristiche dei soggetti positivamente e negativamente correlati con un’attitudine al rischio.

Tabella 7 Correlazione tra l'attitudine al rischio e le caratteristiche socio-demografiche selezionate, i tratti personali, la conoscenza finanziaria e le preferenze di rischio. Il blu corrisponde alla correlazione positiva, il rosso per quella negativa. CONSOB, survey 2018

	RISK AVERSION	TOLERANCE TO SHORT-TERM LOSSES	LOSS AVERSION	AMBIGUITY AVERSION
SOCIO-DEMOGRAPHICS	age, retired, out of labour, childless couple	age, high education**, north, income, wealth, childless couple	age**, south & islands, retired, out of labour	high education, employee, income, wealth, couple with kids
	high education, north**, self-employed, income, wealth, couple with kids, employee**	south & islands, out of labour**	man*, high education, north, employee, income, wealth	out of labour
PERSONAL TRAITS	financial anxiety	numerical information preference, need for cognition, self-efficacy, self-control, optimism	financial anxiety	numerical information preference, need for cognition, self-efficacy, self-control**, optimism**, trust
	numerical information preference, need for cognition, self-efficacy*, optimism, trust	financial anxiety	numerical information preference, need for cognition, self-control, optimism, trust, self-efficacy**	financial anxiety
ACTUAL AND PERCEIVED KNOWLEDGE		financial knowledge, ex-ante self-assessed financial knowledge, numeracy understanding, BTA financial knowledge		financial knowledge, ex-ante self-assessed financial knowledge, numeracy understanding, BTA financial knowledge
	financial knowledge, ex-ante self-assessed financial knowledge, numeracy understanding, BTA financial knowledge, overconfidence**	upward mismatch	financial knowledge, ex-ante self-assessed financial knowledge, numeracy understanding, overconfidence, BTA financial knowledge	upward mismatch
RISK PREFERENCES	loss aversion	ambiguity aversion	risk aversion	tolerance to short-term losses
	tolerance to short-term losses, ambiguity aversion**	loss aversion, risk aversion	ambiguity aversion, tolerance to short-term losses	loss aversion, risk aversion**

Pairwise correlations significant at 1%, except for the items marked \*\* (significant at 5%) and \* (significant at 10%). 'Risk aversion' refers to respondents stating to be oriented towards investments with low returns and low risk (Fig. 3.10). As for 'tolerance to short-term losses', 'loss aversion' and 'ambiguity aversion' see Fig. 3.9. 'High education' refers to respondents with at least a bachelor's degree. 'Numeracy understanding' refers to both 'percentage understanding' and 'probability understanding' (Fig. 3.5). 'BTA financial knowledge' stands for better-than-average self-assessed financial knowledge (Fig. 3.3).

Fonte 16: N. Linciano, M. Gentile, P. Soccorso, V. Caivano "Report on financial investments of Italian household, behavioural attitudes and approaches" (2018).

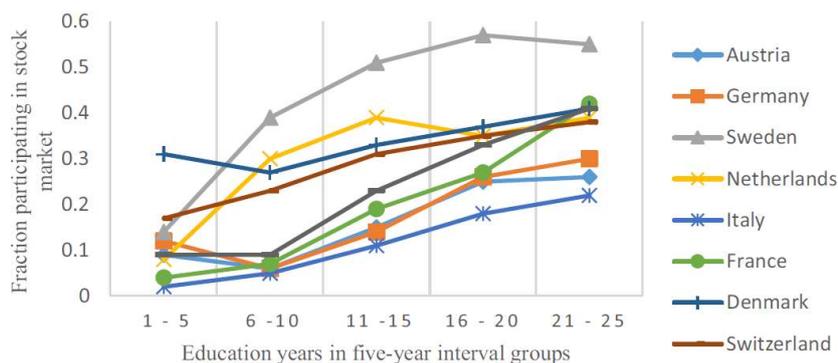
Inoltre, considerando il rischio come fattore determinante la partecipazione ai mercati finanziari, si evince che la propensione a partecipare ai mercati finanziari risulta essere maggiore nel caso di individui con un grado di istruzione più elevato.

### 3. L'istruzione e l'educazione finanziaria

Da numerosi studi presenti in letteratura, l'istruzione degli individui risulta essere un importante fattore determinante della partecipazione al mercato finanziario: in "Determinants of stock market participation" (Menkhoff & Westermann, 2024), attraverso l'analisi dei dati dell'ondata del 2017 del HFCS<sup>44</sup>, si sostiene che vi siano 6 fattori determinanti la partecipazione ai mercati finanziari, tra i cui l'istruzione e l'alfabetizzazione finanziaria; in "Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe", (Thomas & Spataro, 2018) si sostiene invece l'importanza del capitale umano come fattore determinante per la partecipazione al mercato azionario degli individui, espresso in termini di "anni di scolarizzazione (stock di istruzione)"<sup>45</sup>.

Come mostrato in Figura 11, in tale studio risulta evidente come si presenti una "crescente probabilità di investire nel mercato azionario con l'aumentare degli anni di istruzione" (Thomas & Spataro, 2018). In sintesi, A. Thomas e L. Spataro (Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe, 2018) contribuiscono alla letteratura che assegna all'istruzione il ruolo di fattore determinante della partecipazione degli individui al mercato azionario, sostenendo che il livello di capitale umano degli individui (e quindi il livello di istruzione), porti ad un "effetto positivo e significativo sulla partecipazione al mercato azionario, insieme al livello di capitale umano e di interazione sociale" (Thomas & Spataro, 2018) **Errore. Il segnalibro non è definito..**

Figura 11. Frazione di individui partecipanti al mercato azionario in base al Paese e agli anni di frequenza scolastica



Fonte 17: Thomas, A., & Spataro, L. (Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe, 2018)

In base a quanto affermato da Menkhoff et Al. (Determinants of stock market participation, 2024), sembra esserci un importante legame tra l'alfabetizzazione finanziaria e la partecipazione al

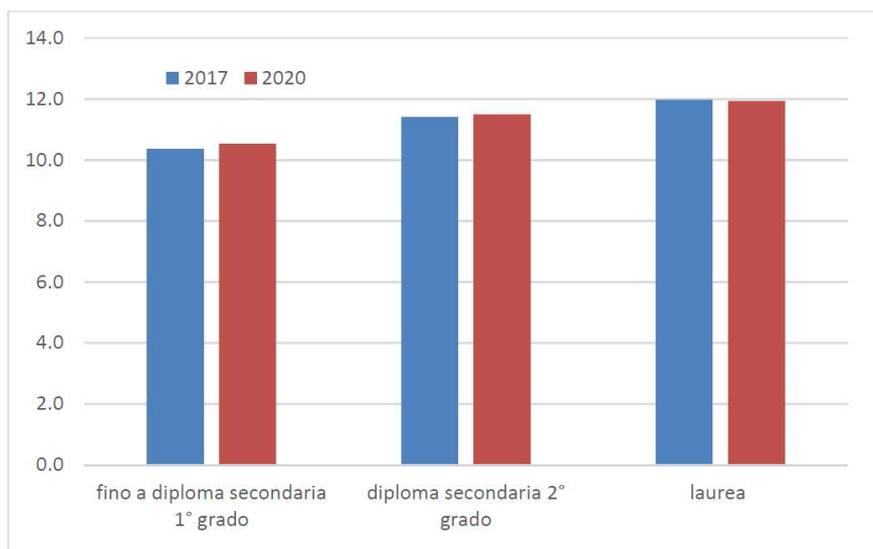
<sup>44</sup> Dallo studio sono escluse Grecia, Lituania, Lettonia e Slovacchia.

<sup>45</sup> Thomas, A., & Spataro, L. (Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe, 2018)

mercato azionario. Per questo, una prospettiva interessante è quella di valutare se l'istruzione risulti essere influente anche sull'alfabetizzazione degli individui: Banca d'Italia analizza tale ipotesi nell'indagine "L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020), in cui si sostiene che il livello d'istruzione sia la variabile più rilevante nello spiegare la differenza tra i livelli di alfabetizzazione finanziaria presenti nella popolazione. Dall'analisi in questione emerge infatti che "l'alfabetizzazione finanziaria ha un'alta variabilità tra la popolazione" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020): tale variabilità risulta essere spiegata da 4 principali fattori, cioè l'istruzione, il genere, l'età e l'area geografica in cui vivono gli intervistati. Attraverso un'analisi di regressione, lo studio testa la correlazione tra tali fattori e l'alfabetizzazione finanziaria, classificando l'istruzione ma come la variabile principale influente sull'alfabetizzazione finanziaria, seguita con ampio distacco dall'età.

Un'altra conferma della correlazione positiva tra istruzione ed alfabetizzazione finanziaria si nota nella Figura 12: all'aumentare del grado di istruzione aumenta il livello di alfabetizzazione finanziaria.

Figura 12: Alfabetizzazione finanziaria in Italia per i titoli di studio, 2017 – 2020 (valori medi)



Fonte 18: D'Alessio, G., De Bonis, R., Neri, A., & Rampazzi, C. (L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020 [Italian People's Financial Literacy: The Results of the Bank of Italy's 2020 Survey], 2020)

### 3.1. Il sistema di istruzione italiano

#### 3.1.1. La struttura del sistema di istruzione in Italia

Seguendo la suddivisione del sistema di istruzione fornita dal Ministero dell'Istruzione e del Merito, la scuola italiana è composta da:

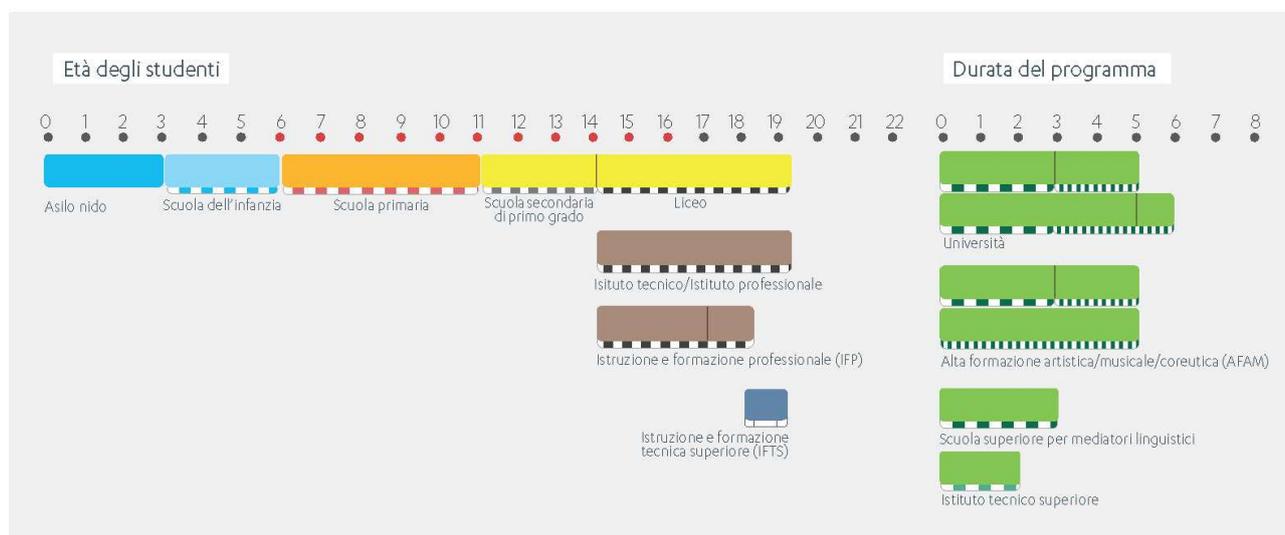
- **sistema integrato zero-sei anni:** tale sistema dura complessivamente 6 anni e non è obbligatorio. È composto dai “servizi educativi per l’infanzia”<sup>46</sup>, che possono essere gestiti da enti locali, enti pubblici o privati e riguardano i bambini di età compresa tra i 3 e i 36 mesi, e dalla scuola dell’infanzia, che accoglie i bambini di età compresa tra i 3 e i 6 anni. La gestione di quest’ultima può essere di natura statale, oppure può essere affidata ad Enti Locali, altri enti pubblici o ai privati.
- **Primo ciclo di istruzione:** la sua durata complessiva è di 8 anni ed è obbligatorio. A sua volta è suddiviso in:
  - **Scuola Primaria:** riguarda i bambini dai 6 agli 11 anni ed ha durata quinquennale;
  - **Scuola Secondaria di Primo Grado:** della durata di tre anni, è rivolta agli alunni e alle alunne di età compresa tra gli 11 e i 14 anni;
- **Secondo ciclo di istruzione.** Si compone di due differenti tipologie di percorsi:
  - **Scuola secondaria di secondo grado:** riguarda gli studenti e le studentesse dai 14 ai 19 anni che abbiano concluso il primo ciclo di istruzione con esito positivo. È possibile scegliere tra diversi percorsi di liceo, istituti professionali o istituti tecnici.
  - **Percorsi triennali e quadriennali di istruzione e formazione professionale (IeFP):** la competenza su questi percorsi è delle regioni. Sono sempre indirizzati agli studenti e alle studentesse che abbiano concluso il primo ciclo di istruzione con esito positivo.
- **Istruzione superiore offerta dalle Università, dalle istituzioni dell'Alta Formazione Artistica, Musicale e Coreutica (AFAM) e dagli istituti tecnici Superiori (ITS)** con diverse tipologie di percorsi:
  - **Percorsi di istruzione terziaria offerti dalle Università;**
  - **Percorsi di istruzione terziaria offerti dalle istituzioni dell'AFAM** (Alta Formazione Artistica, Musicale e Coreutica);

---

<sup>46</sup> MI (Ministero dell'Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione.  
<https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

- **Percorsi di formazione terziaria professionalizzante offerti dagli ITS (Istituti Tecnici Superiori)**<sup>47</sup>;

Figura 13: Schema riassuntivo del sistema di istruzione italiano



Fonte 19: Sito del Ministero dell'Istruzione e del Merito <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

Come emerso in precedenza, in Italia sono presenti due cicli di istruzione obbligatoria. Secondo quanto specificato dal Ministero dell'Istruzione e del Merito, "l'istruzione obbligatoria ha la durata di 10 anni, da 6 a 16 anni di età, e comprende gli otto anni del primo ciclo di istruzione e i primi due anni del secondo ciclo (Legge 296 del 2006), che possono essere frequentati nella scuola secondaria di secondo grado – statale – o nei percorsi di istruzione e formazione professionale regionale"<sup>48</sup>. Per ulteriore tutela dei giovani, viene inoltre esplicitato il "diritto/dovere di istruzione e formazione per almeno 12 anni o, comunque, sino al conseguimento di una qualifica professionale triennale entro il 18° anno di età in base a quanto previsto dalla legge n.53/2003"<sup>49</sup>.

Il termine del periodo di istruzione obbligatoria solitamente coincide con la fine del secondo anno di scuola secondaria di secondo grado: qualora lo studente o la studentessa scelga di non proseguire nel completamento di tale ciclo di istruzione, lo Stato italiano prevede il rilascio a tali individui di

<sup>47</sup> MI (Ministero dell'Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione. <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

<sup>48</sup> MI (Ministero dell'Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione. <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

<sup>49</sup> MI (Ministero dell'Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione. <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

una “certificazione delle competenze acquisite (Decreto ministeriale 139 del 2007)”<sup>50</sup>. In caso contrario, gli studenti e le studentesse completano il ciclo di istruzione della scuola secondaria di secondo grado con l’Esame di Stato. In seguito al superamento di quest’ultimo, le studentesse e gli studenti possono scegliere su base volontaria di accedere ai “corsi di istruzione terziaria (università, Afam e ITS)”<sup>51</sup>.

In Italia, il “sistema italiano della Formazione superiore di tipo universitario ed equivalente”<sup>52</sup> è articolato in un insieme di istituzioni la cui offerta formativa si sviluppa tipicamente su tre livelli. Attualmente, si contano in Italia 99 istituti universitari, suddivisi in “università statali”<sup>53</sup>, “istituti universitari d’eccellenza a ordinamento speciale”<sup>54</sup>, “università non statali legalmente riconosciute di tipo tradizionale”<sup>55</sup>, “università telematiche”<sup>56</sup>, e “le Scuole Superiori per Mediatori Linguistici (SSML)”<sup>57</sup>.

L’AFAM è invece il “Il sistema italiano dell’Alta Formazione Artistica, Musicale e coreutica (AFAM)”<sup>58</sup>: è composto a diversi istituti, alcuni sono privati legalmente riconosciuti, uno è di competenza regionale e la maggior parte sono istituti statali.

Gli istituti statali sono 105, suddivisi in diverse categorie: i “Conservatori di musica pubblici”<sup>59</sup>, le “Accademie di Belle Arti statali”<sup>60</sup>, “L’Accademia nazionale di Arte drammatica “Silvio D’Amico”<sup>61</sup>, “l’Accademia nazionale di danza”<sup>62</sup> e gli “Istituti Superiori per le Industrie Artistiche (ISIA)”<sup>63</sup>.

I titoli rilasciati dagli istituti di istruzione superiore differiscono leggermente in base ai percorsi: nel caso del percorso universitario, i titoli principali rilasciati risultano essere il titolo di Laurea (1° ciclo di formazione superiore), Laurea Magistrale (2° ciclo di formazione superiore), il Dottorato (3° ciclo

---

<sup>50</sup> MI (Ministero dell’Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione. <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

<sup>51</sup> MI (Ministero dell’Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione. <https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

<sup>52</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>53</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>54</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>55</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>56</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>57</sup> MUR - Le Università. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

<sup>58</sup> MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

<sup>59</sup> MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

<sup>60</sup> MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

<sup>61</sup> Sito MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

<sup>62</sup> Sito MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

<sup>63</sup> Sito MUR - AFAM, Gli Istituti. <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

di formazione superiore) e il Diploma di specializzazione<sup>64</sup>. Come precisato dal MUR<sup>65</sup> “Le istituzioni dell'Alta Formazione Artistica e Musicale rilasciano titoli equipollenti alle lauree universitarie. Appartengono, quindi, al sistema della Formazione superiore, e seguono un’articolazione degli studi in tre cicli (il modello è previsto dalla Dichiarazione di Bologna)”<sup>66</sup>. Nel caso dell’AFAM, i principali titoli conseguibili sono quindi i diplomi accademici di primo livello, i diplomi accademici di secondo livello e il titolo ottenuto dai “corsi di Formazione alla ricerca”, i quali “corrispondono ai Dottorati di ricerca dell'Università”<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Può essere conseguito da chi segue i corsi di specializzazione, corsi post-lauream presenti in specifiche aree: sanitaria, veterinaria, psicologica, l’area dei beni culturali, psicologica e l’area delle professioni legali. Fonte: Sito MUR, Scuole di specializzazione <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/lofferta-formativa-titoli-rilasciati/scuole-di-specializzazione>

<sup>65</sup> Ministero dell’Università e della Ricerca

<sup>66</sup> Sito MUR, “L’offerta formativa (Titoli rilasciati)”: <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/lofferta-formativa-titoli-rilasciati>

<sup>67</sup> Sito MUR, Afam, L’offerta formativa (Titoli rilasciati): <https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/lofferta-formativa-titoli-rilasciati>

### 3.1.2. La distribuzione degli studenti in Italia

All'interno del sito del Ministero dell'Istruzione e del Merito<sup>68</sup>, è indicata la distribuzione degli studenti attualmente iscritti, in data 31/08/2023, al sistema di istruzione italiano. Nei due grafici presenti in Figura 14 è indicata la distribuzione degli studenti complessivamente frequentanti la scuola primaria, quella secondaria di primo grado e di secondo grado<sup>69</sup>; sono incluse sia le scuole statali che paritarie.

Considerando una suddivisione geografica nelle aree di Nord Ovest, Nord Est, Centro, Sud e Isole, si osserva come Nord Ovest e Sud siano le aree in cui vi è una maggiore percentuale di studenti attualmente iscritti al sistema di istruzione italiano<sup>70</sup>.

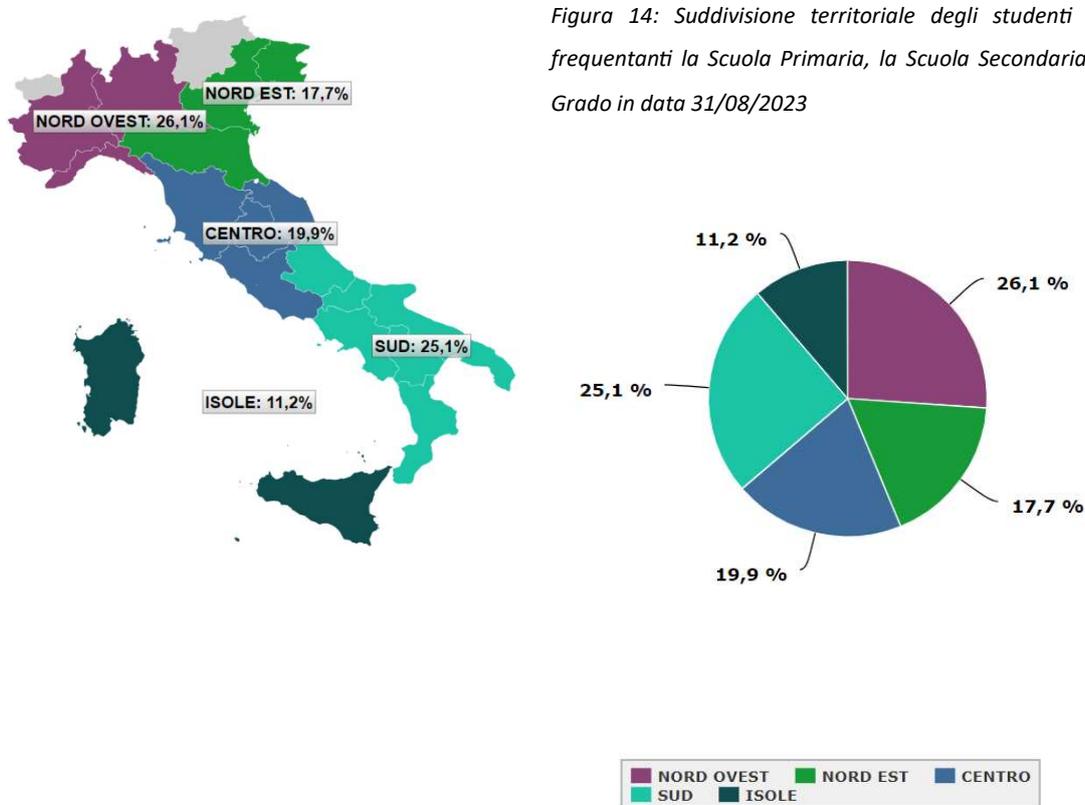


Figura 14: Suddivisione territoriale degli studenti e delle studentesse frequentanti la Scuola Primaria, la Scuola Secondaria di Primo e Secondo Grado in data 31/08/2023

Fonte 20: Sito Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, sezione "Portale unico dei dati scuola", voce "Esplora i dati".

<https://dati.istruzione.it/espscu/index.html?area=anaqStu>

<sup>68</sup> <https://dati.istruzione.it/espscu/index.html?area=anaqStu>

<sup>69</sup> La suddivisione utilizzata nel grafico prevede la considerazione dei Licei artistico, classico, classico europeo, internazionale, linguistico, musicale e coreutico, scientifico, scienze umane; gli istituti tecnici di tipo economico e tecnologico e gli istituti professionali leFP complementare, industria, artigianato e servizi. Fonte: Ministero dell'Istruzione e del merito – Grafici sulla distribuzione degli studenti in Italia.

<https://dati.istruzione.it/espscu/index.html?area=anaqStu>

<https://dati.istruzione.it/espscu/index.html?area=anaqStu>

<sup>70</sup> Si considera sempre la precisazione fatta sopra, che esclude dall'analisi il ciclo di istruzione di terzo grado

Escludendo la cosiddetta “scuola dell’obbligo” e focalizzandosi sull’istruzione pari o superiore al secondo ciclo di istruzione, dal 2018 al 2022, l’ISTAT (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023), evidenzia un trend positivo per quanto i livelli di istruzione della popolazione italiana. Come si nota dalla Tabella 8, si registra un aumento della quota di soggetti tra i 25 e i 64 anni con almeno un titolo secondario superiore, quelli con un titolo terziario<sup>71</sup> e la quota di 25-34enni con un’istruzione universitaria. Questo risulta coerente con la diminuzione dei giovani tra i 18 e i 24 anni usciti precocemente dal sistema di istruzione e formazione: dal 2018 al 2022 tale categoria è diminuita di poco meno di 5 punti percentuali, un dato fortemente positivo.

Tabella 8. Livelli di istruzione e ritorni occupazionali: i numeri chiave. Anni 2018,2019,2020,2021 e 2022, in valori percentuali.

Livelli di istruzione della popolazione	2018	2019	2020	2021	2022	2022 - Ue27
Quota di 25-64enni con almeno un titolo secondario superiore	61,8	62,3	62,6	62,7	63,0	79,5
Quota di 25-64enni con un titolo terziario	19,4	19,7	20,0	20	20,3	34,3
25-34enni con istruzione universitaria	27,9	27,9	28,6	28,3	29,2	42,0
Giovani 18-24 anni usciti precocemente dal sistema di istruzione e formazione	14,3	13,3	14,2	12,7	11,5	9,6
Effetti dell’istruzione sull’occupazione	2018	2019	2020	2021	2022	2022 - Ue27
Differenziale nel tasso di occupazione dei 25-64enni con titolo terziario e con titolo secondario superiore	10,3	10,1	10,6	11,8	11,1	10,0
Quota di 15-29 anni né occupati né in formazione (NEET)	23,2	22,1	23,7	23,1	19,0	11,7
Tasso di occupazione dei 18-24enni che hanno abbandonato precocemente gli studi (ELET)	33,6	35,2	32,9	33,5	39,0	45,8
Tasso di occupazione dei 20-34enni che hanno conseguito il titolo secondario superiore da 1 a 3 anni prima e non più in istruzione e formazione	50,3	52,9	49,7	49,9	56,5	76,9
Tasso di occupazione dei 20-34enni che hanno conseguito il titolo terziario da 1 a 3 anni prima e non più in istruzione e formazione	62,9	65,1	63,8	67,5	74,6	86,7

Fonte 21: ISTAT. (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

Nonostante l’elevata percentuale di studenti registrati al Sud nel sistema di istruzione (vedi Figura 14), ISTAT evidenzia come, considerando soggetti tra i 25 e i 64 anni, la popolazione residente al Mezzogiorno<sup>72</sup> risulta possedere un livello di istruzione inferiore rispetto a coloro che risiedono nel Centro-Nord dell’Italia. Considerando i dati a confronto, al Mezzogiorno il 38,1% della popolazione ha il diploma di scuola secondaria superiore, mentre solo il 16,8% possiede un titolo terziario; questi valori si sovrappongono ad una percentuale di circa il 45% di soggetti in possesso del diploma al Nord e nel Centro, mentre più del 20% è laureato. Questi dati risultano ancora più impattanti

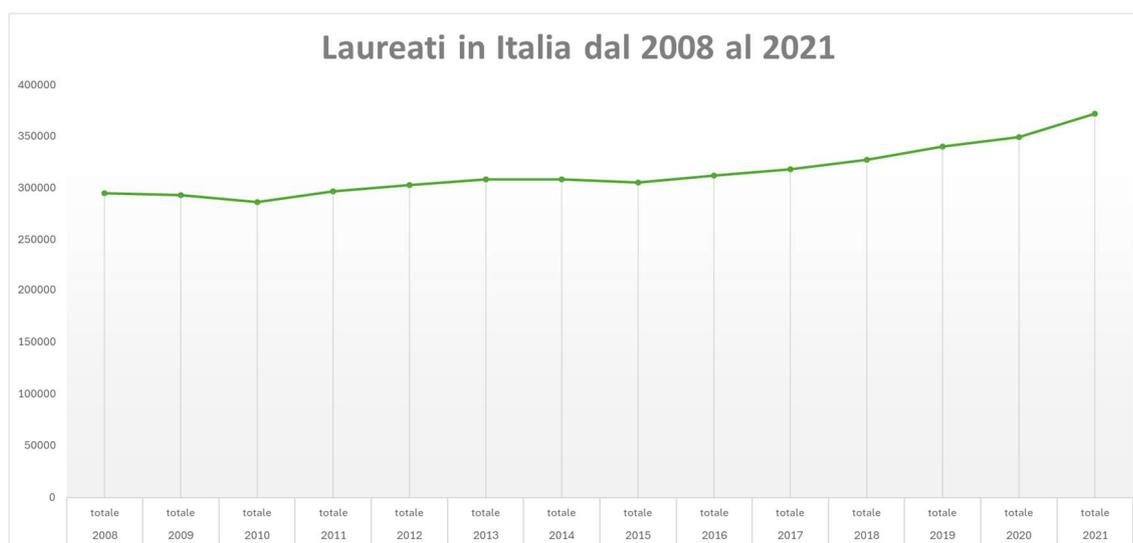
<sup>71</sup> Titolo di studio terziario: comprende i titoli Universitari, Accademici (AFAM), i Diplomi di tecnico superiore ITS e altri titoli terziari non universitari. Sono inclusi i titoli post-laurea o post-AFAM. Fonte: Report ISTAT 2022 “Report su livelli di istruzione e ritorni occupazionali” (ISTAT, 2023)

<sup>72</sup> Ripartizioni geografiche: Nord: Piemonte, Valle d’Aosta- Vallée d’Aoste, Lombardia, Liguria, Trentino-Alto Adige, Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Emilia-Romagna. Centro: Toscana, Umbria, Marche, Lazio. Mezzogiorno: Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria, Sicilia, Sardegna. Fonte: Report ISTAT (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

quando associati anche alle differenze in termini di occupazione presenti a livello nazionale. Infatti, il Mezzogiorno è definito come l'area d'Italia in cui il tasso di occupazione è nettamente inferiore rispetto al resto del Paese. Inoltre, il tasso di disoccupazione è estremamente elevato; la situazione rimane invariata anche nel caso in cui si considerino individui in possesso di un titolo di studio terziario: "il tasso di occupazione dei laureati è pari al 75,1% (12,6 punti inferiore a quello del Nord) e quello di disoccupazione al 6,7% (superiore di quattro punti)" (ISTAT, 2023). Nonostante tale divario, ISTAT sostiene comunque che i vantaggi dell'istruzione in materia di occupazione, nel caso del Mezzogiorno, sono superiori rispetto a quelli considerabili nel Centro-Nord Italia. Questa considerazione getta le basi per delle successive considerazioni relative all'importanza dell'istruzione da un punto di vista occupazionale ma anche sociale, come strumento di riduzione delle disuguaglianze presenti in Italia (ISTAT, 2023).

### 3.1.2.1. Andamento dei laureati in Italia

Figura 15: ISTAT: serie storica dei laureati in Italia dal 2008 al 2021



Fonte 22: Sito I.Stat [http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS\\_LAUREATI](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS_LAUREATI). ISTAT utilizza i dati dell'Anagrafe Nazionale Studenti (forniti dal Ministero dell'Università e della Ricerca) per la considerazione dei corsi di laurea. Si precisa inoltre che i dati sono riferiti in maniera esclusiva agli atenei in cui si sono registrati dei laureati nell'anno di riferimento. Nel grafico si utilizza l'anno solare come riferimento.

Focalizzandosi sui soggetti possedenti un titolo terziario, nonostante il trend positivo dei laureati in Italia presentato nella Figura 15, l'Italia secondo ISTAT<sup>73</sup> risulta essere ancora notevolmente distante dagli obiettivi europei. Considerando una media europea del 42% dei soggetti tra i 30 e i 34 anni in possesso di un titolo di studio terziario, l'Italia nel 2022 ne presenta una percentuale pari al 27,4%.

<sup>73</sup> ISTAT (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

Alcune motivazioni risultano essere la “limitata disponibilità, in Italia, di corsi terziari di ciclo breve professionalizzanti, erogati dagli Istituti Tecnici Superiori, che in altri Paesi europei forniscono una quota importante dei titoli terziari conseguiti” (ISTAT, 2023), nonché il background familiare. Secondo ISTAT<sup>74</sup>, infatti, questo fattore influisce significativamente sulla possibilità che un giovane consegua un titolo di studio terziario: in famiglie in cui almeno un genitore è laureato, la percentuale di figli tra i 25-34 anni abbiano conseguito un titolo terziario si attesta al 67,6%; la quota scende al 39,1% nel caso di genitore diplomato e al 12,3% nel caso il titolo di istruzione più alto raggiunto dai genitori sia quello secondario inferiore. Questo legame sembra essere meno importante se si effettua una distinzione in termini di genere: nel caso in cui uno dei due genitori abbia un livello di istruzione elevato, la percentuale di figlie (sempre tra i 25 e i 34 anni) che abbiano conseguito un titolo di pari livello è più di 4 volte superiore rispetto al caso in cui i genitori possiedano un basso livello di istruzione; nel caso dei maschi, tale divario è pari a 7 volte.

### **3.1.2.2. I giovani e l’abbandono scolastico prematuro**

Dalla Figura 15 a pagina precedente, emerge un trend positivo nel numero di laureati e laureate in Italia: a tale dato si contrappone una tuttora elevata percentuale di giovani che scelgono di abbandonare gli studi in maniera prematura.

Come precedentemente accennato, l’istruzione risulta particolarmente importante in termini occupazionali: è quindi utile approfondire il legame tra titolo di studio conseguito ed occupazione, in un tentativo di comprendere alcune delle possibili conseguenze dell’abbandono scolastico in Italia.

Sempre secondo ISTAT<sup>75</sup>, il tasso di occupazione subisce delle importanti variazioni in base al livello del titolo di studio dell’individuo: considerando la popolazione di età compresa tra i 25 e i 64 anni, nel 2022 si osserva un tasso di occupazione pari all’83,4% per i laureati, segnando un distacco di 11 punti percentuali dai diplomati, che si attestano al 72,3%; tale tasso scende al 53,3% per i soggetti in possesso di un titolo di studio di livello inferiore, con un distacco di 30 punti percentuali rispetto ai laureati. Alle stesse categorie di individui, corrispondono tassi di disoccupazione crescenti: infatti, al diminuire del livello del titolo di studio, aumenta il tasso di disoccupazione, con un distacco di 7 punti tra laureati e persone in possesso di un basso livello di istruzione (ISTAT, 2023). Questo mette

---

<sup>74</sup> ISTAT. (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

<sup>75</sup> ISTAT, (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

ulteriormente in luce il “premio occupazionale dell’istruzione”<sup>76</sup>, considerato come “aumento della probabilità di essere occupati al crescere del titolo di studio conseguito” (ISTAT, 2023).

Un altro fatto interessante emerso in precedenza è che il Mezzogiorno presenta un minor tasso di occupazione rispetto al resto d’Italia. Considerando non solo una differenziazione a livello geografico ma anche di genere, anche il tasso di occupazione delle donne risulta essere notevolmente inferiore a rispetto a quello maschile (il primo è pari al 57%, il secondo al 78%). Questo rende ulteriormente evidente la presenza di un gap sostanziale tra istruzione ed occupazione sia a livello territoriale, sia a livello di genere.

L’abbandono scolastico risulta essere un problema a livello nazionale perché contribuisce a rafforzare la presenza di divari già presenti in Italia: infatti “La mancanza di opportunità educative implica dunque una maggiore difficoltà di inserimento nel mercato del lavoro. Tra i 18-24enni che hanno conseguito una qualifica o un diploma il tasso di occupazione è, infatti, di 18,7 punti superiore a quello degli ELET<sup>77</sup> (raggiunge il 57,7%)” (ISTAT, 2023).

Questo divario sembra acuirsi nel caso si consideri specificatamente il genere femminile: in caso di abbandono scolastico, le giovani italiane si interfacciano con un tasso di disoccupazione circa 2 volte maggiore di quello dei loro coetanei maschi (47,5% rispetto a 25,5%). Nonostante l’abbandono scolastico sembri riguardare maggiormente i giovani rispetto le giovani, una differenza così netta nel tasso di disoccupazione porta ad un annullamento del vantaggio ottenuto in termini di abbandono scolastico. Infatti, le giovani donne tendono ad abbandonare gli studi in una percentuale minore (9,1% rispetto al 13,6% dei coetanei maschi), favorendo quindi il processo per cui, all’aumentare del titolo di studio aumenta il tasso di occupazione e diminuisce quello di disoccupazione. Questo contrasta col fatto che, a parità di condizione (cioè nel caso di abbandono scolastico), le donne incontrano delle difficoltà nettamente maggiori nell’inserimento nel mondo del lavoro. Nell’analisi delle disuguaglianze presenti all’interno della popolazione italiana è importante tenere in considerazione quanto osservato perché, la differenza di genere in termini occupazionali “si traduce spesso in forme di esclusione sociale” (ISTAT, 2023).

---

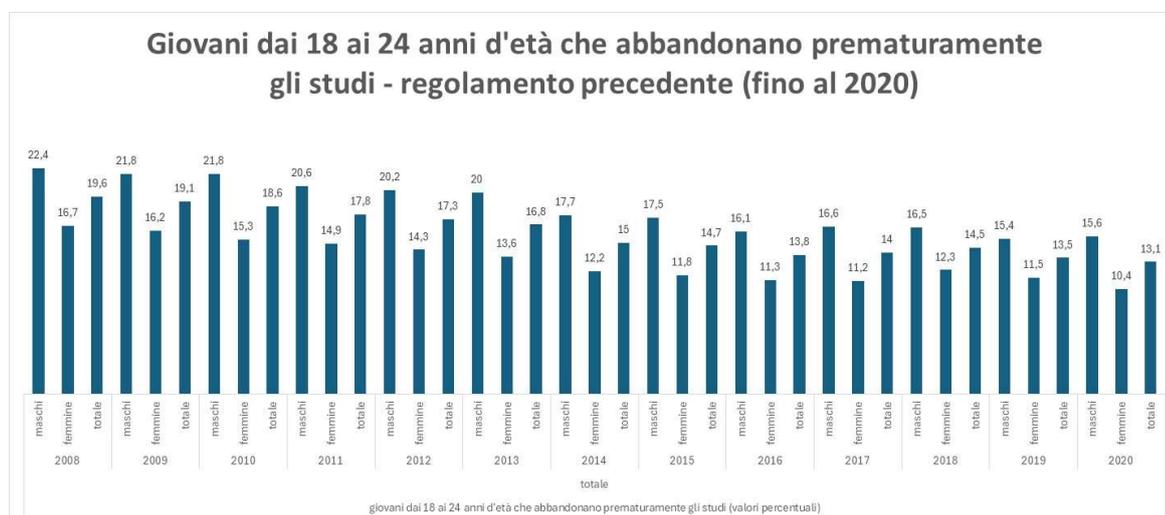
<sup>76</sup> ISTAT, (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023)

<sup>77</sup> ELET – Early leavers from education and training: giovani tra i 18 e i 24 anni che hanno abbandonato studio e formazione con al massimo un titolo di studio secondario inferiore (nella Classificazione internazionale sui livelli di istruzione corrisponde fino al 2013 ai livelli 0-3C short della ISCED1997 e dal 2014 ai livelli 0-2 della ISCED2011). Fonte: ISTAT

Anche i divari territoriali restano ampi: nel 2022, l'abbandono degli studi prima del completamento del percorso di istruzione e formazione secondario superiore, riguarda il 15,1% dei 18-24enni nel Mezzogiorno, il 9,9% al Nord e il 8,2% nel Centro" (ISTAT, 2023). Questo va collegato ad un tasso di occupazione dei soggetti che abbiano abbandonato precocemente gli studi pari al 27,9% al Mezzogiorno, rispetto a quello di circa 49% di Centro e Nord. Questo dato evidenzia ulteriormente l'importanza del possesso di un titolo di studio di alto livello al Mezzogiorno, soprattutto in seguito alle precedenti considerazioni in merito al notevole aumento del tasso di occupazione in tale area, in caso di possesso di un titolo di studio terziario.

Attualmente, il tasso di abbandono scolastico dei giovani tra i 18 e i 24 anni sembra continuare un processo di riduzione. Nella Figura 16 si nota una diminuzione di tale fenomeno, confermato anche da ISTAT (Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022, 2023), in cui "la quota di 18-24enni con al più un titolo secondario inferiore e non più inseriti in un percorso di istruzione o formazione è pari all'11,5% e tra il 2021 e il 2022 è diminuita di oltre un punto" (ISTAT, 2023). Nonostante questi dati risultino rassicuranti, l'Italia continua ad essere collocata tra i primi Stati europei in materia di abbandono scolastico: con una media del 9,6%, l'Italia risulta essere quintultima.

Figura 16: Percentuale di giovani italiani dai 18 ai 24 anni che, tra il 2008 e il 2020, hanno abbandonato prematuramente gli studi



Fonte 23: Sito I.Stat [http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS\\_LAUREATI#](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS_LAUREATI#)

Oltre agli effetti conseguenti l'abbandono scolastico dei giovani, è interessante cercare di comprenderne le cause: in merito, OCSE<sup>78</sup> offre un importante contributo. Alcune delle ragioni che sembrano spingere i giovani ad abbandonare prematuramente la scuola sembrano essere

<sup>78</sup> OECD. (Education at a Glance 2023: OECD Indicators, 2023)

classificabili secondo 3 tipologie: fattori di push-out, fattori di pull-out e fattori di ricaduta. Nella prima categoria rientrano politiche di rendimento scolastiche particolarmente rigide che potrebbero portare gli studenti a prendere frequentemente voti bassi, oppure il bullismo; la seconda categoria considera l'abbandono scolastico a causa dell'insorgenza di una malattia, oppure della necessità di iniziare a lavorare prematuramente; infine, i fattori di ricaduta includono situazioni sperimentate dagli studenti come la perdita di motivazione causata dalla difficoltà nell'ottenere dei progressi in ambito scolastico. Infine, un altro fattore interessante da considerare fornito da ISTAT<sup>79</sup> è il background familiare: secondo questa teoria, anche nel caso della dispersione scolastica, la famiglia influirebbe sulle scelte dei giovani italiani. Ad esempio, la presenza di genitori con un livello di istruzione basso rende molto elevata la percentuale di figli che abbandonino prematuramente la scuola, rispetto al caso in cui vi sia almeno uno dei genitori che abbia conseguito un titolo di studio di livello medio-alto (ISTAT, 2023). Questo è confermato anche dallo studio "Can risk aversion explain schooling attainments? Evidence from Italy" (Belzil & Leonardi, 2007), in cui emerge che l'abbandono scolastico risulta essere meno probabile nel caso in cui i genitori abbiano conseguito un titolo di studio di livello superiore; si evidenzia dunque una correlazione negativa tra istruzione dei genitori e abbandono scolastico a tutti i livelli di scolarizzazione, dalla scuola elementare fino all'università.

### **3.3. L'educazione finanziaria**

Secondo la definizione fornita da OCSE 2005, l'educazione finanziaria è "il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la loro comprensione dei prodotti, dei concetti e dei rischi finanziari e, attraverso informazioni, istruzioni e/o consigli oggettivi, sviluppano le competenze e la fiducia per diventare più consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per fare scelte informate, per sapere dove andare a chiedere aiuto e per intraprendere altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario"<sup>80</sup>.

Oltre all'istruzione formale, precedentemente illustrata nel caso dell'Italia, è interessante porre l'attenzione sull'educazione finanziaria come mezzo di formazione degli individui, in particolar modo in ambito finanziario

---

<sup>79</sup> Fonte: Report ISTAT 2022 "Report su livelli di istruzione e ritorni occupazionali"

<sup>80</sup> OECD (2005), Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, OECD, <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/35108560.pdf>.

Infatti, l'educazione finanziaria riveste un ruolo rilevante all'interno dei processi decisionali della popolazione in ambito finanziario: questo è dovuto ai diversi fattori a cui è legata (tra cui soprattutto l'istruzione), nonché all'importanza che ricopre nell'influire direttamente sulla conoscenza finanziaria degli individui attraverso l'aumento del loro livello di alfabetizzazione finanziaria.

Si analizza in seguito una parte della letteratura che avvalorata tali affermazioni.

### **3.3.1. Il legame tra alfabetizzazione finanziaria e benessere**

L'alfabetizzazione finanziaria, considerando la definizione OCSE 2011, è definibile come “una combinazione di consapevolezza, conoscenza, abilità, attitudine e comportamento necessari per prendere sane decisioni finanziarie e, in definitiva, raggiungere il benessere finanziario individuale (OCSE, 2011)”<sup>81</sup> (Di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018).

L'alfabetizzazione finanziaria degli individui è strettamente legata al comportamento di questi in materia finanziaria: è quindi particolarmente importante studiare cosa possa influire sul livello di alfabetizzazione finanziaria, con l'obiettivo di creare programmi, politiche o iniziative volte al miglioramento di tali livelli. In questo quadro si colloca l'educazione finanziaria.

L'importanza rivolta a questo tema è legata alle numerose implicazioni di un “buon” livello di conoscenza finanziaria degli individui, tra cui il benessere. Come affermato da Stella, G. P., Filotto, U., & Cervellati, E. M. (2021), “la relazione tra alfabetizzazione finanziaria e comportamento finanziario è fondamentale perché migliorare l'alfabetizzazione finanziaria consentirebbe alle persone di prendere decisioni finanziarie migliori e creerebbe le condizioni per migliorare il proprio benessere (Lusardi et al., 2010)<sup>82</sup>” (Stella, Filotto, & Cervellati, Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals., 2021). Tale concetto è inoltre ribadito da Di Salvatore, A., Franceschi, F., Neri, A., & Zanichelli, F. (Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia, 2018), che sottolineano l'importanza di una buona conoscenza e padronanza dei concetti economici e finanziari basilari per garantire agli individui di poter raggiungere un “livello adeguato di benessere economico”. L'educazione finanziaria, come mezzo

---

<sup>81</sup> La definizione appartiene a “OECD INFE (2011): “Measuring Financial Literacy: Core Questionnaire in Measuring Financial Literacy: Questionnaire and Guidance Notes for conducting an Internationally Comparable Survey of Financial literacy”. Paris: OECD”

<sup>82</sup> Riferimento a “Lusardi, A., Mitchell, O. S., & Curto, V. (2010) Financial literacy among the young. The Journal of Consumer Affairs, 44(2), 358–380.  
<https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.2010.01173.x>”

per incrementare le conoscenze finanziarie, si configura quindi come uno strumento di preservazione o crescita dello status economico delle famiglie. Stella, G. P., et Al. (Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals., 2021) evidenziano anche come il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui li aiuti nel comprendere la loro collocazione all'interno del sistema finanziario: infatti, bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria (e quindi basse o assenti competenze e conoscenze finanziarie) possono portare a delle "difficoltà finanziarie permanenti" (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021). Si ribadisce quindi ulteriormente come, un adeguato livello di alfabetizzazione finanziaria sia una "condizione necessaria per il benessere finanziario" (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021).

### **3.3.2. Il legame tra alfabetizzazione finanziaria e educazione finanziaria**

Per poter aumentare il livello di alfabetizzazione finanziaria è necessario fornire alla popolazione gli strumenti adeguati ad accrescere le proprie conoscenze: l'educazione finanziaria si propone tale obiettivo. A riguardo, nello studio "Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia" (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022), si sostiene l'importanza dell'educazione finanziaria come mezzo per il miglioramento dell'alfabetizzazione finanziaria, utile in una più corretta gestione delle finanze individuali, ma anche come fattore positivo per la collettività. Infatti, fornendo competenze in materia finanziaria, l'educazione finanziaria è in grado di guidare gli individui nel processo decisionale finanziario verso le scelte più appropriate. Questo risulta essere positivo perché ne favorisce l'inclusione sociale e sembra diminuire le disuguaglianze tra la popolazione; inoltre, una maggiore educazione finanziaria può aiutare gli individui a maturare una maggiore fiducia nei confronti degli intermediari finanziari, generando maggiore stabilità nel sistema. Infine, l'educazione finanziaria può aiutare gli individui nella comprensione dei concetti economici basilari, rendendo più comprensibili per la popolazione gli interventi governativi in materia di politiche economiche.

### **3.3.3. Educazione finanziaria: definizioni e approccio alla finanza comportamentale**

L'educazione finanziaria ha ricevuto diverse definizioni nel tempo: questo concetto risulta in continua evoluzione, in seguito all'affermarsi di diverse teorie sull'argomento. Si riportano in seguito alcune di queste definizioni, raccolte nello studio "Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals" (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021).

“Huston (2010)<sup>83</sup> “Comprensione (conoscenza della finanza personale) e utilizzo (applicazione della finanza personale)”.

Atkinson e Messy (2012)<sup>84</sup> “Amalgama di consapevolezza, attitudine, comportamenti, conoscenze e abilità essenziali per prendere le giuste decisioni finanziarie che alla fine portano al raggiungimento del benessere finanziario”.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) (2014)<sup>85</sup> “Conoscenza e comprensione dei concetti e dei rischi finanziari, nonché competenze, motivazione e fiducia necessarie per applicare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in una serie di contesti finanziari, migliorare il benessere finanziario degli individui e della società e consentire la partecipazione alla vita economica”.

Lusardi e Mitchell (2014)<sup>86</sup> “La capacità delle persone di elaborare aspetti economici e prendere decisioni informate sulla pianificazione finanziaria, l’accumulo di ricchezza, il debito e la garanzia del reddito personale sulle pensioni”” (Stella, Filotto, & Cervellati, Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals., 2021).

Come si può notare, la definizione di educazione finanziaria ha ricevuto un’evoluzione nel tempo; questo è stato motivato dall’emergenza di differenti approcci riguardo la sua applicazione sulle conoscenze finanziarie degli individui: infatti, sebbene inizialmente si sia seguito un approccio tradizionale verso l’alfabetizzazione finanziaria, questo è stato susseguito da quello definito come **finanza comportamentale**.

L’approccio tradizionale all’educazione finanziaria si basava sul presupposto di razionalità dei soggetti, prescrivendo quindi delle regole teoriche di comportamento. Data la complessità degli individui e la grande mole di fattori determinanti le scelte di questi ultimi, con la finanza comportamentale si supera il concetto di razionalità. Questo lascia spazio all’analisi dell’effettivo comportamento individuale attraverso prove empiriche attinte da rami come la sociologia, la psicologia ed altre scienze sociali.

---

<sup>83</sup> Riferimento a “Huston, S. J. (2010). Measuring financial literacy. The Journal of Consumer Affairs, 44(2), 296–316. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.2010.01170.x>”

<sup>84</sup> Riferimento a “Atkinson, A., & Messy, F.-A. (2012). Measuring financial literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education (INFE) pilot study (OECD Working Paper No. 15). <https://doi.org/10.1787/5k9csfs90fr4-en>”

<sup>85</sup> Riferimento a “OECD. (2014). PISA 2012 results: Students and money: Financial literacy skills for the 21st century (Vol. 6). <https://doi.org/10.1787/9789264208094-en>”

<sup>86</sup> Riferimento a “Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. Journal of Economic Literature, 52(1), 5–44. <https://doi.org/10.1257/jel.52.1.5>”

L'introduzione dell'approccio della finanza comportamentale, ha reso possibile considerare la presenza dei bias<sup>87</sup> presenti nei processi decisionali degli individui, in ambito finanziario. Questo risulta essere importante perché la presenza di "pregiudizi comportamentali" influisce anche sull'apprendimento della conoscenza, e sulla scelta degli individui nell'esporsi ai programmi educativi (Stella, Filotto, & Cervellati, *Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals.*, 2021).

Perciò, utilizzare l'approccio comportamentale per l'educazione finanziaria può risultare utile in un'ottica di miglioramento dell'efficacia delle iniziative, che possono essere volte a formare finanziariamente investitori presenti e futuri, o focalizzate sull'aumento del livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione.

Dato quanto affermato in merito ai bias, è possibile utilizzare diverse tecniche di behavioral insights (BI) per mitigarne gli effetti, e per migliorare i programmi di educazione degli investitori e di alfabetizzazione finanziaria. In "Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals" (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021) si individuano due principali categorie di strategie di debiasing in base all'oggetto su cui si mira ad intervenire: l'ambiente in cui è effettuata la decisione o il decisore stesso.

L'approccio sul decisore si concentra sulla fornitura di conoscenze e strumenti per aiutare gli individui a prendere decisioni finanziarie più informate, e a mitigare l'impatto negativo dei bias comportamentali. Si propone l'uso metodi di insegnamento innovativi, come l'apprendimento esperienziale e i sistemi di simulazione, in alternativa alle tecniche tradizionali che potrebbero essere troppo brevi, noiose o di complessa comprensibilità. Degli importanti strumenti a riguardo risultano essere gli incentivi monetari e il coinvolgimento emotivo degli studenti, ottenibile attraverso l'utilizzo di film, soap opera o programmi interattivi, anche se entrambi forniscono effetti di breve durata.

È inoltre evidenziato come, per poter effettuare questo tipo di strategie di debiasing sia fondamentale individuare e valutare correttamente il target di riferimento: infatti, in base al pubblico a cui è sottoposto l'intervento, possono cambiare i bias cognitivi emergenti. Per poter fare questo si punta quindi a migliorare il processo di identificazione dei decisori, segmentando il

---

<sup>87</sup> I bias sono delle distorsioni create dalle euristiche, delle "scorciatoie mentali" utilizzate dalle persone quando si trovano di fronte al prendere delle decisioni in condizioni di incertezza. Fonte: FINANCIAL LITERACY IN ITALY: EMPIRICAL EVIDENCE AND THEORETICAL PROPOSALS. G. P. Stella, U. Filotto, E. M. Cervellati

campione in base al profilo psicografico<sup>88</sup>, oppure attraverso i dati socio-demografici. Questa teoria trova conferma in “Improving the effectiveness of financial education programs. A targeting approach.” (D'Ignazio, 2023). Attraverso l'addestramento di un algoritmo di Machine Learning su un campione casuale di 2800 individui, questo è stato in grado di identificare coloro che avessero potuto trarre maggior beneficio da un determinato programma di educazione finanziaria. Testando l'efficacia di tale programma sul sottoinsieme di soggetti identificato dall'algoritmo e su un ulteriore sottoinsieme di soggetti esclusi dall'algoritmo nel “set di formazione”, è emerso che la campagna di educazione finanziaria sia risultata essere maggiormente efficace per i soggetti identificati come target dall'algoritmo di Machine Learning.

Nel caso degli interventi sull'ambiente decisionale, questo si rende necessario quando si manifesta una difficoltà nell'individuazione e nella mitigazione dei comportamenti degli individui: di conseguenza, si mira a modificare l'ambiente decisionale per incoraggiare comportamenti desiderati e rendere meno rilevanti i bias comportamentali. Vengono proposti due tipi di interventi: gli incentivi economici e le tecniche di architettura delle scelte. Nel primo caso, si parla di incentivi monetari (multe, bonus o sussidi) oppure non monetari (come la trasmissione di norme sociali e responsabilità); l'architettura delle scelte consiste invece nell'influenzare il comportamento degli individui attraverso la progettazione di una determinata offerta di scelte o attraverso l'alterazione del processo decisionale. Un esempio noto è il nudging, ovvero l'utilizzo di tecniche che guidano gli individui verso scelte considerate migliori per loro (processi decisionali automatici<sup>89</sup>), come le iscrizioni automatiche ai piani pensionistici.

In seguito a quanto affermato, un grande interrogativo riguarda l'efficacia di tali programmi di educazione finanziaria per l'accrescimento delle conoscenze finanziarie degli individui. Stella, G. P., Filotto, U., Cervellati, E. M., & Graziano, E. A. (2020) scelgono di testare tale ipotesi attraverso un sondaggio, effettuato a marzo 2019, su 918 italiani, il cui range di età va dai 30 ai 91 anni. In tale sondaggio si è domandato ai soggetti se questi avessero preso parte a dei programmi di educazione finanziaria durante il periodo universitario o quello scolastico. Sebbene in letteratura siano presenti opinioni differenti sugli effetti di tali programmi sull'alfabetizzazione finanziaria, da tale studio è

---

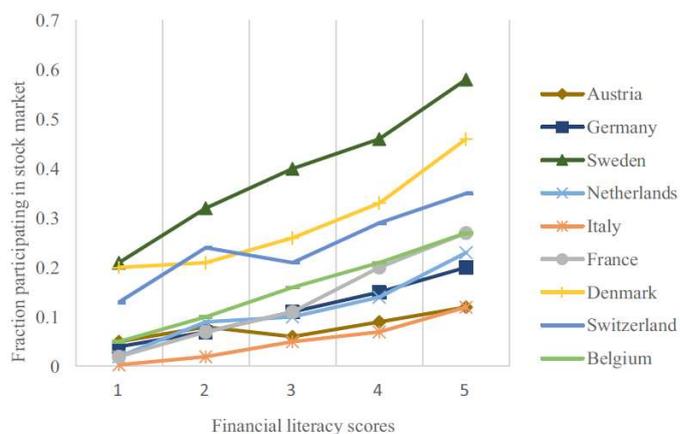
<sup>88</sup> classificare gli individui in gruppi in base alle loro attitudini, convinzioni, personalità e valori. Fonte: FINANCIAL LITERACY IN ITALY: EMPIRICAL EVIDENCE AND THEORETICAL PROPOSALS. G. P. Stella, U. Filotto, E. M. Cervellati

<sup>89</sup> (Stella, Filotto, & Cervellati, Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals., 2021)

emerso che, coloro i quali hanno risposto affermativamente di aver partecipato a programmi di educazione finanziaria sono stati in grado di rispondere correttamente ad un maggior numero di domande di natura finanziaria. Inoltre, coloro i quali risultavano aver partecipato a tali programmi all'università hanno ottenuto un punteggio maggiore rispetto a chi invece vi ha partecipato durante gli anni di istruzione scolastica di livello inferiore. Di conseguenza, questo studio tende a confermare l'efficacia dell'educazione finanziaria come mezzo per incrementare l'alfabetizzazione finanziaria degli individui, contribuendo alla letteratura che sostiene l'importanza di tali iniziative per colmare il basso livello di educazione finanziaria della popolazione, in particolar modo di quella italiana.

L'educazione finanziaria in quanto mezzo per l'accrescimento dell'alfabetizzazione finanziaria acquisisce ulteriore importanza nel quadro dell'analisi dei determinanti della partecipazione degli individui ai mercati finanziari: secondo Thomas, A., & Spataro, L. (Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe, 2018), infatti, la partecipazione al mercato azionario tende a crescere all'aumentare del livello di alfabetizzazione degli intervistati. Utilizzando i dati provenienti dalla terza e quarta ondata del questionare SHARE (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe), lo studio analizza l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria nella partecipazione al mercato finanziario: come si nota dalla Figura 17, riportando la quota di individui partecipanti al mercato azionario in base ai differenti livelli di alfabetizzazione finanziaria, all'aumentare di quest'ultima si nota una maggiore percentuale di individui partecipanti al mercato azionario. Da questo studio emerge quindi come l'alfabetizzazione finanziaria risulti essere un fattore significativo e positivo per la partecipazione della popolazione al mercato azionario.

Figura 17: Frazione di individui partecipanti al mercato azionario suddivisi in base ai punteggi in alfabetizzazione finanziaria e per Paese



Fonte 24: Thomas, A., & Spataro, L. (Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe, 2018)

### 3.3.4. La misurazione dei livelli di alfabetizzazione finanziaria degli individui

Quanto riportato finora sembra quindi confermare l'importanza degli studi sul livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui: una difficile sfida sembra essere stata, nel tempo, quella di comprendere come effettuare la misurazione.

Finora sono state citate differenti indagini su cui si sono basate le teorie della letteratura riportata: utilizzando lo studio "Statistical sources for assessing financial literacy" (Lamboglia & Travaglino, 2022) si riporta in seguito una breve descrizione dei principali sondaggi utilizzati nell'ultimo decennio per misurare l'alfabetizzazione finanziaria, con l'obiettivo di rendere di più agevole lettura il presente studio, nonché di presentare la complessità delle analisi richieste per la misurazione di questo importante fattore.

- The **Programme for International Student Assessment**: sinteticamente nominato PISA, è un'indagine condotta ogni tre anni dall'OCSE<sup>90</sup>. Si occupa di misurare la capacità di applicazione da parte degli studenti delle competenze matematiche, di lettura e scienza alla vita quotidiana. Dal 2012 prevede anche una sezione dedicata all'alfabetizzazione finanziaria.
- The **OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy**: è un'indagine internazionale sul livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione adulta, di età compresa tra i 18 e i 79 anni, la cui prima edizione risale al 2016.
- **Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey**: raccoglie i dati sui modi in cui gli individui gestiscono il rischio, i pagamenti, i prestiti e i risparmi. Nel 2014 ha incluso anche una sezione atta alla misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria attraverso la sottoposizione di cinque domande riguardanti i concetti basilari all'interno del processo decisionale finanziario: "tassi di interesse, capitalizzazione degli interessi, inflazione e diversificazione del rischio" (Lamboglia & Travaglino, 2022).
- The **Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe**: SHARE è un'indagine che nasce con l'obiettivo di raccogliere informazioni sulle condizioni socioeconomiche e di salute degli europei over 50.
- The **Survey on Household Income and Wealth**: detto anche SHIW o IBF, è l'indagine attraverso cui Banca d'Italia raccoglie dati relativi ai redditi e al risparmio delle famiglie italiane.

---

<sup>90</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico

- **CONSOB Report on financial investment of Italian households:** rapporto realizzato da CONSOB (Commissione nazionale per le società e la borsa) sugli investimenti finanziari delle famiglie. La prima edizione è stata nel 2015 ed ha cadenza annuale.
- **OECD/INFE Survey Instrument to measure Financial Literacy of MSMEs:** Indagine di OCSE/INFE per misurare la cultura finanziaria delle micro, piccole e medie imprese.

### **3.3.5. Fattori determinanti il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui**

Le differenze in campo di conoscenze finanziarie sono state imputate nel tempo a vari fattori, tra cui i più importanti risultano essere il livello di istruzione, come precedentemente affermato, e il genere.

#### **3.3.5.1. L'istruzione**

Un primo studio utile in materia è quello intrapreso da Banca d'Italia sull'alfabetizzazione finanziaria (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020). Emerge infatti che, nel calcolo dei livelli di alfabetizzazione finanziaria, si nota un vantaggio dei laureati rispetto ai non laureati; suddividendo in base al genere, invece, i soggetti maschili risultano possedere un livello superiore ai soggetti femminili. Infine nel caso dell'età, il livello massimo degli intervistati corrisponde a soggetti di circa 45 anni d'età, mentre i giovani presentano bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria. Sebbene tali dati facciano già intendere l'importanza dei fattori sopra citati come influenti sul livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui, la conferma di tali ipotesi giunge dall'analisi di regressione effettuata a riguardo: secondo Banca d'Italia, l'istruzione risulta quindi essere la "variabile principale che influenza l'alfabetizzazione seguita, a distanza, dall'età" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020).

La correlazione tra istruzione ed alfabetizzazione finanziaria viene dimostrata anche in "Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches" (Linciano, Caivano, Gentile, & Soccorso, 2018)" e dall'edizione del 2016 dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Nel primo Report si sostiene la presenza di una correlazione positiva tra conoscenze finanziarie (sia reali che percepite), e il livello di istruzione degli individui. Nel caso di IBF invece, si osserva come i soggetti con bassi livelli di conoscenza finanziaria siano solitamente individui con un titolo di istruzione di basso livello, un livello di reddito basso e residenti al Mezzogiorno, mentre i soggetti con livelli di conoscenza finanziaria maggiori sono associabili a profili di individui con titoli

di studio di livello elevato e redditi alti. Anche in questo ultimo studio risulta quindi evidente, che il livello di alfabetizzazione finanziaria aumenta all'aumentare del titolo di studio; sembra avere inoltre un'importante influenza anche il reddito e la ricchezza.

Il legame tra alfabetizzazione finanziaria e livello di istruzione è anche sostenuto nello studio "Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia": basandosi sempre su quanto emerso dal questionario OCSE-INFE, conferma che "L'istruzione è uno dei fattori più importanti per garantire livelli adeguati di comprensione dei concetti finanziari" (Di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018), mostrando come il punteggio degli intervistati in merito alla conoscenza finanziaria sia in media maggiore per i laureati, generando un forte divario rispetto a quello conseguito da chi possiede un'istruzione secondaria, a sua volta notevolmente distante dai soggetti con un livello inferiore di istruzione.

### **3.3.5.2. Il Genere**

In tale indagine (Di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018) anche il genere risulta significativo: osservando i punteggi ottenuti dai cittadini italiani intervistati, si nota che "le donne con un alto livello di istruzione registrano punteggi di conoscenza finanziaria inferiori rispetto ai loro coetanei maschi" (Di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018). La relazione tra genere ed alfabetizzazione finanziaria è anche confermata da Stella, G. P., Filotto, U., & Cervellati, E. M. (The effects of financial education on financial literacy in Italy., 2020), in cui sono presentati degli studi secondo cui le donne possiedono un livello di alfabetizzazione finanziaria in media più basso rispetto agli uomini.

Uno studio interessante sulle differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria è quello effettuato da L. Bottazzi e A. Lusardi (Stereotypes in financial literacy: Evidence from PISA, 2021), in cui si studia tale argomento attraverso il PISA del 2012, un programma per la valutazione degli studenti a livello internazionale. Focalizzandosi sul caso italiano, L. Bottazzi e A. Lusardi (2021) affermano che vi sono delle importanti differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria dei giovani italiani, con particolare rilevanza nel caso di Sud e Isole. Bottazzi e Lusardi si occupano non solo di confermare la presenza di tali divari di genere, ma anche di approfondire le radici di tali differenze.

Da tale studio emerge infatti che, tale divario di genere in materia di alfabetizzazione finanziaria è assoggettabile a vari fattori, tra cui lo status socioeconomico, la professione della madre e la regione di appartenenza.

Infatti, secondo quanto affermato nello studio, “uno status socioeconomico più elevato influisce positivamente sui punteggi di alfabetizzazione finanziaria e spiega l’8% della varianza della differenza di alfabetizzazione finanziaria tra ragazze e ragazzi in Italia” (Bottazzi & Lusardi, 2021); inoltre, si riscontra una correlazione negativa tra l’aver una madre casalinga e l’alfabetizzazione finanziaria: la presenza di una madre lavoratrice all’interno della famiglia aumenta il punteggio ottenuto in PISA dai giovani (sia ragazzi che ragazze) di 19 punti, in media.

La regione di residenza è un altro fattore importante nel determinare le differenze di genere nell’alfabetizzazione finanziaria: sebbene tale divario sia presente sia al Nord che al Sud Italia, sembra avere un’influenza positiva il fatto di vivere in delle regioni in cui vi è una partecipazione politica attiva, un forte interesse verso la politica e dei media sofisticati<sup>91</sup>. Infatti, il livello di alfabetizzazione finanziaria in tali regioni non solo risulta essere più alto, ma la presenza di un ambiente in cui la popolazione predilige la radio e i giornali come mezzi d’informazione rispetto alla televisione sembra influire maggiormente sulla popolazione femminile. Questo conferma il fatto che, vivere in un ambiente con un elevato livello culturale tende a ridurre il gap di alfabetizzazione finanziaria tra studenti e studentesse.

De Bonis, R., et Al. (Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d’Italia (Financial Education: Premises, Policies and Experience of the Bank of Italy), 2022), confermano la differenza di genere come fattore determinante dell’alfabetizzazione finanziaria: ribadendo che l’alfabetizzazione finanziaria è minore nelle donne a livello mondiale (tra cui anche in Italia), individuano alcuni aspetti interessanti nello spiegare tale differenza di genere, soprattutto nel caso italiano. In tale studio si sostiene infatti che, oltre a fattori già citati come la presenza di una madre casalinga, la cultura familiare italiana tende ad ostacolare la riduzione del gender gap in materia di alfabetizzazione finanziaria: il divario di genere è radicato all’interno della famiglia e risulta essere tramandato da generazioni, a causa del “basso grado di egualitarismo tra generi nel nostro Paese” (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022). Un fattore importante è anche l’attribuzione statica di specifici compiti ai differenti membri della famiglia, che solitamente vede l’uomo come il responsabile della cura delle questioni finanziarie. Oltre a questo, il mercato del lavoro sembra

---

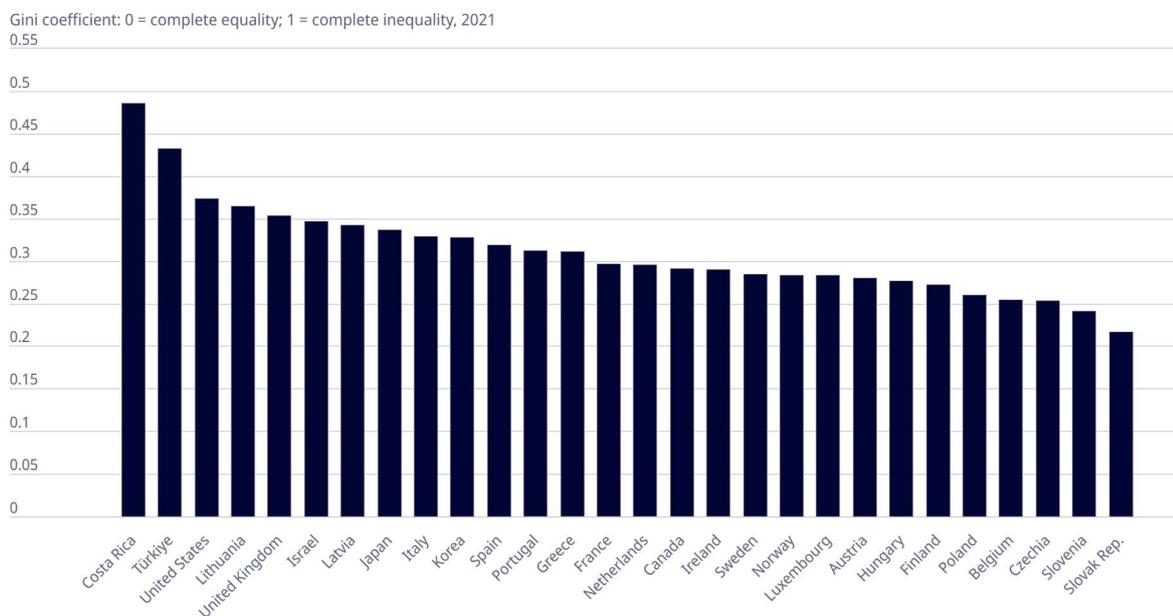
<sup>91</sup> Radio e giornali

influire sulla bassa alfabetizzazione finanziaria del genere femminile in Italia: infatti, “l’Italia ha uno dei tassi di occupazione femminili più bassi tra i paesi avanzati: 55 per cento contro 74 per cento degli uomini” (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022). Questo contribuisce ad ostacolare l’indipendenza economica del genere femminile, e di conseguenza anche l’interfacciarsi con le decisioni in ambito finanziario di queste ultime.

### 3.3.6. L’educazione finanziaria in Italia

Secondo quanto affermato in precedenza, l’alfabetizzazione finanziaria risulta avere un importante impatto sul benessere economico delle persone. Considerando il caso italiano, questo risulta essere un caso di studio particolarmente interessante sia per quanto riguarda il basso livello di alfabetizzazione finanziaria presente, sia per le forti disuguaglianze presenti a livello nazionale e in relazione con le altre grandi potenze economiche. Citando lo studio “Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals”, “Secondo Levine (2005)<sup>92</sup>, la disuguaglianza economica ostacola lo sviluppo e ha un impatto negativo sul sistema finanziario” (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021): nel grafico OECD di Income Inequality riferito al 2021<sup>93</sup> (Figura 18), l’Italia si colloca al 9° posto come livello di disuguaglianza di reddito, rispetto ai paesi OCSE.

Figura 18: Income Inequality dei Paesi OCSE nel 2021



Fonte 25: Sito OECD, sezione “Data” <https://www.oecd.org/en/data/indicators/income-inequality.html?oecdcontrol-8027380c62-var3=2021&oecdcontrol-0ad85c6bab->

<sup>92</sup> Riferimento a “Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion, & S. N. Durlauf (Eds.), Handbook of economic growth (Vol. 1, Part A, pp. 865–934). [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)”

<sup>93</sup> Si è scelto di utilizzare il 2021 per maggiore completezza dei dati

var1=AUS%7CAUT%7CBEL%7CCAN%7CCHL%7CCZE%7CDNK%7CFIN%7CFRA%7CDEU%7CHUN%7CIRL%7CISR%7CITA%7CJPN%7CKOR%7CLTU%7C

Tale disuguaglianza può essere confermata anche dalla notevole differenza in materia di istruzione ed industrializzazione presenti tra Nord e Sud Italia che, aumentando del tempo, ha portato a “un’elevata disuguaglianza economica” (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021). Questa disuguaglianza, sempre secondo questo studio, può essere spiegata “sia dagli indicatori economici che da quelli sociali” (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021): infatti, come già osservato all’inizio di questo capitolo, vi è un notevole squilibrio tra Nord e Sud Italia in materia di percentuale di individui in possesso di un titolo di studio di alto livello, nonché dal punto di vista occupazionale.

Questi divari portano quindi ad avere una disomogeneità a livello nazionale in materia di conoscenze, che si riflette anche in grandi differenze per quanto riguarda le opportunità a livello lavorativo, sia in senso letterale che in materia di probabilità di assunzione.

L’Italia risulta inoltre essere nota per il suo basso livello di alfabetizzazione finanziaria, rispetto alla media europea: per comprendere se questo dato influisca sulle evidenti disuguaglianze presenti in Italia, lo studio sceglie di testare l’ipotesi che vi sia una correlazione tra il PIL regionale e il livello di alfabetizzazione finanziaria dei giovani adulti italiani. Da tale analisi emerge che “l’alfabetizzazione finanziaria dei giovani italiani è un robusto predittore del relativo PIL regionale” (Stella, Filotto, & Cervellati, 2021): tale affermazione sembra essere coerente con la letteratura sopra citata che considera l’alfabetizzazione finanziaria come importante fattore per garantire un adeguato livello di benessere agli individui, soprattutto in termini economici. Questo legittima ulteriormente l’approfondimento sullo studio dell’educazione finanziaria in Italia, considerando che, con delle appropriate politiche, si possa puntare all’appianamento del divario economico tra le regioni italiane fornendo ai giovani adulti italiani la possibilità di prendere delle decisioni finanziarie efficaci, stimolando un omogeneo sviluppo economico a livello nazionale.

Il basso livello di alfabetizzazione finanziaria degli italiani è confermato anche dall’ondata del 2022 del “Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches” (Linciano, Caivano, Costa, Gentile, & Soccorso, 2022). Dal rapporto emerge una crescita, rispetto al 2021, del +3% nel caso delle conoscenze finanziarie basilari: un aumento positivo ma non elevato. Tali conoscenze sono testate attraverso un test riguardante cinque nozioni basilari: “relazione rischio-rendimento, tasso di interesse composto, inflazione, mutuo, diversificazione del rischio”

(Linciano, Caivano, Costa, Gentile, & Soccorso, 2022); dall'indagine emerge come solo il 63% degli intervistati sia stato in grado di rispondere correttamente a tutte le nozioni basilari. Nonostante tali dati positivi, le conoscenze finanziarie risultano non essere ancora abbastanza diffuse, né per quanto riguarda i concetti base, né nel caso degli strumenti finanziari o sulle conoscenze in materia di rischio finanziario. Infatti, come si vede nella Figura 19, alcune nozioni, come quella di diversificazione degli investimenti, risulta essere compresa solo dalla metà degli intervistati.

Figura 19: Conoscenze finanziarie di base



Fonte 26: Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches. (Linciano, Caivano, Costa, Gentile, & Soccorso, 2022)

Un altro studio che si occupa di studiare il livello di alfabetizzazione finanziaria degli italiani è quello condotto da Banca d'Italia, basato sui risultati dell'Indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020). Si riporta infatti un'analisi dell'andamento dell'indicatore delle competenze finanziarie degli italiani: pur confermando un

basso di livello di alfabetizzazione finanziaria rispetto agli standard europei, si osserva anche stavolta un leggero miglioramento delle conoscenze rispetto alla precedente rilevazione (2017).

Suddividendo la popolazione in quattro gruppi, in base alle conoscenze finanziarie, questo studio si prefissa l'obiettivo di analizzare le cause sottostanti al miglioramento rilevato dal 2017 al 2020. Le quattro categorie analizzate sono rispettivamente: "gli esclusi, gli incompetenti, i competenti e gli esperti" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020).

Per calcolare l'indicatore di conoscenza finanziaria degli individui, si segue l'approccio OCSE, che ottiene tale misura attraverso l'utilizzo di "tre sotto-dimensioni" che caratterizzano l'alfabetizzazione finanziaria: le conoscenze, i comportamenti e le attitudini (o atteggiamenti) (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020). Si valutano le conoscenze attraverso delle domande sui concetti basilari necessari per prendere delle decisioni in ambito finanziario, come l'inflazione, cosa sia il tasso d'interesse, cosa significhi diversificare i rischi oppure quali siano le differenze tra un tasso d'interesse semplice ed uno composto. I comportamenti si riferiscono invece all'analisi delle competenze degli individui nella "gestione delle risorse finanziarie nel breve e nel lungo termine"<sup>94</sup>, come la "fissazione di obiettivi finanziari, programmazione delle risorse da destinare a consumi, pagamenti di bollette, risparmi negli ultimi mesi" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020). Infine, con le attitudini si rileva quale sia l'orientamento verso il risparmio, in particolar modo nel lungo periodo e in un'ottica precauzionale.

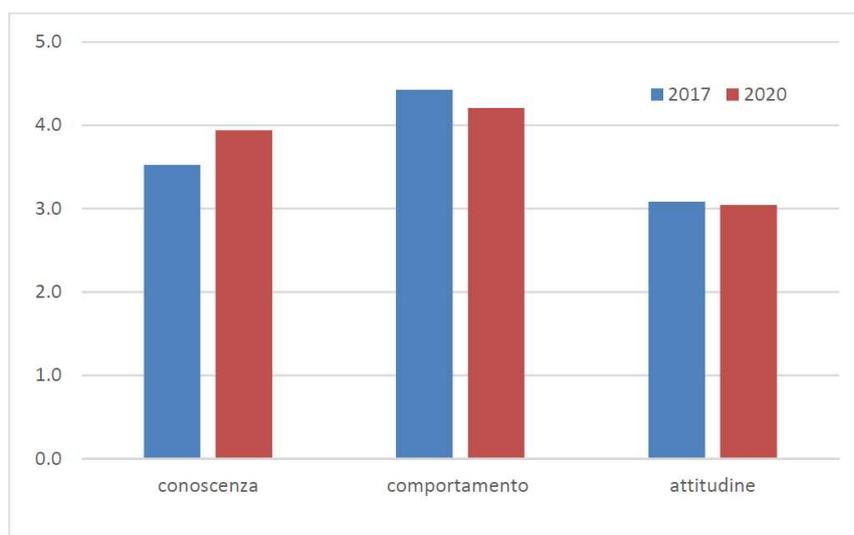
Attraverso tali categorie si costituisce poi l'indicatore di alfabetizzazione finanziaria, con valori differenti in base ai punteggi ottenuti dagli individui nelle tre categorie sopra citate. Dallo studio di Banca d'Italia si rileva per il 2020 un "livello medio di alfabetizzazione finanziaria"<sup>95</sup> di 11,2: considerando che la scala applicata va da 1 a 21, tale valore risulta notevolmente basso, soprattutto in relazione al livello medio dei 26 paesi partecipanti all'indagine OCSE nel 2020, che si attesta a 12,3.

---

<sup>94</sup> (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020)

<sup>95</sup> (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020)

Figura 20: Componenti dell'indicatore di alfabetizzazione finanziaria in Italia. valori medi



Fonte 27: D'Alessio, G., De Bonis, R., Neri, A., & Rampazzi, C. (2020). *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020 [Italian People's Financial Literacy: The Results of the Bank of Italy's 2020 Survey]*. Bank of Italy Occasional Paper, (588)

Concentrandosi invece sul confronto tra i valori italiani dell'indagine tra il 2017 e il 2020, i risultati sono riportati sinteticamente nella Figura 20. La conoscenza finanziaria risulta in aumento, mentre si riscontra un leggera diminuzione per quanto riguarda gli indici di attitudine e di comportamento. Un altro dato positivo risulta essere l'aumento riscontrato nella percentuale dei soggetti che ottengono un punteggio considerato sufficiente nella conoscenza finanziaria: questo aumenta dal 32,6% al 44,3%.

Complessivamente quindi, si osserva un miglioramento degli italiani in materia di conoscenze finanziarie: tale miglioramento è osservabile anche dalla variazione della quota di popolazione appartenente alle categorie in cui precedentemente sono stati suddivisi gli individui. Infatti, dal confronto tra il livello di alfabetizzazione finanziaria del 2017 e quello del 2020, si riscontra una diminuzione sia della quota di individui identificati come *esclusi*, sia di quelli classificati come *incompetenti*; a tali riduzioni si è accompagnato un aumento della quota di intervistati classificabili come *competenti*, con un aumento di 10 punti rispetto al 2017, e di un leggero aumento della quota di *esperti* (meno di un punto percentuale).

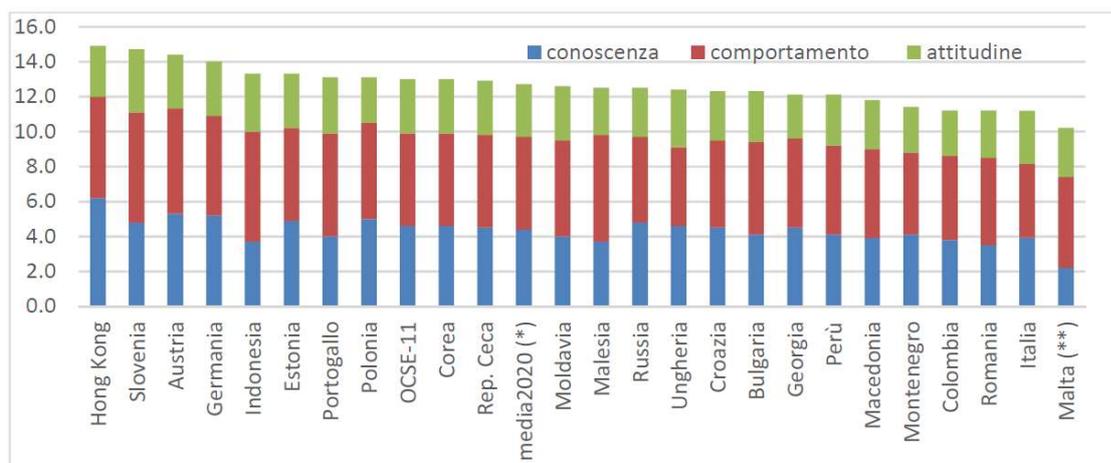
Queste considerazioni sono importanti non solo per comprendere più a fondo la situazione italiana in merito alle conoscenze finanziarie della popolazione, ma anche per iniziare a considerare quali siano le aree più importanti su cui è necessario formare gli individui: attualmente risulta evidente come sia presente un'elevata fetta di popolazione con un basso grado di alfabetizzazione finanziaria

che è comunque tenuta a prendere quotidianamente delle decisioni in ambito finanziario. Comprendere attentamente quali siano le aree in cui è più importante applicare solide politiche di educazione finanziaria può aiutare la popolazione a proseguire, in maniera più sostanziosa, il passaggio verso le categorie di *competenti ed esperti*.

### 3.3.6 Alfabetizzazione finanziaria: l'Italia e il confronto internazionale

L'analisi di Banca d'Italia "L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020" (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020), mostra che l'Italia, nel confronto internazionale 2020, si colloca in coda come alfabetizzazione finanziaria, nella classifica stilata dall'OCSE. Questo dato è una conferma di quanto già emerso nel 2017, in cui l'Italia risultava occupare la medesima posizione. Il confronto è presente nella Figura 21.

Figura 21: Confronto internazionale sui valori medi di alfabetizzazione finanziaria dei Paesi OCSE nel 2020



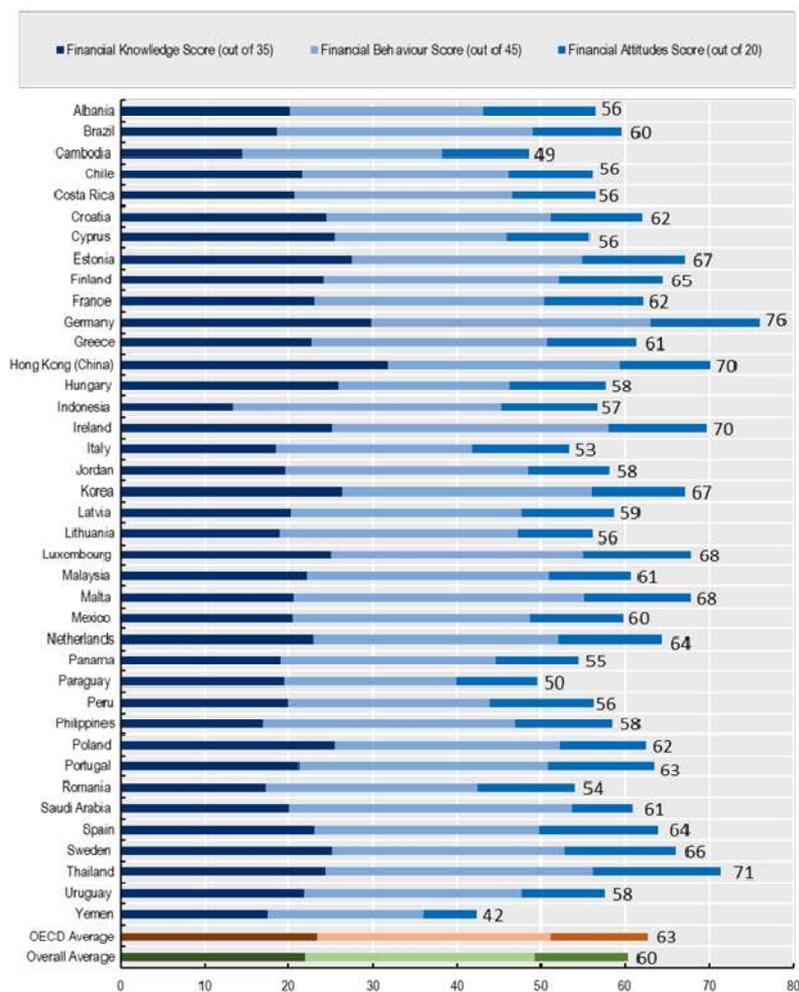
Fonte: OECD (2020) International Survey of Adult Financial Literacy. (\*) La media è calcolata su 23 paesi, escludendo Francia, Malta e Tailandia. (\*\*) Malta ha calcolato i punteggi usando un numero più contenuto di domande, 4 per le conoscenze e 7 per i comportamenti.

Il livello medio di alfabetizzazione finanziaria, considerando i 26 paesi partecipanti all'indagine OCSE del 2020, risulta essere pari a 12,7: un valore che, come affermato in precedenza, evidenzia la bassa posizione dell'Italia in materia di conoscenza finanziaria della sua popolazione. L'indagine (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020) si concentra in seguito sull'andamento dei "grandi paesi europei"<sup>96</sup>, osservando un miglioramento (tra il 2017 e il 2020) di Italia e Germania, affiancato ad un lieve calo da parte della Francia.

<sup>96</sup> (D'Alessio, Bonis, Neri, & Rampazzi, 2020)

Considerando “OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy”, l’Italia, anche nel 2023, continua a confermarsi in fondo alla classifica in materia di livello di alfabetizzazione finanziaria. Utilizzando stavolta una scala di punteggi da 0 a 100, su un valore medio di 60 tra i Paesi partecipanti all’indagine, l’Italia consegue un punteggio di 53, come si osserva nella Figura 22. Tale valore risulta ulteriormente rilevante se confrontato con quello ottenuto da potenze economiche europee come Germania e Francia (76 e 62, rispettivamente) (OECD, OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy, 2023).

Figura 22: Valore complessivo di alfabetizzazione finanziaria dei Paesi OCSE per il 2023. Valori medi, su una scala da 0 a 100



Notes: The overall financial literacy score is computed as the sum of the scores on financial knowledge, financial behaviour and financial attitudes. The overall financial literacy score was scaled to range between 0 and 100.  
 The results for Jordan, Mexico and Saudi Arabia should be interpreted with caution as the national samples may not be representative of the entire adult population. See Annex A for further details.  
 The results for Malaysia and Spain presented in this chapter are drawn from samples taken in 2021 using the 2018 Toolkit. See Annex A for further details.  
 Source: OECD/INFE 2023 Survey of Adult Financial Literacy.

Fonte 28: OECD (2023), (OECD, OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy, 2023)

Di Salvatore, A., Franceschi, et Al. (2018), scelgono di basare le proprie analisi sempre sul questionario OCSE-INFE, ma nel caso dell’ondata 2020. Anche da tale studio si conferma il basso di

livello di competenza dell'Italia, rispetto alle economie più avanzate, in materia finanziaria. Osservando quanto emerso dal questionario armonizzato OCSE-INFE, emerge che l'Italia presenti un punteggio di conoscenza finanziaria pari circa a 3,5 punti su 7, rispetto alla media di 4,3 per gli altri paesi del G20. Inoltre, si riscontra la bassa consapevolezza degli italiani in materia di vantaggi legati alla diversificazione di portafoglio, con solo il 37% degli intervistati che comprende come questo possa aiutare nella riduzione del rischio.

Si considera anche il Programma per la valutazione internazionale delle competenze degli adulti (PIAAC), svolto da OCSE per misurare l'alfabetizzazione e la capacità di calcolo e risoluzione di problemi da parte di un segmento di popolazione che va dai 16 a 65 anni. Nel PIAAC 2020, l'Italia si colloca addirittura come ultima posizione in classifica. L'analisi, basata sull'esaminazione di 24 Stati, colloca l'Italia in tale posizione sia in termini di calcolo che per l'alfabetizzazione finanziaria.

Il divario presente tra l'Italia e gli altri Stati del G20 può essere attribuito a vari fattori: in questo caso, il fattore più importante sembra essere l'istruzione. In base a quanto osservato in precedenza, infatti, "l'Italia è caratterizzata da una quota più elevata di individui con bassi livelli di istruzione: circa il 47% della popolazione italiana adulta ha un livello di istruzione primario, mentre lo stesso gruppo rappresenta solo il 14% della popolazione in Germania e in altri Paesi. non supera il 10% in Canada e nel Regno Unito" (Di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018).

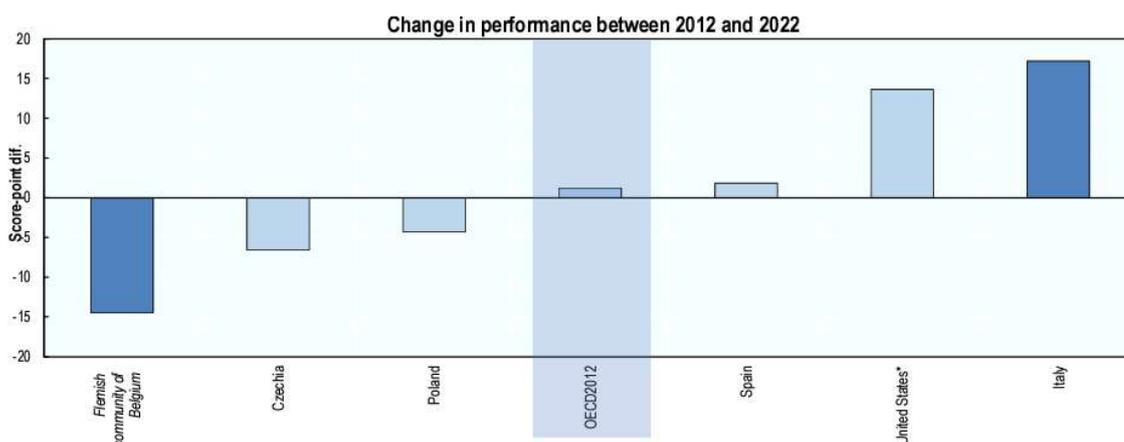
Un ultimo confronto interessante è quello che si focalizza sui livelli di alfabetizzazione finanziaria dei giovani studenti dei Paesi OCSE. Nel report OCSE sul PISA 2022 (OECD, 2024) sono riportati i principali risultati dell'edizione del 2022 di PISA: da questi dati emerge che Austria, Danimarca, Olanda, la comunità fiamminga del Belgio, le province canadesi e la Polonia abbiano avuto delle performance superiori rispetto al livello medio di alfabetizzazione finanziaria OCSE; inoltre, l'Italia risulta essere notevolmente migliorata come livello di alfabetizzazione finanziaria, effettuando un confronto tra il 2022 e il 2012. Tale miglioramento si osserva anche per Spagna e Stati Uniti, confrontando però le ondate 2015 e 2022.

Considerando in maniera più approfondita i trend legati all'evoluzione del livello di alfabetizzazione finanziaria tra il 2012 ed il 2022, si osserva una sostanziale stabilità dal punto di vista della performance media degli intervistati, con un aumento di 8 punti del livello medio di alfabetizzazione finanziaria dal 2015 al 2022; non risultano cambiamenti significativi invece dal 2018 al 2022. Secondo OCSE, tale apparente stabilità è legata a dei cambiamenti in direzioni opposte di differenti Paesi partecipanti all'indagine: infatti, tra il 2012 e il 2022 si osserva un aumento della performance

media italiana di 17 punti, contrapposta invece ad una diminuzione di 14 punti della performance media della comunità fiamminga del Belgio. Lo stesso discorso è effettuabile nel confronto tra 2015 e 2022, in cui Brasile, Polonia, Stati Uniti e Spagna hanno presentato un aumento di performance media di oltre 17 punti, contrapposto ancora una volta alla diminuzione subita invece dalla comunità fiamminga del Belgio di 14 punti.

A titolo riassuntivo, si riporta in Figura 23 il grafico illustrante l'andamento del livello medio di educazione finanziaria degli unici quattro Paesi che hanno partecipato ad ogni ondata PISA, dal 2012 al 2022 (Figura 23). Si nota come l'Italia abbia avuto un cambiamento fortemente positivo, rispetto al notevole calo della comunità fiamminga del Belgio.

Figura 23: Variazioni della performance media dell'alfabetizzazione finanziaria tra il 2012 e il 2022



Fonte 29: OECD (2024), (OECD, PISA 2022 Results (Volume IV): How Financially Smart Are Students?, 2024)

Il Rapporto OCSE considera l'aumento nel punteggio medio di alfabetizzazione finanziaria degli studenti italiani come attribuibile all'aumento della percentuale di studenti riusciti a rispondere correttamente alle domande più complesse in materia finanziaria, definite con il Livello 5. Secondo OCSE, gli studenti in grado di rispondere correttamente a tali domande sono considerabili in grado di analizzare prodotti finanziari complessi e risolvere problemi finanziari di natura non ordinaria. Queste considerazioni possono dunque generare delle aspettative ottimistiche sul continuo di questo trend positivo di crescita del livello di alfabetizzazione finanziaria; possono anche far ipotizzare che tale aumento sia dovuto ad un aumento dell'educazione finanziaria sugli studenti intervistati.

### 3.3.7. Interventi dello Stato e di Banca d'Italia per favorire l'educazione finanziaria degli italiani

Durante questo capitolo si è trattata l'importanza dell'istruzione e dell'alfabetizzazione finanziaria come fattori determinanti la partecipazione degli individui ai mercati finanziari. Si è inoltre evidenziata l'importanza dell'educazione finanziaria come mezzo per l'accrescimento dell'alfabetizzazione finanziaria, il cui livello risulta pericolosamente basso in Paesi come l'Italia. Per poter aumentare il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui, si è considerata l'importanza di programmi mirati a fornire un'efficace educazione finanziaria alla popolazione: le maggiori linee guida fornite in tale campo sono quelle provenienti da OCSE.

OCSE è l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico: viene definita come "un'organizzazione internazionale di studi economici per i paesi membri, paesi sviluppati aventi in comune un sistema di governo di tipo democratico ed un'economia di mercato"<sup>97</sup> ed è considerata l'organizzazione leader per quanto riguarda l'educazione finanziaria. Infatti, l'organizzazione si occupa di lavorare "a stretto contatto con i responsabili politici, le parti interessate e i cittadini per stabilire standard internazionali basati sull'evidenza e trovare soluzioni alle sfide sociali, economiche e ambientali"<sup>98</sup>; la sua leadership è legata alla sua unicità per quanto riguarda la quantità di dati raccolti e le analisi da essi ricavate per un miglioramento delle politiche pubbliche.

Nel campo dell'educazione finanziaria, l'OCSE ha individuato le competenze di base secondo una suddivisione in 4 aree: "la moneta e gli strumenti di pagamento; la pianificazione e la gestione del denaro; la relazione rischio-rendimento; il sistema finanziario" (Guida, 2018). In linea con quanto affermato in precedenza (Paragrafo 3.3.3. **La misurazione dei livelli di alfabetizzazione finanziaria degli individui**), lo studio conferma l'importanza di utilizzare tutte le conoscenze disponibili in ambito didattico, comunicativo, finanziario, di marketing e tecnologico per fornire ai soggetti dei programmi di formazione più efficaci: infatti, si ribadisce l'importanza dell'uso di strumenti didattici innovativi, che forniscano la possibilità agli individui di apprendere in maniera interattiva ed esperienziale (ad esempio con l'utilizzo di simulazioni, giochi virtuali o podcast).

Suddividendo la popolazione in giovani ed adulti, M. Guida (Più cultura finanziaria fa bene. Programmi di educazione finanziaria per tutti: l'attività della Banca d'Italia, 2018), definisce la scuola come "canale ottimale perché luogo naturale di apprendimento per i ragazzi e perché consente di raggiungere tutta la popolazione, indipendentemente dal ceto sociale o da altri fattori - attraverso una offerta coordinata e integrata che coinvolga insegnanti e famiglie" (Guida, 2018). Tale

---

<sup>97</sup> Fonte: Dipartimento del Tesoro

[https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita\\_istituzionali/rapporti\\_finanziari\\_internazionali/organismi\\_internazionali/ocse/](https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/organismi_internazionali/ocse/)

<sup>98</sup> Fonte: OECD <https://www.oecd.org/en/about.html>

affermazione risulta importante perché ribadisce il valore comunicativo e formativo del sistema scolastico: collegando tale utilità alla formazione degli individui in ambito finanziario, si può supporre che la scuola rivesta un ruolo importante anche nel caso della formazione degli individui in ambito finanziario. Tale teoria è quella sostenuta da Stella, G. P., Filotto, U., Cervellati, E. M., & Graziano, E. A. (The effects of financial education on financial literacy in Italy., 2020), il cui studio evidenzia l'efficacia dei programmi di alfabetizzazione finanziaria durante gli anni scolastici, con un aumento di tale efficacia all'aumentare del ciclo scolastico in cui questi sono stati frequentati.

Nel caso degli adulti, sembra invece emergere il valore delle campagne di sensibilizzazione e di comunicazione sui cosiddetti concetti necessari per ottenere le competenze basilari per prendere delle adeguate decisioni finanziarie. Si suggerisce quindi ulteriormente l'utilizzo di campagne su un determinato target di individui per migliorarne l'efficacia.

Seguendo queste direttive, Banca d'Italia si adopera da alcuni anni per fornire programmi efficaci e mirati di educazione finanziaria alla popolazione italiana; si occupa inoltre, attraverso la partecipazione in organizzazioni come OCSE, di definire "principi e linee guida e alla individuazione delle migliori prassi cui ispirare le attività destinate ad accrescere la cultura finanziaria e il benessere economico e finanziario dei singoli e della collettività" (Guida, 2018).

L'importanza del ruolo della Banca d'Italia in materia di educazione finanziaria è sostenuto anche da De Bonis, R., Guida, M., et Al. (Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia (Financial Education: Premises, Policies and Experience of the Bank of Italy), 2022), i quali la definiscono come "tra i pionieri dell'educazione finanziaria in Italia"<sup>99</sup>. Inoltre, Banca d'Italia è stata "la prima istituzione a siglare un protocollo con il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca per un tentativo sperimentale di far entrare l'educazione finanziaria nelle scuole"<sup>100</sup>, a conferma dell'impegno per un progresso dell'alfabetizzazione finanziaria degli italiani.

In un'ottica riassuntiva delle principali iniziative di Banca d'Italia M. Guida (Più cultura finanziaria fa bene. Programmi di educazione finanziaria per tutti: l'attività della Banca d'Italia, 2018) suddivide tali interventi in tre macro categorie: le iniziative focalizzate sugli studenti, quelle per gli adulti e le attività di indagine e studio.

Nella categoria di attività di indagine e studio dell'alfabetizzazione finanziaria si colloca l'"Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie"<sup>101</sup> degli italiani applicando la metodologia

---

<sup>99</sup> (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022)

<sup>100</sup> (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022)

<sup>101</sup> Con l'espressione "competenze finanziarie" si indica la combinazione di conoscenze, motivazioni e comportamenti che permettono di compiere scelte appropriate nella gestione del bilancio familiare e nell'allocazione del portafoglio.

armonizzata OCSE” (Guida, 2018), svolta da Banca d’Italia nel 2017, e un censimento dei programmi di educazione finanziaria presenti in Italia, svolto dal Comitato per l’educazione finanziaria. Tale censimento nasce con l’obiettivo di raccogliere le informazioni necessarie alla comprensione dell’offerta formativa presente in Italia in materia di educazione finanziaria, nonché la sua evoluzione rispetto alla rilevazione effettuata nel triennio precedente (2012-2014).

Nel caso dei programmi di educazione finanziaria focalizzati sugli studenti, si citano iniziative come il “Progetto educazione finanziaria nelle scuole” e i “Quaderni didattici”: il primo è un progetto svolto in collaborazione tra Banca d’Italia e MIUR, rivolto agli studenti di tutti i livelli del sistema scolastico; il secondo consiste invece nella redazione di una collana sul tema della “Moneta e strumenti di pagamento alternativi al contante”, creato con l’obiettivo di supportare studenti ed insegnanti nei vari livelli scolastici.

Per poter arrivare all’applicazione di questi programmi didattici innovativi, Banca d’Italia si è avvalsa della collaborazione di pedagoghi e docenti per poter definire un percorso formativo efficace: questa scelta è stata fondamentale per fornire agli studenti la possibilità non solo di acquisire delle conoscenze in materia finanziaria, ma anche di acquisire delle solide competenze da tali programmi educativi.

Altre interessanti iniziative sono quelle focalizzate sull’apprendimento tramite attività esperienziali e ludiche: tra queste si citano i programmi televisivi creati in collaborazione con RAI per l’educazione finanziaria, il concorso “Inventiamo una banconota”, La Global Money Week o la manifestazione “Economix – Le giornate dell’Educazione finanziaria”, promossa anche da Consob, ACRI, ABI e FEDUF (Fondazione per l’Educazione Finanziaria e il risparmio).

La Banca d’Italia ha scelto recentemente anche di focalizzarsi su programmi di educazione finanziaria specifici per gli studenti universitari. Con tale obiettivo sono state inserite delle lezioni su argomenti come “strumenti di pagamento, digitalizzazione della moneta e strumenti di tutela della clientela bancaria”<sup>102</sup>, in dei corsi di laurea di economia e giurisprudenza. Tale iniziativa è proseguita per l’Anno Accademico 2021/22, mirando a formare dal punto di vista finanziario gli studenti del corso di laurea di Scienze della Formazione Primaria, con l’obiettivo di “preparare i maestri di domani”<sup>103</sup>.

---

Fonte: Speciale educazione finanziaria – rivista microcredito. “Più cultura finanziaria fa bene. Programmi di educazione finanziaria per tutti: l’attività della Banca d’Italia”. M. Guida

<sup>102</sup> (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022)

<sup>103</sup> (De Bonis, Guida, Romagnoli, & Staderini, 2022)

Secondo M. Guida (2018), “Gli interventi a favore della popolazione adulta sono prevalentemente rivolti a migliorare la conoscenza di base e l'accesso dei cittadini ad alcuni prodotti finanziari di ampia diffusione, attraverso la pubblicazione di informazioni e opuscoli sulla sezione dedicata all'educazione finanziaria del sito istituzionale”<sup>104</sup>: in tale quadro si collocano la collana di “Guide Pratiche” su argomenti come i mutui, il credito ai consumatori o strumenti come il conto corrente, oppure il volume “Risparmio alla pari”, pubblicato con una collaborazione tra Banca d'Italia e il Corriere della Sera.

Vista la maggiore efficacia dei programmi di educazione finanziaria applicati a specifici target di soggetti, Banca d'Italia si occupa inoltre di progettare dei programmi specifici per le donne, volti a ridurre il gap di genere sull'alfabetizzazione finanziaria. Per fare questo, “Stiamo progettando iniziative da offrire su larga scala sul posto di lavoro - nell'ambito di più ampi programmi di benessere aziendale - anche con l'ausilio di strumenti di formazione on-line, i più adatti a raggiungere una vasta platea. Da quest'anno collaboriamo a un progetto sperimentale del MIUR per portare stabilmente l'educazione finanziaria nei programmi scolastici dei Centri Provinciali di istruzione per gli adulti (CPIA)” (Guida, 2018).

---

<sup>104</sup> (Guida, 2018)

#### 4. Conclusioni

Questo lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di analizzare il comportamento finanziario delle famiglie, in particolare nel caso della partecipazione ai mercati finanziari. Si è analizzata l'attuale situazione finanziaria delle famiglie italiane, andando ad indagare il ruolo del rischio e dell'istruzione come fattori determinanti la partecipazione delle famiglie al mercato finanziario. L'analisi ha evidenziato come il rischio e l'istruzione siano cruciali nella comprensione delle scelte finanziarie delle famiglie, influenzando sia la loro decisione di partecipare al mercato azionario, sia la composizione dei loro portafogli.

Dal presente elaborato emerge la tendenza delle famiglie italiane ad allocare in attività non finanziarie la maggior parte della propria ricchezza, investendo la restante parte in attività finanziarie di differente natura; emerge una generale preferenza per gli strumenti finanziari più liquidi e per strumenti come i fondi d'investimento e i depositi. Queste inclinazioni sono indice di una tendenza delle famiglie italiane alla predilezione di strumenti finanziari che garantiscano una maggiore diversificazione del rischio.

Un altro dato interessante è l'enorme squilibrio in materia di distribuzione delle attività finanziarie, con il 3% della popolazione più ricca che detiene quasi la metà delle attività finanziarie. Tale considerazione, unita all'aumento del livello di disuguaglianza riscontrato, fa emergere le importanti differenze presenti in Italia in materia di benessere economico.

Considerando la partecipazione al mercato finanziario, l'Italia si colloca al quarto posto, preceduta da Regno Unito, Olanda e Francia. Per analizzare le ragioni di tale posizionamento, si procede con l'analisi del rischio e dell'istruzione come fattori potenzialmente determinanti la partecipazione delle famiglie nel mercato finanziario.

Seguendo quanto affermato in letteratura, l'avversione al rischio è un fattore chiave nella decisione delle famiglie di partecipare o meno al mercato azionario. Da questo studio è emerso che l'avversione al rischio è influenzato dalla ricchezza, dal genere, l'età e l'istruzione degli individui. Nel caso della ricchezza, gli studi dimostrano che l'avversione al rischio assoluta tende a diminuire all'aumentare della ricchezza, mentre l'avversione al rischio relativo potrebbe aumentare, spiegando quindi perché non sempre gli individui più benestanti tendano a partecipare ai mercati finanziari. Nel caso del genere, si conferma invece la tendenza delle donne alla maggiore avversione al rischio rispetto agli uomini; tuttavia, tale differenza può essere influenzata a sua volta da molteplici fattori, come l'esperienza o la fiducia in sé stessi. Nel caso dell'età, si nota come

l'avversione al rischio aumenti all'aumentare dell'età degli individui. Questo è motivabile con la diminuzione dell'orizzonte temporale disponibile per i più anziani. Infine, si osserva come un livello di istruzione più elevato possa portare a una minore avversione al rischio.

Analizzando specificatamente il caso italiano, si conferma anche l'importanza dell'istruzione come fattore chiave per la partecipazione al mercato azionario delle famiglie. In particolare, considerando come le decisioni finanziarie siano legate al livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui, si pone attenzione sul ruolo dell'istruzione e dell'educazione finanziaria come fattori influenti sul livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione. La tesi ha anche analizzato il sistema di istruzione italiano, constatando dei trend positivi nel livello di istruzione della popolazione, ma anche l'attuale presenza di sfide legate all'abbandono scolastico prematuro, soprattutto nel Mezzogiorno. Infine, l'elaborato ha approfondito il ruolo dell'educazione finanziaria come strumento per aumentare il livello di alfabetizzazione finanziaria e migliorare la capacità delle famiglie di gestire i propri investimenti in modo consapevole. Sono stati infine presentati i principali programmi di educazione finanziaria promossi in Italia da Banca d'Italia e da altri enti, con particolare attenzione ai programmi rivolti a studenti e donne.

In conclusione, la tesi ha evidenziato la complessa relazione tra rischio, istruzione e partecipazione al mercato azionario, con un focus sulle famiglie italiane. I risultati dimostrano la necessità di politiche pubbliche mirate a promuovere l'educazione finanziaria, a combattere le disuguaglianze in Italia e ad aiutare le famiglie a prendere decisioni finanziarie più informate e consapevoli. L'elaborato pone quindi le basi per ulteriori studi in merito al superamento delle disuguaglianze riscontrate, oltre ad evidenziare la necessità di sviluppare programmi di educazione finanziaria efficaci, tenendo conto delle specificità delle famiglie italiane e dei bias comportamentali che possono influenzare le loro scelte.

## 5. Bibliografia

- Bajtelsmit, L. V., & VanDerhei, J. (1997). Risk aversion and pension investment choices. Positioning pensions for the twenty-first century. *Wharton Pension Research Council Working Papers*.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 261-292.
- Barsky, R., Juster, F., Thomas, Kimball, Miles, S., Shapiro, & D., M. (1997). Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. *Quarterly Journal of Economics*, 537-79.
- Bartiloro, L., Coletta, M., De Bonis, R., & Mercatanti, A. (2012). Household wealth in a cross-country perspective. In *The Financial Systems of Industrial Countries: Evidence from Financial Accounts*, (pp. 91-125).
- Belzil, C., & Leonardi, M. (2007). Can risk aversion explain schooling attainments? Evidence from Italy. *Labour Economics*, 14(6), 957-970.
- Bottazzi, L., & Lusardi, A. (2021). Stereotypes in financial literacy: Evidence from PISA. *Journal of Corporate Finance*, 71, 101831.
- Boverie, P. E., Scheuffele, D. J., & Raymond, E. L. (1994). Multimethodological approach to examining risk-taking. *Current Psychology*, 289-302.
- Calvet, L. E., Campbell, J. Y., & Sodini, P. (2009a). Fight or flight? Portfolio rebalancing by individual investors. *Quarterly Journal of Economics*, 301-348.
- Campbell, J. Y. (2006). Household finance. *The journal of finance*, 1553-1604.
- Caprara, D., De Bonis, R., & Infante, L. (2018). *La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale*. Banca d'Italia.
- Christelis, D., Georgarakos, D., & Haliassos, M. (2010). Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment Versus Household Characteristics. *MEA Discussion Paper No. 204-10*. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676150>
- Consob. (2011). La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità. *Convegno Consob-LUISS*. Roma.
- Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic literature*, 448-474.
- d'Italia, B. (1966). *Reddito, risparmio e alcuni consumi delle famiglie italiane*. Banca d'Italia, Ufficio Ricerche Econometriche (a cura di), Bollettino, (4),.
- D'Alessio, G., Bonis, R. D., Neri, A., & Rampazzi, C. (2020). *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020 [Italian People's Financial Literacy: The Results of the Bank of Italy's 2020 Survey]*. Roma: Banca d'Italia.
- De Bonis, R., Guida, M., Romagnoli, A., & Staderini, A. (2022). *Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia (Financial Education: Premises, Policies and Experience of the Bank of Italy)*. Banca d'Italia.
- Di Salvatore, A., Franceschi, F., Neri, A., & Zanichelli, F. (2018). *Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia*. Banca d'Italia.
- DiGiovanni, J., & Matsumoto, A. (2011). *The value of human capital wealth*. Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.
- D'Ignazio, A. &. (2023). *Improving the Effectiveness of Financial Education Programs. A Targeting Approach. A Targeting Approach*. Banca d'Italia.
- d'Italia, B. (2018). *L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Statistiche, Metodi e fonti: note metodologiche*. Banca d'Italia.
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008). Men, women and risk aversion: Experimental evidence. In *Handbook of experimental economics results* (pp. 1061-1073).

- Fagereng, A., Gottlieb, C., & Guiso, L. (2011). *Asset market participation and portfolio choice over the life-cycle*. European University Institute. European University Institute.
- Frijns, B., Koellen, E., & Lehnert, T. (2008). On the determinants of portfolio choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 373-386.
- Grohmann, A., Hübler, O., Kouwenberg, R., & Menkhoff, L. (2021). Financial literacy: Thai middle-class women do not lag behind. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100537.
- Guida, M. (2018). Più cultura finanziaria fa bene. Programmi di educazione finanziaria per tutti: l'attività della Banca d'Italia. *MICROFINANZA*, pp. 28-39.
- Guiso, L., & Jappelli, T. (2008). *Financial literacy and portfolio diversification*. EUI Florence. Working paper.
- Guiso, L., & Paiella, M. (2006). *The role of risk aversion in predicting individual behavior*.
- Guiso, L., & Paiella, M. (2008). Risk aversion, wealth and background risk. *Journal of the European Economic Association*, 1109–1150.
- Guiso, L., & Paiella, M. (2008). Risk aversion, wealth, and background risk. *Journal of the European Economic association*, 1109-1150.
- Guiso, L., & Sodini, P. (2013). Household finance: An emerging field. (Vol. 2, pp. ). In *Handbook of the Economics of Finance Vol.2* (pp. 1397-1532). Elsevier.
- Guiso, L., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2003). Stockholding: a European comparison. In Stockholding in Europe. In L. H. Guiso, *Stockholding: a European comparison*. In *Stockholding in Europe* (pp. 3-29). London: Palgrave Macmillan UK.
- Halko, M. L., Kaustia, M., & Alanko, E. (2012). The gender effect in risky asset holdings. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 66–81.
- Holt, C. A., & Laury, S. K. (2002). Risk Aversion and Incentive Effects. *American Economic Review*, 1644-1655.
- ISTAT. (2023, Ottobre 06). *Report livelli di istruzione e ritorni occupazionali. Anno 2022*. Retrieved from ISTAT Istituto Nazionale di Statistica: chrome-extension://efaidnbmninnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/wp-content/uploads/2023/10/Report-livelli-di-istruzione-e-ritorni-occupazionali.pdf
- Ke, D. (2018). Cross-country differences in household stock market participation: The role of gender norms. *AEA Papers and Proceedings*, 159–162.
- Keeley, B. (2007). *Human Capital: How what you know shapes your life* (Vol. OECD Insights). Paris: OECD Publishing. doi:https://doi.org/10.1787/9789264029095-en
- Lamboglia, S., & Travaglino, F. (2022). *Statistical sources for assessing financial literacy*. Banca d'Italia.
- Levin, I. P., Snyder, M. A., & Chapman, D. P. (1988). The Interaction of Experiential and Situational Factors and Gender in a Simulated Risky Decision-Making Task. *The Journal of Psychology* 122, 173-181.
- Linciano, N., Caivano, V., Costa, D., Gentile, M., & Soccorso, P. (2022). *Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches*. Roma: CONSOB.
- Linciano, N., Caivano, V., Gentile, M., & Soccorso, P. (2018). *Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches*. Roma: CONSOB.
- Linciano, N., Costa, D., Gentile, M., & Soccorso, P. (2019). *Report on financial investments of Italian households. Behavioural Attitudes and Approaches 2019 Survey*. Rome: Consob Statistics and analyses.
- Menkhoff, L., & Westermann, J. (2024). Determinants of stock market participation. *Journal of Economic Surveys*, 1-27.

- Menon, M., & Perali, F. (2011). *Eliciting Risk and Time Preferences in Field Experiments: What Can We Learn for the MiFID Directive?*. Quaderni di Finanza CONSOB.
- OECD. (2023). Education at a Glance 2023: OECD Indicators. *Education at a Glance 2023: OECD Indicators*. Paris: OECD Publishing. doi:<https://doi.org/10.1787/e13bef63-en>
- OECD. (2023). *OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy*. Paris: OECD Publishing. doi:<https://doi.org/10.1787/56003a32-en>
- OECD. (2024). *PISA 2022 Results (Volume IV): How Financially Smart Are Students?* OECD, PISA. Paris: OECD Publishing. doi:<https://doi.org/10.1787/5a849c2a-en>
- Oehler, A., Horn, M., & Wendt, S. (2024). Investment in risky assets and participation in the financial market: does financial literacy matter? *International Review of Economics*, 19-45.
- Piazzesi, M., Schneider, M., & Tuzel, S. (2007). Housing, consumption, and asset pricing. *Journal of Financial Economics*, 531–569.
- Schubert, R., Brown, M., Gysler, M., & Brachinger, H. W. (1999). Financial decision-making: are women really more risk averse? *American economic review*, 381-385.
- Spigner, C., Hawkins, W. E., & Loren, W. (1993). Gender differences in perception of risk associated with alcohol and drug use among college students. *Women & health*, 87-97.
- Stella, G. P., Filotto, U., & Cervellati, E. M. (2021). *Financial literacy in Italy: empirical evidence and theoretical proposals*. Sumy: Virtus Interpress. doi:<https://doi.org/10.22495/flietp>
- Stella, G. P., Filotto, U., M., C. E., & Graziano, E. A. (2020). The effects of financial education on financial literacy in Italy. *International Business Research*, 13(4), 44. doi:10.5539/ibr.v13n4p44
- Thomas, A., & Spataro, L. (2018). Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe. *Journal of Family and Economic Issues*, 39(4), 532-550.
- Tufano, P. (2009). Consumer finance. *Annual Review of Financial Economics*, 227-247.
- Viceira, L. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *The Journal of Finance*, 433-470.
- Zhang, W. (2017). Household risk aversion and portfolio choices. *Mathematics and Financial Economics*, 369-381.

## 6. Sitografia

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/hfcs/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html)

<https://www.federalreserve.gov/econres/aboutscf.htm>

<https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-impres/bilanci-famiglie/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2016/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/index.html>

[https://www.treccani.it/enciclopedia/deposito-bancario\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/deposito-bancario_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

*GlossarioISTAT:* chrome-  
extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/it/files//2011/02/Glossario4.pdf

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/attivo-circolante/>

<https://www.bancaditalia.it/footer/glossario/index.html?letter=o>

<https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

[https://infostat.bancaditalia.it/inquiry/home?spyglass/taxo:CUBESET=/PUBBL\\_00/PUBBL\\_00\\_02\\_02/IBF\\_BF/TBILF300&ITEMSELEZ=IBF\\_BILF.A.S14.F3BI2.Z.Z.Z.Z.Z.Z.IT.908:true&OPEN=false/&ep:LC=IT&COMM=BANKITALIA&ENV=LIVE&CTX=DIFF&IDX=2&/view:CUBEIDS=IBF\\_BILF.A.S14.FBI\\_A.Z.Z.Z.Z.Z.Z.IT.970&graphMode=bar](https://infostat.bancaditalia.it/inquiry/home?spyglass/taxo:CUBESET=/PUBBL_00/PUBBL_00_02_02/IBF_BF/TBILF300&ITEMSELEZ=IBF_BILF.A.S14.F3BI2.Z.Z.Z.Z.Z.Z.IT.908:true&OPEN=false/&ep:LC=IT&COMM=BANKITALIA&ENV=LIVE&CTX=DIFF&IDX=2&/view:CUBEIDS=IBF_BILF.A.S14.FBI_A.Z.Z.Z.Z.Z.Z.IT.970&graphMode=bar)

*Eurostat(2024) Households - statistics on financial assets and liabilities. Source : Statistics Explained*  
(<https://ec.europa.eu/eurostat/statisticsexplained/>)

*Banca d'Italia (2019). Relazione annuale - Appendice anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio*  
chrome-

extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/app\_2018\_totale.pdf

*Banca d'Italia (2019). Relazione annuale anno 2018 – centoventicinquesimo esercizio*  
chrome-

extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/rel\_2018.pdf

*Banca d'Italia (2024). Relazione annuale – centotrentesimo esercizio, anno 2023*  
chrome-

extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/rel\_2023.pdf

*Banca d'Italia (2024). Relazione annuale - Appendice anno 2023 – centotrentesimo esercizio*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/app\_2023\_totale.pdf

*Banca d'Italia, ISTAT (2019) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2017*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-famiglie-societa-non-fin/2017-ricchezza-famiglie-societa-non-fin/statistiche\_RFSNF\_09052019.pdf

*Banca d'Italia, ISTAT (2024) La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane dal 2005 al 2022*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2024-ricchezza-settori-istituzionali/statistiche\_RSI\_29012024\_IT.pdf

*Dipartimento*

*del*

*Tesoro*

[https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita\\_istituzionali/rapporti\\_finanziari\\_internazionali/organismi\\_internazionali/ocse/](https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/organismi_internazionali/ocse/)

*Gambacorta R., Ilardi G., Rosolia A., Di Salvatore A., Zanichelli F.. Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Banca d'Italia (2018)*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagini-e-famiglie/bil-fam2016/Statistiche\_IBF\_20180312.pdf

*Guiso L., Paiella M. "The role of risk aversion in predicting individual behavior", Banca d'Italia (2005)*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2005/2005-0546/tema\_546.pdf?language\_id=1

*ISTAT (2018). Rapporto BES 2018. Il Benessere equo e sostenibile in Italia. Pag 61-72*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.istat.it/it/files/2018/12/Bes\_2018.pdf

*ISTAT (2023). Rapporto BES 2023. Il Benessere equo e sostenibile in Italia. Pag 105-121*

chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.istat.it/wp-content/uploads/2024/04/Bes-2023-Ebook.pdf

*Loschiavo D., Porreca E., di Salvatore A., Tullio F. e Zanichelli F. Banca d'Italia (2022). Indagine sui bilanci delle famiglie -, I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2020. Banca d'Italia*

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-famiglie/bil-fam2020/Fascicolo\_IBF\_2020.pdf

*MI (Ministero dell'Istruzione e del merito) - Sistema educativo di istruzione e di formazione*

<https://www.miur.gov.it/web/guest/sistema-educativo-di-istruzione-e-formazione>

*MI – Grafici sulla distribuzione degli studenti in Italia*

<https://dati.istruzione.it/espescu/index.html?area=anagStu>

*MI – Il sistema universitario*

<https://www.miur.gov.it/il-sistema-universitario>

*MUR – Le università*

<https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/le-universita>

*MUR – Università, Offerta formativa [titoli rilasciati]*

<https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/universita/lofferta-formativa-titoli-rilasciati>

*MUR - AFAM*

<https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/gli-istituti>

*MUR – AFAM, L'offerta formativa [Titoli rilasciati]*

<https://www.mur.gov.it/it/aree-tematiche/afam/lofferta-formativa-titoli-rilasciati>

*Ministero dell'Università e della Ricerca - Portale dati dell'istruzione superiore*

<https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/laureati/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e>

[https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01\\_laureatixanno.csv](https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01_laureatixanno.csv)

[https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01\\_laureatixanno.csv](https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01_laureatixanno.csv)

[https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01\\_laureatixanno.csv](https://dati-ustat.mur.gov.it/dataset/ca0b9831-c9ef-49d4-b792-6bd963e4d837/resource/43df861d-7345-481a-9803-2eb236aa022e/download/01_laureatixanno.csv)

*OECD (2005), Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, OECD, <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/35108560.pdf>.*

*OCSE - Indice disuguaglianza*

[https://www.oecd.org/en/data/indicators/income-inequality.html?oecdcontrol-8027380c62-](https://www.oecd.org/en/data/indicators/income-inequality.html?oecdcontrol-8027380c62-var3=2021&oecdcontrol-0ad85c6bab-var1=AUS%7CAUT%7CBEL%7CCAN%7CCHL%7CCZE%7CDNK%7CFIN%7CFRA%7CDEU%7CHUN%7CI)

[var3=2021&oecdcontrol-0ad85c6bab-](https://www.oecd.org/en/data/indicators/income-inequality.html?oecdcontrol-8027380c62-var3=2021&oecdcontrol-0ad85c6bab-var1=AUS%7CAUT%7CBEL%7CCAN%7CCHL%7CCZE%7CDNK%7CFIN%7CFRA%7CDEU%7CHUN%7CI)

[var1=AUS%7CAUT%7CBEL%7CCAN%7CCHL%7CCZE%7CDNK%7CFIN%7CFRA%7CDEU%7CHUN%7CI](https://www.oecd.org/en/data/indicators/income-inequality.html?oecdcontrol-8027380c62-var3=2021&oecdcontrol-0ad85c6bab-var1=AUS%7CAUT%7CBEL%7CCAN%7CCHL%7CCZE%7CDNK%7CFIN%7CFRA%7CDEU%7CHUN%7CI)

[RL%7CISR%7CITA%7CJPN%7CKOR%7CLTU%7CLUX%7CNLD%7CNZL%7CNOR%7CPOL%7CPRT%7CSV  
K%7CESP%7CSWE%7CCHE%7CGBR%7CUSA%7CGRC%7CISL%7CCOL%7CCRI%7CLVA%7CMEX%7CSV  
N%7CTUR](#)

ISTAT – Laureati. Grafico sui dati dei laureati dal 2008 al 2021

[http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS\\_LAUREATI#](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS_LAUREATI#)

Giovani dai 18 ai 24 anni d'età che abbandonano prematuramente gli studi - regolamento precedente (fino al 2020)

[http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS\\_LAUREATI#](http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCIS_LAUREATI#)

Statistics Paper Series, Household Finance and Consumption Network Household Finance and Consumption Survey: Methodological report for the 2021 wave. ECB Statistics Paper Series No 45 (2021) European Central Bank (ECB)

chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sps46~3563bc9f03.en.pdf

Treccani, Vocabolario. <https://www.treccani.it/vocabolario/elicitare/>