



Seconda Edizione
Rapporto
Osservatorio
del Risparmio
UniCredit Pioneer
Investments

Mobilizzare il risparmio
verso impieghi produttivi

2013

SECONDA EDIZIONE RAPPORTO OSSERVATORIO DEL RISPARMIO UNICREDIT PIONEER INVESTMENTS

Mobilizzare il risparmio verso impieghi
produttivi

2013

Responsabili scientifici:

Marcello Calabrò, Zeno Rotondi

Coordinatori:

Francesca Bartoli, Laura Marzorati

Hanno contribuito alla stesura della presente edizione

Parte prima e seconda (par. 1 e 2)

Economic and Market Research, Pioneer Investments

Laura Marzorati

Simona Boffelli

Parte seconda (par. 3) e terza

Italy Research, UniCredit

Francesca Bartoli

Roberto Larotonda

Presentazione

E' un vero piacere per me introdurre la seconda edizione del Rapporto sul Risparmio realizzato nell'ambito del Gruppo UniCredit grazie alla collaborazione tra gli uffici Italy Research di UniCredit e Economic and Market Research di Pioneer Investments.

Questa seconda edizione, oltre a proporre la consueta fotografia su andamento di risparmio e ricchezza, in una duplice prospettiva di confronto internazionale e analisi territoriale, offre degli spunti di riflessione sulla possibilità di mobilitazione del risparmio e impiego complessivo della ricchezza verso investimenti produttivi.

Tra le famiglie prevale ancora la cautela sul fronte del risparmio, coerentemente con il permanere di prospettive incerte sui redditi. Tuttavia cominciano ad emergere alcune note positive. Nel 2012 la ricchezza finanziaria ha recuperato i livelli registrati prima della crisi del 2008, beneficiando del graduale miglioramento delle prospettive e della stabilizzazione della volatilità sui mercati. Le famiglie italiane permangono ancora fra le più ricche, oltre che meno indebitate, nel panorama internazionale. A tale risultato - grazie anche al ruolo di tutela del risparmio degli intermediari finanziari - ha contribuito una attenta gestione della ricchezza finanziaria, volta a preservarne il valore e al contempo a sostenere la capacità di spesa delle famiglie anche nei momenti più critici della congiuntura.

Se una impostazione dei portafogli conservativa ha consentito di contenere la volatilità e proteggere la ricchezza, soprattutto nei momenti di maggiore turbolenza, non è detto che essa rappresenti la scelta ottimale in un contesto di graduale normalizzazione dei mercati. Un profilo di rischio troppo contenuto determina anche una scarsa remunerazione del capitale, che potrebbe invece beneficiare delle opportunità derivanti da una graduale ripresa del ciclo economico globale. Per contenere le oscillazioni dei mercati è tra l'altro di fondamentale importanza un approccio che punti maggiormente sulla diversificazione, dando uno spazio via via crescente a strumenti professionali di gestione del risparmio. Questo approccio garantirebbe un rendimento del capitale più adeguato in un'ottica di medio-lungo periodo. Occorre tuttavia una piena comprensione delle scelte di investimento effettuate. Per questo motivo, sottolineiamo anche quest'anno come sia fondamentale agire verso una maggiore educazione finanziaria e del risparmio.

Infine, si è voluto evidenziare la valenza positiva del risparmio per il finanziamento degli investimenti produttivi delle PMI. Infatti, sino a che le imprese italiane restano prevalentemente di taglia piccola è più difficile che possano andare all'estero a raccogliere capitali. E' quindi importante che il risparmio italiano le finanzia indirettamente (attraverso depositi bancari, fondi etc.) o direttamente (minibond, obbligazioni corporate e azioni).

Mi auguro che i risultati e le analisi sviluppate nel nostro nuovo rapporto sul tema del risparmio possano fornire spunti di riflessione utili per gli esperti del settore e delle Istituzioni, e che possano fungere anche da "bussola" di riferimento per le famiglie italiane nella presente delicata fase di uscita dalla crisi dell'economia.



Roberto Nicastro
Direttore Generale UniCredit

Indice

SINTESI DEI PRINCIPALI RISULTATI	7
PARTE PRIMA	
IL RISPARMIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	13
1.1 RISPARMIO MERCE SEMPRE PIÙ RARA	14
1.2 NON SIAMO SOLI	18
1.3 MA COSA GUIDA IL RISPARMIO DELLE FAMIGLIE?	21
1.4 DESTINAZIONE RISPARMIO	31
PARTE SECONDA	
LA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE ITALIANE E LA SUA ALLOCAZIONE	37
2.1 RICCHEZZA FINANZIARIA: BUONE NOTIZIE	38
2.2 ITALIANI COMUNQUE RICCHI, NONOSTANTE TUTTO	44
2.3 IL RUOLO DEL RISPARMIO NEL FINANZIAMENTO DEL TESSUTO PRODUTTIVO	47
PARTE TERZA	
IL RISPARMIO E LA RICCHEZZA DELLE REGIONI ITALIANE	51
3.1 IL RISPARMIO A LIVELLO TERRITORIALE	52
3.2 LA RICCHEZZA FINANZIARIA A LIVELLO TERRITORIALE	55

SINTESI DEI RISULTATI PRINCIPALI

Sintesi dei risultati principali

In questa seconda edizione dell'Osservatorio del Risparmio UniCredit - Pioneer Investments abbiamo inteso focalizzare le analisi sull'ultimo quinquennio, per valutare le modalità con cui le famiglie hanno affrontato e stanno gradualmente uscendo dalla crisi forse più dura e duratura dal dopoguerra.

Oltre a prendere in esame i trend più recenti del reddito e del risparmio in Italia e metterli a confronto con gli andamenti rilevati in altri Paesi europei, Stati Uniti e Giappone, quello che abbiamo cercato di compiere in questo studio è stabilire, anche mediante analisi statistico-econometriche, quali sono le determinanti principali del risparmio e se queste sono cambiate nel tempo.

Il periodo tra il 2007 e il 2012 è stato caratterizzato dalla diminuzione del potere di acquisto delle famiglie, specchio delle difficoltà affrontate dal lato dell'economia reale, che si sono riflesse in una contrazione del prodotto interno lordo. Il fenomeno ha interessato non soltanto l'Italia, ma anche il resto dei Paesi europei, con esclusione della Germania.

Questa situazione ha condizionato la capacità di risparmio delle famiglie, anche se l'impatto a livello di singola nazione è stato differenziato. In Italia, come in Austria, Spagna e Grecia, la propensione al risparmio tra il 2007 e il 2012 è infatti diminuita. La Grecia, in particolare, è stata caratterizzata negli ultimi tre anni persino da un tasso di risparmio negativo, indice di una situazione interna di elevato disagio. In Germania e Francia, al contrario, il risparmio non ha subito oscillazioni rilevanti nell'ultimo quinquennio ed è rimasto su livelli decisamente superiori rispetto alla media. Infine, Stati Uniti, Regno Unito e in parte anche la Spagna, tipicamente annoverati tra i paesi più "cicale", subito dopo il 2008 sono stati testimoni di un incremento significativo della propensione al risparmio, segno di un "cambio di rotta" abbastanza repentino da parte delle famiglie.

Per capire quali sono i fattori che hanno guidato il risparmio nell'ultimo ventennio, sono state messe in diretta relazione tutta una serie di variabili finanziarie e economiche, oltre che demografiche, arrivando ad indentificare sei fattori principali: il tasso di risparmio del passato (effetto persistenza), il reddito (effetto abitudini di consumo), i rendimenti dei mercati finanziari e immobiliari (effetto ricchezza), la volatilità dei mercati azionari (effetto incertezza); le condizioni sul mercato del credito e le imposte. Questi fattori hanno esercitato un impatto più o meno rilevante sulle famiglie e sulla loro capacità (e volontà) di risparmiare a seconda del periodo e del Paese considerato, condizionando il dato aggregato di propensione al risparmio.

In base alle stime del modello econometrico, la riduzione del saggio di risparmio di cui sono stati testimoni negli anni più recenti l'Italia e gli altri Paesi dell'area euro, può, a buon ragione, essere messa in diretta relazione con la stretta ai redditi subita dalle famiglie, frutto del contemporaneo calo dell'occupazione e dei redditi lordi, nonché delle politiche di austerità che si sono sostanziate in un aumento dell'imposizione fiscale. In altre parole, l'erosione subita dal lato delle entrate, unita a consumi che non sono diminuiti altrettanto rapidamente, anche a causa di spese ineludibili o incompressibili, ha avuto un riflesso diretto sul risparmio delle famiglie.

Se i redditi e le imposte hanno esercitato una spinta al ribasso, altri fattori nel periodo 2007-12 hanno avuto l'effetto opposto. In particolare, il modello ha evidenziato come situazioni di restrizione all'offerta dei prestiti si sostanzino in una crescita del saggio di risparmio, il cosiddetto effetto "mercato del credito". Questo elemento risulta di importanza fondamentale per spiegare l'incremento del tasso di risparmio osservato in Stati Uniti, Regno Unito e Spagna immediatamente dopo lo scoppio della bolla sub-prime.

Non da ultimo è da considerare come in periodi caratterizzati da elevata volatilità dei mercati azionari, quale il 2007-12, il risparmio tenda ad aumentare per scopi precauzionali, in virtù dell'elevata incertezza. Questo effetto è tuttavia controbilanciato dal fatto che performance negative dei mercati azionari, portando gli individui ad abbassare le proprie aspettative di rendimento futuro degli assets, comportano una riduzione della propensione agli investimenti finanziari, determinando quindi un effetto depressivo sul risparmio. Al contrario, in periodi di maggiore stabilità economica, esiste una relazione opposta tra andamento dei mercati e risparmio a causa del prevalere dell'“effetto ricchezza” tale per cui le famiglie, sentendosi più ricche sulla scorta dell'andamento positivo dei mercati, tendono ad accantonare una minore quantità di risorse sotto forma di risparmio.

Cosa ci aspettiamo per il 2013 per l'Italia?

Dalle analisi contenute nel Rapporto iniziano ad emergere alcuni segnali positivi. Il dispiegarsi degli effetti della ripresa dell'attività economica dovrebbe condurre, a partire dal 2014, ad un miglioramento significativo della fiducia e dei vincoli di bilancio delle famiglie. Tuttavia, già nel 2013 l'allentamento della pressione al ribasso sui redditi potrebbe determinare un incremento del saggio di risparmio e a un rilancio degli investimenti delle famiglie, soprattutto nella loro componente finanziaria. Questo trend è confermato dalle recenti indagini sulla fiducia dei consumatori, che segnalano un miglioramento dell'indice generale ed evidenziano, tra l'altro, un balzo in avanti della percentuale di individui che ritiene di poter effettuare dei risparmi. Inoltre, i dati recentemente rilasciati dall'Istat per il primo semestre 2013 mostrano già una propensione al risparmio in crescita rispetto allo stesso periodo del 2012.

Un ulteriore tema rilevante toccato dal rapporto riguarda la ricchezza e la sua allocazione. La buona notizia su questo fronte è che nel 2012 le attività finanziarie sono risultate in crescita in tutti i Paesi (tranne la Grecia) rispetto all'anno precedente, anche grazie alla performance positiva dei mercati. In Italia, il buon andamento di azioni, fondi comuni e obbligazioni, ha permesso alle attività finanziarie di apprezzarsi del 4,1%, arrivando a colmare il gap rispetto ai valori pre-crisi di fine 2007. La previsione di un'ulteriore crescita per il 2013, grazie sia a nuovi flussi di risparmio sia all'apprezzamento dello stock esistente, dovrebbe tra l'altro assicurare il deciso superamento di quella soglia.

Dal confronto internazionale emerge inoltre che, se valutata in termini pro capite, la ricchezza finanziaria al netto delle passività nel 2012 in Italia era superiore rispetto a quella dei maggiori paesi dell'area euro, incluse Francia e Germania. Unendo alle attività finanziarie quelle reali, il posizionamento si conferma buono: a fine 2012 le famiglie italiane erano in possesso in termini pro capite di una ricchezza netta inferiore rispetto a quelle francesi, ma decisamente più elevata rispetto alle famiglie tedesche, e non molto lontano da quelle britanniche e giapponesi.

Venendo all'allocazione della ricchezza, l'Italia è caratterizzata da un peso elevato delle attività reali, pari al 68% della ricchezza netta, che ci trova secondi solo alla Francia. Tale evidenza si concilia con la predilezione che gli italiani hanno sempre mostrato per la proprietà immobiliare, anche se, tuttavia, è indicativa di risorse non facilmente mobilizzabili.

Per quanto riguarda la ricchezza finanziaria, la forte componente liquida e obbligazionaria, che rappresenta il 51% del portafoglio delle famiglie italiane, unita ad investimenti in assicurazioni di tipo tradizionale e fondi comuni, anch'essi investiti per buona parte in comparti a basso rischio, hanno contribuito in passato a contenere la volatilità dei rendimenti, aiutando a preservare lo stock di ricchezza anche in situazioni di turbolenza dei mercati e permettendo di realizzare un rendimento medio del 4% nel periodo 1996-2012¹.

¹ Il dato tiene conto sia dell'effetto dovuto alle variazioni di prezzo che delle cedole, dividendi e altri proventi percepiti in relazione al possesso delle attività finanziarie stesse. Nel calcolo sono state escluse le azioni non quotate, le partecipazioni ed i proventi ad esse collegati.

Ad accrescere il rischio complessivo del portafoglio ci hanno pensato soprattutto le azioni, e principalmente le non quotate, dato il loro peso significativo (pari al 18% delle attività totali). Restano bassi, invece, gli investimenti in fondi comuni e soprattutto in fondi pensione che, con la graduale normalizzazione dei mercati, meglio di altri strumenti potrebbero guardare al lungo periodo e al di fuori dei confini nazionali, offrendo la possibilità di contenere il rischio sfruttando i benefici della diversificazione.

Al fine di valutare la qualità dei portafogli delle famiglie abbiamo messo a confronto il rendimento storicamente osservato tra il 1996 e il 2012 delle attività finanziarie con quello realizzato dai fondi venduti in Europa, per specifiche classi di investimento. Dal raffronto si evidenzia, innanzitutto, la bassa combinazione di rischio e rendimento dei portafogli delle famiglie. Ad eccezione di Stati Uniti, Regno Unito e Portogallo, per il resto dei Paesi la volatilità delle attività finanziarie è rimasta sotto la soglia del 5%, a metà tra un fondo monetario e un obbligazionario Europeo. Il rendimento complessivo delle attività finanziarie appare del resto in molti casi, Italia compresa, inadeguato rispetto al rischio storicamente sopportato.

E' importante, dunque, che le famiglie italiane facciano delle scelte allocative tali da migliorare l'efficienza complessiva dei loro portafogli, ricercando la massimizzazione del rendimento per dato livello di rischio preso ad obiettivo. Si tratta di un'operazione non semplice, che richiede un livello di educazione finanziaria e una conoscenza dei mercati significativi; tuttavia, proprio per questo motivo, il fatto di poter far affidamento ad operatori professionali può essere d'aiuto. Da questo punto di vista, le banche e i gestori di patrimoni dovranno essere pronti a raccogliere la sfida e a rilanciare un patto con i risparmiatori che deve essere basato sulla trasparenza e la fiducia.

In sostanza, come sistema finanziario siamo di fronte ad una grande sfida, ma anche ad un'enorme opportunità: a dispetto della crisi, le famiglie italiane restano patrimonialmente solide, con una ricchezza finanziaria in netto recupero e attività reali che, nonostante l'andamento del mercato immobiliare, mantengono il loro valore nel tempo.

Se è vero che, per far ripartire il risparmio, è fondamentale la ripresa dell'economia e dei redditi, anche mediante l'attuazione di importanti riforme strutturali, è anche vero che una gestione efficiente della ricchezza può dare un contributo fondamentale per stabilizzare ed integrare i redditi delle famiglie.

Non solo, in un contesto di ripresa, una maggiore esposizione a quelle attività legate al ciclo economico, se opportunamente diversificate, anche mediante prodotti gestiti professionalmente, permetterebbe alle famiglie da un lato di ottenere un rendimento più adeguato in un'ottica di medio-lungo periodo e dall'altro potrebbe contribuire a finanziare la crescita stessa, veicolando risorse preziose verso il tessuto imprenditoriale nazionale.

Esistono nello specifico elevate potenzialità legate ad un utilizzo "produttivo" del risparmio e della ricchezza, attraverso strumenti di investimento che rafforzino la struttura finanziaria delle imprese. In Italia, infatti, elevati livelli di ricchezza delle famiglie, peraltro poco esposte al debito, non si accompagnano ad un adeguato livello di patrimonializzazione delle imprese, che risultano ancora poco inclini all'utilizzo del mercato dei capitali e molto dipendenti dall'indebitamento bancario. Per questo motivo riteniamo che si muovano nella corretta direzione i recenti provvedimenti legislativi finalizzati a veicolare nuove risorse finanziarie verso le imprese attraverso il canale dei cosiddetti mini-bond e colmare il ritardo che il sistema produttivo italiano ha nei confronti di questa fonte di finanziamento rispetto agli altri Paesi europei.

L'aspetto che riguarda il risparmio è ovviamente quello legato alla capacità di coinvolgere, almeno in un primo momento, compagnie assicurative e fondi pensione nella sottoscrizione di tali prodotti. Da questo punto di vista, anche gli investitori istituzionali sono chiamati a un compito fondamentale, che è quello di fare da ponte tra le famiglie e le imprese, in modo da convogliare la ricchezza verso degli investimenti a maggiore potenziale di crescita e da lì contribuire ad una nuova fase di sviluppo per il Paese. La costruzione del nuovo quadro regolamentare potrà quindi favorire l'incontro tra le esigenze di nuova finanza da parte delle imprese e la possibilità di veicolare il risparmio a strumenti che abbiano un profilo di rischio-rendimento adeguato per i sottoscrittori.

Per quanto riguarda la condizione delle famiglie nelle regioni italiane, l'analisi svolta a livello territoriale conferma il Mezzogiorno come l'area con i livelli più elevati di propensione al risparmio. Per le altre aree l'anno in corso sembra indicare un aumento generalizzato del saggio di risparmio, rafforzando quindi la tendenza del 2012 con la sola eccezione del Centro che proprio lo scorso anno ha sperimentato una forte flessione. Tuttavia, la dinamica dei redditi, misurata in termini reali, fa pensare ancora ad un risparmio di natura precauzionale, con una parallela compressione dei consumi. In particolare, l'andamento dei redditi è stato condizionato dalle ripercussioni della crisi economico-finanziaria che ha investito con forza i paesi periferici della zona euro, ed ha penalizzato soprattutto il Mezzogiorno, con una flessione del reddito pro-capite nel 2012 che ha superato il 6, dato il forte contenimento della spesa pubblica.

La ricchezza finanziaria rimane concentrata in Italia nelle regioni del Nord, le cui famiglie detengono una quota sul totale stabilmente superiore al 60%. Questo aspetto consente di comprendere in maniera più profonda anche i comportamenti di consumo. Il maggiore stock di ricchezza accumulato nelle regioni settentrionali rappresenta, di fatto, una modalità di integrazione del reddito da lavoro nelle sue diverse forme e contribuisce a mantenere più stabile il livello di consumi anche in momenti meno favorevoli del ciclo economico. Guardando alla composizione della ricchezza l'area del Mezzogiorno continua a manifestare una forte propensione per investimenti legati alla liquidità, come dimostra l'oltre 50% degli asset finanziari detenuti in depositi sia bancari sia postali. Ne risulta un'esposizione di portafoglio complessiva orientata verso strumenti finanziari semplici, con un profilo di rischio contenuto ma conseguentemente anche poco remunerativi.

In generale, come già sottolineato, se una strategia basata su investimenti conservativi ha consentito di limitare la volatilità durante la crisi, riteniamo che una migliore allocazione della ricchezza, anche alla luce dell'attualmente straordinariamente basso livello dei tassi di interesse, sia un percorso da intraprendere in parallelo con la graduale normalizzazione dei mercati.

Il documento è composto da tre sezioni.

La prima parte si occupa degli aspetti legati ai flussi, guardando al tema delle determinanti del risparmio nonché a quello della sua allocazione. La seconda parte è relativa all'analisi della ricchezza nelle sue diverse componenti, mentre la terza parte presenta una declinazione territoriale per aree geografiche e regioni.

PARTE PRIMA

IL RISPARMIO DELLE
FAMIGLIE ITALIANE
NEL CONTESTO
INTERNAZIONALE

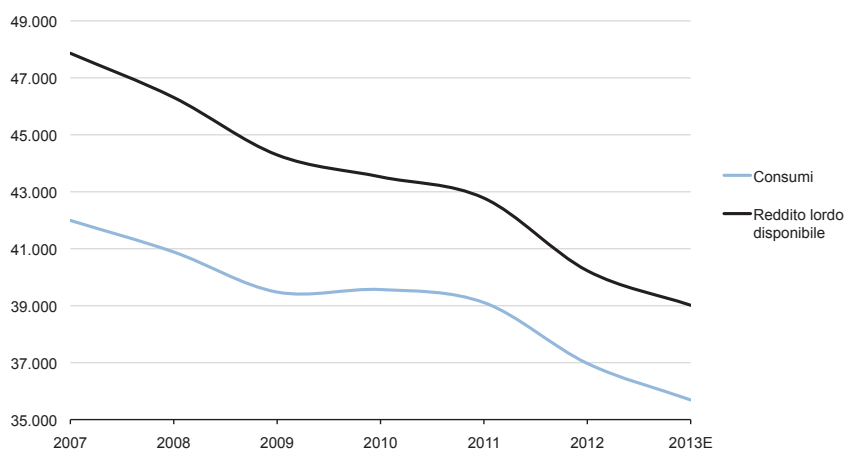
1.1. Risparmio merce sempre più rara²

In questo secondo rapporto del risparmio il focus delle analisi sarà concentrato sul periodo 2007-13, al fine di esaminare in maniera accurata come le famiglie hanno affrontato e stanno uscendo dalla crisi più lunga dell'ultimo dopoguerra.

L'ultimo quinquennio è stato, in definitiva, un periodo duro per le famiglie Italiane, che si sono trovate ad affrontare un calo considerevole delle risorse a loro disposizione. Tra il 2007 e il 2012 il reddito lordo³ disponibile per famiglia si è ridotto in termini reali del 16%, passando rispettivamente da circa 47.900 euro annui (attualizzato ai prezzi 2012) a 40.200 euro, come evidenziato nella Figura 1. Il calo appare ancora più emblematico se si considera che nei decenni passati il reddito è stato sempre caratterizzato da un andamento per lo più crescente o al massimo stabile.

Figura 1:
Livelli di consumo e
reddito lordo disponibili
per famiglia in Italia
(prezzi costanti al 2012)

Fonte: Elaborazioni su dati Istat. Stime
2013: Prometeia.



La flessione è stata particolarmente significativa immediatamente dopo la crisi 2008, ma si è acuita ulteriormente soprattutto negli ultimi anni. Nel 2012 le famiglie italiane si sono trovate, infatti, a fare i conti con un reddito più basso di 2.600 euro rispetto al 2011.

A portare così in basso il potere d'acquisto delle famiglie ci ha pensato innanzitutto la crisi, con il PIL che in termini reali ha registrato variazioni negative per tre degli ultimi cinque anni, incluso il 2012.

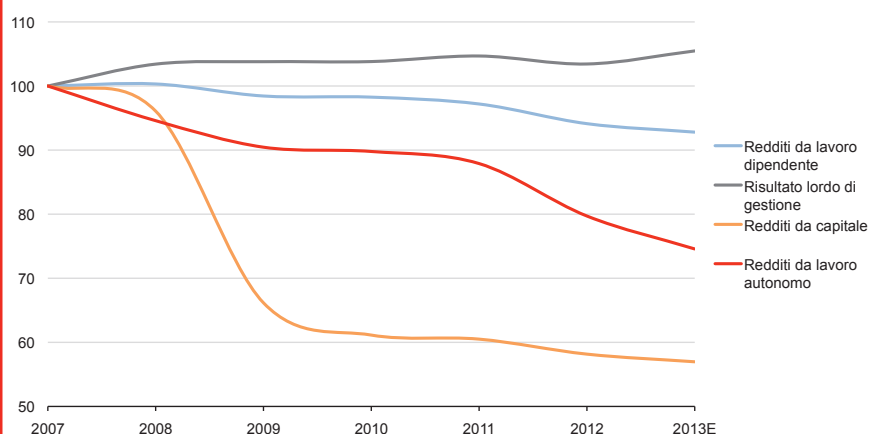
² In questo capitolo quando si parla di famiglie si fa riferimento alle sole famiglie consumatrici.

³ Al lordo degli ammortamenti.

Figura 2:

Andamento in termini reali delle componenti del reddito primario delle famiglie consumatrici italiane (valori in % ai dati del 2007)

Fonte: Elaborazioni su dati Istat. Stime 2013: Prometeia.



Guardando i redditi nella loro scomposizione come riportati nella Figura 2, emerge innanzitutto il calo marcato dei redditi da capitale, che includono i proventi derivanti dal possesso di attività finanziarie, quali gli interessi e i dividendi (al netto degli interessi pagati sul debito), e gli affitti. Tali redditi a livello aggregato sono crollati considerevolmente a partire dal 2009 e nel 2012 risultavano essere pari a meno del 60% rispetto a quelli realizzati nel 2007 (valutati ai prezzi del 2012).

Anche i redditi da lavoro autonomo hanno subito un forte ridimensionamento, seppure in misura più graduale nel tempo, perdendo in media ogni anno il 4% in termini di potere d'acquisto, tanto che nel complesso il totale dei compensi da lavoro autonomo nel 2012 rappresentava, in termini reali, solo l'80% di quelli realizzati cinque anni prima. Migliore sorte per il risultato lordo di gestione, che consiste essenzialmente nel valore di godimento delle abitazioni di proprietà; tale aggregato è risultato in leggera crescita fino al 2011, per poi ridursi dell'1,2% nel 2012 soprattutto in conseguenza dell'introduzione dell'IMU, la nuova imposta sugli immobili.

Una maggior tenuta relativa infine per i redditi da lavoro dipendente, che da sempre rappresentano la componente più significativa delle entrate delle famiglie⁴. Pur essendo stati soggetti a loro volta ad una contrazione, questi redditi hanno contenuto le perdite ad un 1,2% medio annuo, con un totale aggregato per il 2012 pari, in termini reali, al 94% del 2007. Anche in questo caso il calo più significativo si è registrato proprio nel 2012, con una caduta del 3,2% rispetto al valore dell'anno precedente.

Oltre alla contrazione del reddito primario, un ulteriore fattore decisivo è stato poi l'aumento della pressione fiscale. Dal 2007 al 2012 l'incidenza delle imposte dirette sul reddito disponibile è passata dal 14,8% al 16,1% e, se alle tasse correnti riscosse direttamente sul reddito si aggiunge l'IMU, il peso sale al 16,5% (rispetto al 15% del 2007). In sostanza, facendo qualche semplice calcolo, nel caso in cui avessimo mantenuto i livelli incidenza fiscale del 2007, il reddito disponibile nel 2012 si sarebbe mantenuto dell'1,8% più elevato rispetto a quanto rilevato che, in termini monetari, corrisponderebbero a circa 700 euro annui in più per famiglia.

⁴ A fine 2012 i redditi da lavoro dipendente erano pari al 59% del reddito primario delle famiglie, dove il reddito primario include i redditi da lavoro autonomo e dipendente, il risultato lordo di gestione e i redditi da capitale.

Per completezza di quadro, volendo guardare alla pressione fiscale complessiva del Paese, che tiene conto di tutte le imposte dirette, indirette e in conto capitale ricevute dallo Stato durante l'anno, si rileva come questa, rimasta ben sotto la soglia del 43% del PIL per tutto il periodo 2007-11, sia salita nel 2012 al 44%, complice anche di una discesa nel denominatore.

E come hanno reagito le famiglie a questo scenario?

A fronte di entrate considerevolmente più basse le famiglie hanno da un lato rivisto al ribasso il loro stile di vita e dall'altro ridotto le risorse accantonate per il proprio futuro.

Tornando alla Figura 1, gli ultimi cinque anni sono stati testimoni di una contrazione progressiva dei consumi, che sono passati da una media annua per famiglia di 42.000 euro (dati 2007, valutati ai prezzi del 2012) ai 37.000 euro del 2012, esattamente il 12% in meno e corrispondenti a poco meno di 420 euro al mese di spesa non effettuata per famiglia.

Ancora una volta le revisioni più significative dei consumi si sono realizzate tra il 2008-2009 e nel 2012. Si tratta di un aggiustamento di entità rilevante, confermato da indagini sul campo che evidenziano un numero crescente di famiglie che riporta di aver ridotto sia quantità sia qualità dei prodotti acquistati, con un restringimento nell'ultimo anno soprattutto delle spese per vestiario, trasporti, attività ricreative e mobili/elettrodomestici e un maggior ricorso agli hard discount per i prodotti alimentari.

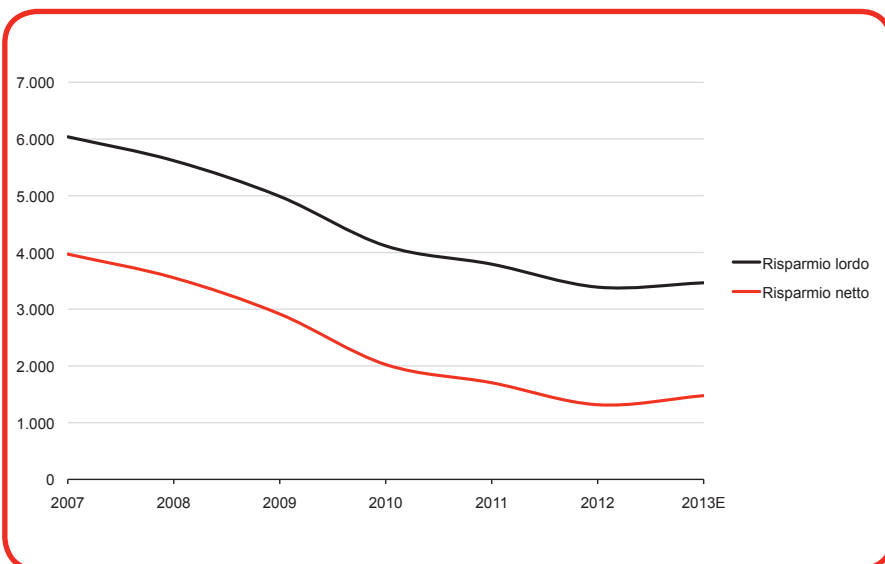
L'impatto è stato comunque meno che proporzionale rispetto all'andamento dei redditi, segno che alcune famiglie non hanno voluto o potuto più di tanto modificare il proprio stile di vita in funzione dei nuovi redditi, probabilmente in quanto ritengono questo periodo di disagio temporaneo ovvero in quanto caratterizzate da una significativa quota di spese "incomprimibili", per lo meno nel breve periodo. A questo risultato potrebbe aver contribuito anche l'elevato buffer di ricchezza delle famiglie italiane, come verrà rilevato in maniera più approfondita nei prossimi capitoli.

L'effetto contemporaneo di una riduzione dei redditi e una parziale contrazione dei consumi ha comportato un visibile restringimento della forbice tra i due aggregati, determinando come risultante un calo deciso del risparmio delle famiglie, come evidenziato in Figura 3.

Figura 3:

**Risparmio lordo e netto
per famiglia italiana
(prezzi costanti al 2012)**

Elaborazioni su dati Istat. Stime 2013:
Prometeia.



Nel giro di cinque anni la quota di risorse risparmiate per famiglia si è praticamente dimezzata: dai 6.000 euro del 2007, pari al 12,6% del reddito lordo disponibile, si scende ai 3.400 euro del 2012, corrispondenti all'8,4% del reddito lordo disponibile. Escludendo gli ammortamenti, la riduzione è ancora più significativa, con il risparmio netto per famiglia passato da circa 4.000 euro del 2007 a 1.300 euro del 2012, meno di un terzo!

Per il 2013 ci aspettiamo di chiudere l'anno con una nuova contrazione del reddito disponibile (-3,0% in termini reali), quale conseguenza del perdurare delle difficoltà dal lato dell'economia reale. L'ulteriore calo di potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe comunque avvenire in misura decisamente inferiore rispetto all'anno passato e con prospettive di miglioramento per quelli successivi, anche considerando il probabile minor impatto della tassazione. Riteniamo che i redditi da lavoro autonomo possano essere ancora quelli maggiormente in sofferenza, anche se nuovi arretramenti potrebbero venire sia dai redditi da lavoro dipendente che da quelli da capitale.

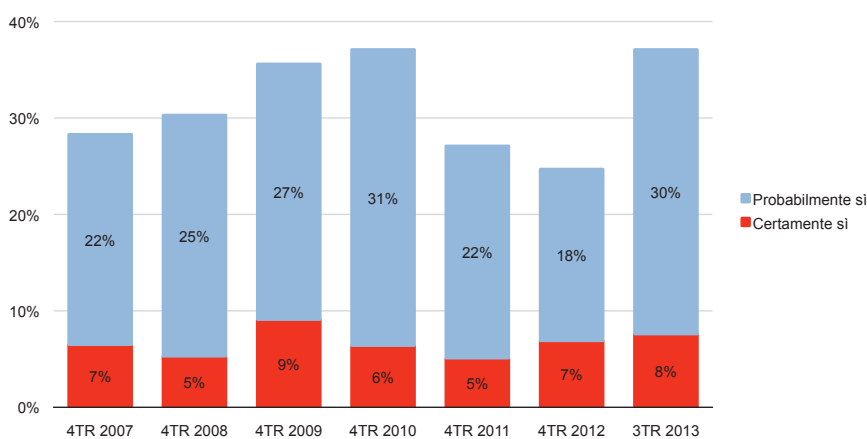
L'allentamento della pressione sui redditi dovrebbe portare ad un incremento anche del saggio lordo di risparmio che, secondo le nostre stime, potrebbe passare dall'8,4% del 2012 all'8,9% nel 2013 assestandosi a circa 3.500 euro annui per famiglia.

La tendenza è confermata dagli ultimi dati rilasciati dall'Istat, che ha rilevato complessivamente per i primi due trimestri del 2013 una propensione al risparmio al 9,5%, contro l'8,7% rilevato nel primo semestre del 2012.

Figura 4:

Percentuale di individui che ritiene di riuscire ad effettuare risparmi nei 12 mesi successivi

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.



Il miglioramento della condizione delle famiglie è confermato anche dall'indagine sulla fiducia dei consumatori, dove è stata rilevata una risalita piuttosto decisa dell'indice generale nel 2013, dopo i minimi che avevano caratterizzato il 2012. Sempre secondo la stessa indagine, la percentuale di individui in grado di effettuare risparmi nei successivi 12 mesi ha subito un balzo in avanti, passando dal 25% di fine 2012 al 38% nel terzo trimestre 2013, come evidenziato nella Figura 4. A meno di ulteriori eventi destabilizzanti, le famiglie italiane sembrerebbero dunque aver ripreso fiducia e, con la ripresa dell'economia, anche i vincoli di bilancio andranno via via allentandosi.

1.2. Non siamo soli

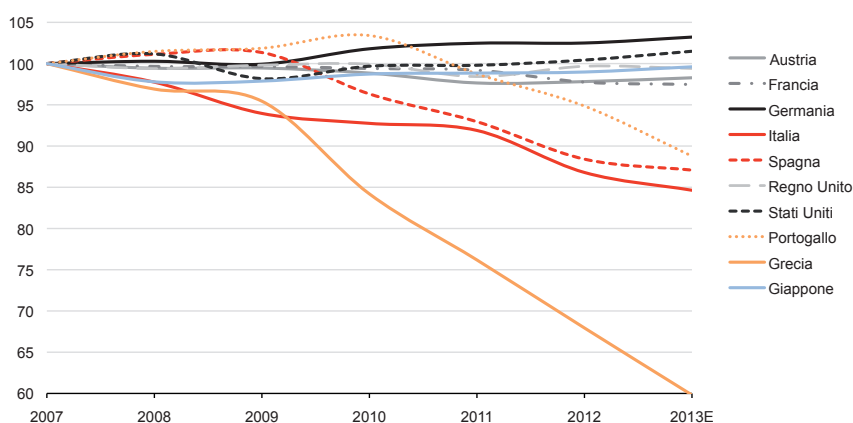
Per meglio comprendere la condizione delle famiglie italiane, abbiamo allargato lo sguardo esaminando i redditi e i comportamenti di risparmio nei maggiori Paesi europei, oltre che in Giappone e Stati Uniti.

La Figura 5 mostra l'andamento dal 2007 ad oggi del reddito disponibile a livello pro capite al netto dell'inflazione. Non avendo a disposizione per molti dei Paesi considerati il dato relativo alle sole famiglie consumatrici, è stato considerato un insieme più ampio che comprende anche le famiglie produttrici⁵ e gli enti senza scopo di lucro.

Figura 5:

Andamento del reddito reale lordo disponibile pro capite nei maggiori Paesi Europei, Giappone e USA (valori in % ai dati del 2007)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e istituti di statistica nazionali. Stime 2013: Prometeia per l'Italia, interne per il resto dei Paesi.



La Figura 5 evidenzia un calo abbastanza generalizzato del potere d'acquisto delle famiglie.

Prendendo a riferimento il 2007, solo la Germania è contraddistinta nel 2012 da redditi reali pro capite più elevati (precisamente +2,5%), mentre gli Stati Uniti, seppur caratterizzati da una crescita, si devono accontentare di un +0,4%, ben poca cosa rispetto al +7,8% realizzato nei cinque anni precedenti⁶.

Anche Paesi come Francia e Austria, investiti in misura minore dalla crisi dell'Euro, hanno subito una flessione del potere d'acquisto, con redditi reali pro capite nel 2012 del 2,2% più bassi rispetto al 2007.

Portogallo e Spagna sono, d'altro canto, accomunati con l'Italia e contraddistinti da un calo che potremmo definire marcato dei redditi reali pro capite pari rispettivamente nel 2012 al 95% e all'88% rispetto a quelli realizzati nel 2007. Emblematico resta infine il caso della Grecia, dove le misure di austerità varate dal governo per far fronte alla crisi del debito, unite al drastico calo degli occupati, hanno determinato un arretramento dei redditi del 32%.

La contrazione del 13,2% dei redditi pro capite che ha caratterizzato l'Italia tra il 2007 e il 2012 si inserisce dunque in un contesto di generale impoverimento delle famiglie europee.

L'evoluzione del reddito è lo specchio delle crisi che hanno ripetutamente investito nell'ultimo quinquennio le economie mondiali, con particolari effetti negativi sull'Europa, e che si sono riflesse in un arretramento del prodotto interno lordo pressoché generalizzato nel periodo 2008-09 e, maggiormente confinato ai Paesi periferici dell'area Euro, nel 2011-12.

⁵ In Italia secondo la definizione dell'Istat le famiglie produttrici comprendono le società semplici e le imprese individuali del settore non finanziario con meno di 5 dipendenti, oltre alle unità, prive di dipendenti, produttrici di servizi ausiliari di intermediazione finanziaria. Da questo capitolo in poi per famiglie si intende l'insieme delle famiglie produttrici, consumatrici e degli enti senza scopo di lucro.

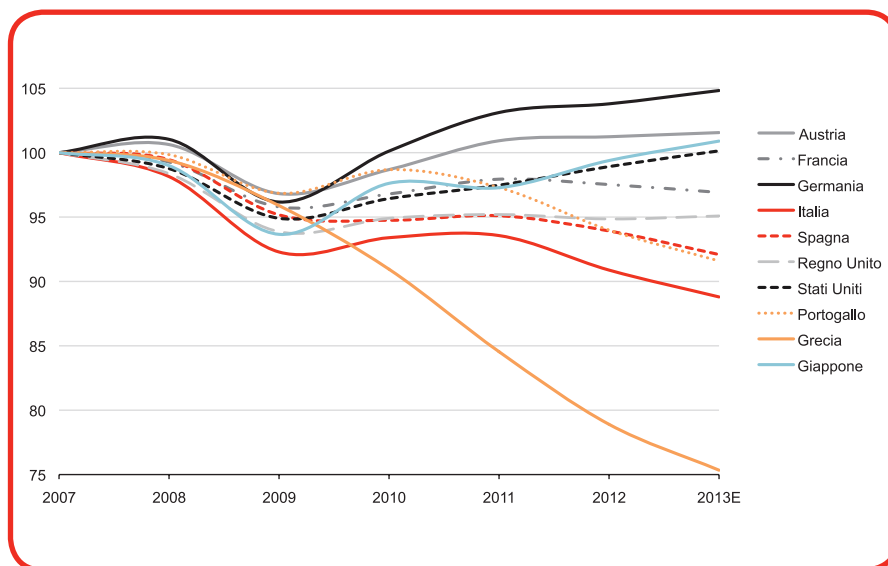
⁶ Il confronto è tra i redditi del 2007 rispetto al 2002.

La Figura 6 mostra l'andamento del PIL posto il 2007 pari a 100. Confrontando questi dati con quelli presentati in Figura 5, appare abbastanza chiaramente come i redditi delle famiglie non siano altro che il riflesso di quanto avvenuto dal lato della produzione, essendo i due grafici decisamente speculari.

Figura 6:

Andamento del PIL reale a livello pro capite nei maggiori Paesi Europei, Giappone e Stati Uniti (valori in % ai dati del 2007)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e istituti di statistica nazionali. Stime 2013: Prometeia per l'Italia e FMI per il resto dei Paesi.



Per alcuni Paesi le difficoltà dal lato dell'economia reale hanno, tuttavia, esercitato un impatto sulla condizione reddituale delle famiglie decisamente più intenso rispetto ad altri. In Grecia, Italia e Spagna, dove la recessione è stata per lo più accompagnata da misure di austerità, tale effetto è risultato più che proporzionale. Ad esempio in Grecia, con una produzione reale interna nel 2012 scesa del 21% rispetto al 2007, nello stesso arco temporale i redditi pro capite sono calati del 32%. E anche per l'Italia, la riduzione del 13,2% dei redditi già evidenziata, è avvenuta a fronte di un prodotto interno lordo reale pro capite calato "solo" del 9%. Nel resto dei Paesi, invece, le due grandezze si sono mosse in maniera molto più simile e per alcuni, quali Stati Uniti e Regno Unito, i redditi hanno persino mostrato una maggiore tenuta rispetto alla produzione. In particolare, nel Regno Unito a fronte di una contrazione del 5% del PIL reale pro capite nel 2012 rispetto al 2007, i redditi reali pro capite si sono ridotti solo dello 0,3%.

Per il 2013 il quadro ancora difficile dal punto di vista della crescita economica ci porta a prevedere un'ulteriore discesa del reddito reale disponibile, oltre che per l'Italia anche per il resto dei Paesi periferici dell'area euro, Portogallo e Grecia in particolare, mentre un'ulteriore conferma di un recupero dei redditi dovrebbe venire da Stati Uniti, Germania e Giappone.

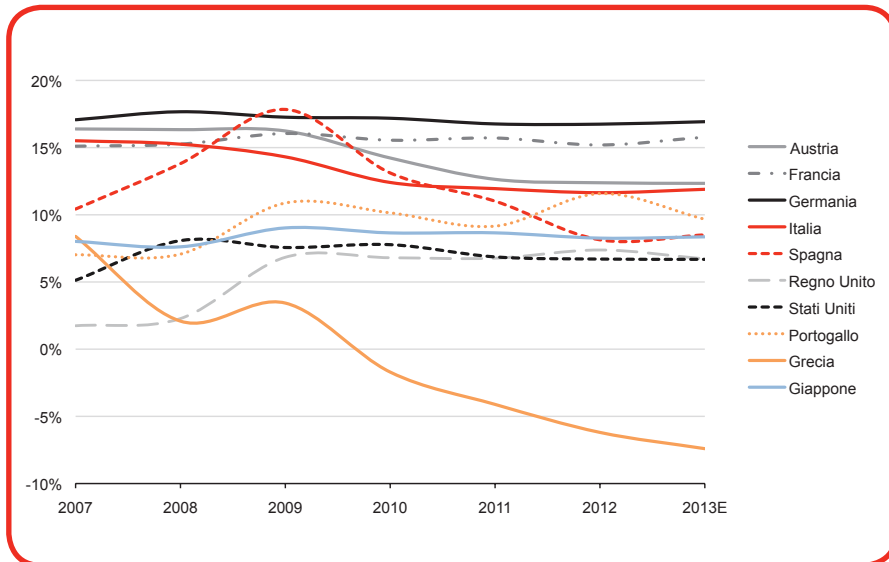
E in questo contesto cosa è accaduto al risparmio delle famiglie?

In Figura 7 viene presentato il risparmio lordo per paese in rapporto al reddito lordo disponibile.

Figura 7:

Tasso di risparmio lordo nei maggiori Paesi Europei, Giappone e Stati Uniti

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e istituti di statistica nazionali. Stime 2013: Prometeia per l'Italia, interne per il resto dei Paesi.



Innanzitutto, i dati in Figura 7 evidenziano come il calo del risparmio che ha contrassegnato l'Italia negli ultimi anni non è un fatto isolato, in quanto anche altri Paesi investiti dalla crisi dell'euro come la Spagna e la Grecia, hanno subito negli ultimi 2-3 anni una medesima flessione, e anche in misura più marcata. Caso a sé resta il Portogallo, dove il risparmio è progressivamente cresciuto, per lo meno fino al 2012, durante e nonostante la cattiva congiuntura economica.

In ogni caso, ad esclusione della Grecia, tutte le nazioni nel 2012 risultavano essere caratterizzate da tassi di risparmio positivi. Francia e Germania restano i Paesi maggiormente "risparmiatori", con tassi relativamente stabili e ben al di sopra del 15%, mentre Stati Uniti e Regno Unito continuano ad essere caratterizzati da saggi di risparmio relativamente bassi, rispettivamente 6,7% e 7,4%, seppur da qualche anno stabilmente più elevati rispetto alla situazione pre-2008.

Il resto dei Paesi oscilla tra queste due bande, con Austria e Italia di poco sotto a francesi e tedeschi, con rispettivamente un saggio di risparmio nel 2012 del 12,4% e 11,6%, mentre Spagna e Giappone più vicini ai Paesi anglosassoni, con tassi intorno all'8%.

Infine, la Grecia caratterizzata da un risparmio "sotto zero" riflette una situazione economica interna di elevato disagio, con la probabile esistenza di un'economia sommersa della quale non vengono del tutto rilevati i redditi prodotti e comunque della presenza di un elevato numero di famiglie che, per poter "tirare avanti" ed effettuare le proprie spese di consumo quotidiano, devono attingere alle risorse accumulate nel passato.

Ma in che misura la crisi ha causato una riduzione del risparmio delle famiglie? E quali altri fattori possono essere stati determinanti per la sua evoluzione nel tempo?

1.3. Ma cosa guida il risparmio delle famiglie?

Il rapporto si è finora focalizzato sull'andamento dei redditi e del risparmio di vari Paesi nel tempo. Tuttavia, nonostante queste analisi forniscano degli ottimi punti di riflessione, esse non consentono di identificare i fattori che hanno guidato l'evoluzione del risparmio nel tempo. A tal fine è necessario abbandonare analisi puramente descrittive ed entrare nel campo dell'analisi statistica multivariata. Nella presente sezione ci limitiamo a descrivere i principali risultati, mentre la metodologia e il dettaglio delle evidenze riscontrate sono riportati in un apposito box tecnico.

Innanzitutto, cosa si intende per risparmio e cosa induce le persone a risparmiare? Il risparmio è sostanzialmente tutto ciò che resta del nostro reddito percepito durante l'anno dopo aver effettuato le spese di consumo, dove per consumo si intende l'acquisto di beni e servizi di uso quotidiano (durevoli e non). Il risparmio poi può essere detenuto sotto forma di contante o essere investito in attività finanziarie, immobili, terreni e oggetti di valore (come oro, gioielli ecc.)⁷.

Per risparmiare si sacrifica dunque il consumo presente per il futuro e le motivazioni per cui si risparmia sono numerose: finanziare spese di elevata entità (quali l'acquisto di una casa o una macchina), per l'educazione e il mantenimento dei figli, per la salute, per la vecchiaia, per lasciare un'eredità o semplicemente per pagarsi una vacanza. Lo scopo precauzionale è comunque quello che maggiormente viene citato in genere tra le varie motivazioni ed è dettato dalla necessità degli individui di accantonare risorse al fine di cautelarsi per il futuro, in modo da essere preparati nel caso si manifestino spese inattese o eventi imprevisti che possano ridurre la capacità di produrre reddito.

Queste motivazioni presuppongono l'esistenza di una moltitudine di fattori in grado di influenzare le scelte di risparmio delle famiglie, e di conseguenza il risparmio a livello aggregato, tra cui:

- le **variabili micro e macroeconomiche**, quali la crescita economica, i redditi, la ricchezza delle famiglie, l'inflazione, la disoccupazione e la fiducia dei consumatori;
- le **variabili finanziarie**, quali i tassi di interesse, il tasso di rendimento dei mercati azionari, l'andamento del mercato immobiliare, oltre al grado di sviluppo dei mercati, con particolare riferimento a quello del credito;
- la **politica fiscale**, quali le imposte dirette e indirette e il risparmio del settore pubblico;
- lo **Stato sociale**, con riferimento alle pensioni pubbliche, la sanità e il sistema educativo pubblico;
- le **variabili demografiche**, quali il numero di anziani, quello dei giovani e la speranza di vita.

Nel nostro modello econometrico abbiamo cercato di tener conto di tutti questi elementi arrivando ad identificare sei fattori fondamentali in grado di esercitare un impatto significativo sul risparmio per i Paesi considerati: il risparmio passato, il reddito e le abitudini di consumo, l'effetto ricchezza, l'incertezza, il mercato del credito e le imposte.

La Tavola 1 riassume le variabili principali che il modello econometrico ha identificato essere in grado di influenzare il risparmio in maniera significativa.

⁷ Gli oggetti preziosi non sono considerati tra i consumi in quanto per questo tipo di beni si presume che il loro valore possa crescere nel tempo, per cui conta la loro funzione di "riserva di valore".

Tavola 1: Risultati del modello econometrico: principali fattori che influenzano il risparmio

Effetto	Variabile dipendente: Risparmio netto in rapporto al PIL			
		1996 - 2012	1996 - 2006	2007 - 2012
Persistenza	Risparmio netto/PIL precedente anno	+	+	+
Abitudini	Variazione annua del reddito netto disponibile (al netto dell'inflazione)	+	+	+
Ricchezza	Variazione annua dei prezzi delle case (al netto dell'inflazione)		-	
	Rendimento annuo dei mercati azionari (al netto dell'inflazione)	+	-	+
Incertezza	Volatilità dei mercati azionari	+		+
Credito	Variazione annua delle passività delle famiglie/Reddito lordo disponibile	-		-
Imposte	Imposte dirette/PIL	-	-	
	Imposte indirette/PIL	-		-

L'analisi è stata effettuata per gli ultimi 17 anni per i seguenti Paesi: Austria, Francia, Germania, Giappone, Italia, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti⁸. E' stato considerato inizialmente tutto il periodo 1996-2012 e di seguito i due sotto-periodi 1996-2006 e 2007-12, per valutare eventuali effetti differenziati antecedentemente e successivamente la "grande crisi". Un segno positivo (negativo) denota un impatto positivo (negativo) sul risparmio, ovvero all'aumentare (diminuire) della variabile considerata il risparmio cresce (si riduce)⁹. Nel caso dei due sotto-periodi è stato evidenziato con un colore più scuro il sotto-periodo per cui l'effetto della variabile sul risparmio è meno rilevante.

Al fine di tenere in considerazione la diversa dimensione dei Paesi analizzati, il risparmio aggregato è stato normalizzato rispetto al PIL; lo stesso vale per le imposte dirette e indirette. Il resto delle variabili, trattandosi di variazioni o rendimenti, sono definite in percentuale e non richiedono una normalizzazione.

Ciò che ha evidenziato il modello econometrico è innanzitutto un forte effetto persistenza, con una relazione positiva tra risparmio corrente e quello relativo all'anno precedente. Questo indica la tendenza delle famiglie ad accantonare una quota relativamente costante del proprio reddito anno dopo anno.

⁸ La Grecia è stata esclusa in quanto caratterizzata da dinamiche molto dissimili rispetto al resto dei Paesi.

⁹ L'assenza di un segno + o - indica la non significatività della variabile nello spiegare l'andamento del risparmio nel tempo.

Un impatto positivo sul risparmio è, inoltre, esercitato dal reddito disponibile; in particolare, il modello econometrico identifica come la crescita/riduzione (in termini reali) dello stesso sia in grado di determinare un aumento/calò del saggio di risparmio rispetto al PIL. Questo effetto, che potrebbe apparire scontato, non è del tutto ovvio in quanto, dal punto di vista economico, diverse forze entrano in gioco. La teoria economica prevede in effetti che, se si ipotizza che gli individui desiderino mantenere un livello costante di consumo per tutto l'arco della loro vita, uno shock negativo che comporta una riduzione di carattere permanente del reddito (e del suo tasso di crescita atteso futuro) dovrebbe determinare un impatto relativamente trascurabile sul risparmio e, in alcune circostanze, persino un aumento dello stesso.

La giustificazione di tale condotta parte dall'assunzione che gli individui, a seguito di una riduzione della propria capacità di reddito, ridurranno a loro volta anche i consumi, sapendo di potersi permettere livelli di spesa stabilmente più bassi¹⁰.

Se però si tiene conto dell'esigenza delle famiglie di accantonare ricchezza per motivi precauzionali e, soprattutto, dell'effetto delle abitudini, la relazione tra risparmio e reddito diventa positiva. La motivazione sottostante tale legame parte dalla considerazione che, nel breve periodo, gli individui sono portati a rivedere solo in maniera del tutto parziale le proprie decisioni di consumo, sia perché faticano a cambiare il loro stile di vita in base alla nuova situazione economica, sia perché, soprattutto in corrispondenza di una diminuzione delle risorse a disposizione, alcune fonti di spesa risultano essere incompressibili. Quindi, ad esempio, in corrispondenza di un calo dei redditi, le famiglie mantengono un livello di spesa superiore rispetto a quello che potrebbero permettersi.

Il calo del tasso di risparmio che ha caratterizzato l'Italia e altri Paesi europei in corrispondenza delle crisi degli ultimi anni può, dunque, essere messo in diretta relazione con la contemporanea riduzione (in termini reali) dei redditi subita dalle famiglie. Tra l'altro è interessante notare come l'effetto delle abitudini sia più rilevante nel periodo 2007-2012, proprio in corrispondenza della grave crisi economica, rispetto al periodo 1996-2006, contrassegnato da una maggiore relativa stabilità. Questo risultato è estremamente interessante in quanto indica che, a parità di altre condizioni, in un contesto economico più fragile in cui le famiglie si trovano a dover subire un calo dei redditi presenti e futuri, il risparmio viene impattato negativamente con maggiore intensità.

Per distinguere l'entità dell'impatto delle variabili a livello di singolo Paese abbiamo effettuato delle analisi econometriche aggiuntive, i cui risultati sono riportati in Tavola 2.

Da queste ulteriori analisi si evidenzia come l'effetto abitudini sia comune a molti dei Paesi considerati e particolarmente rilevante per Spagna, Regno Unito, Stati Uniti, Italia e Francia.

¹⁰ Il discorso vale anche in positivo: un aumento di carattere permanente del reddito (e del suo tasso di crescita atteso futuro) determina un impatto sul risparmio relativamente trascurabile e, in alcune circostanze, persino una riduzione dello stesso.

Tavola 2: Risultati del panel eterogeneo per singolo Paese

		Austria	Germania	Spagna	Francia	Italia	Giappone	Portogallo	Regno Unito	Stati Uniti
Abitudini	Variazione annua del reddito reale netto disponibile			+	+	+			+	+
Ricchezza	Variazione annua reale dei prezzi delle case		-	-	-	+			-	-
	Rendimento reale annuo dei mercati azionari				-			-		+
Credito	Variazione annua di Passività/Reddito lordo disponibile		-	-			+		-	-
Imposte	Imposte dirette/PIL	-				-	-		-	-
	Imposte indirette/PIL	-				-		-	+	

Nota: Considerata la scarsa profondità della serie storica disponibile, non è possibile valutare l'impatto di tutti i fattori sui diversi Paesi simultaneamente. Per tale motivo in Tavola 2 è riportata la stima della relazione tra risparmio e singolo fattore, indipendentemente dalle altre variabili. Questo approccio, sebbene fornisca un modello econometrico capace di descrivere solo parzialmente la complessità della dinamica del risparmio, consente tuttavia di ottenere un'indicazione di quali siano i fattori più rilevanti nello spiegare la variazione del risparmio netto su PIL per ogni Paese.

Tornando al modello generale presentato in Tavola 1, le nostre analisi identificano un ulteriore effetto sul risparmio dato dalla variazione dei prezzi degli immobili. Questa variabile entra con un segno negativo, sebbene nel solo periodo 1996-2006, e risulta essere coerente con l'ipotesi di un *effetto ricchezza*, spiegabile con il fatto che, in corrispondenza di un aumento dei prezzi delle case, gli individui (in possesso delle stesse) sono portati ad una crescente percezione di ricchezza che determina una conseguente minore necessità di risparmiare per scopi precauzionali. La relazione è significativa in particolar modo per Spagna, Stati Uniti e Regno Unito, ovvero i Paesi che sono stati caratterizzati da una forte crescita del mercato immobiliare nei primi anni del 2000 e da una successiva ripida discesa dei prezzi a seguito della crisi *subprime*, come evidenziato in Figura 8. Per tale motivo, l'andamento dei prezzi delle case può essere a buona ragione considerato tra gli elementi in grado di spiegare il più basso tasso di risparmio di questi Paesi prima del 2008 e il suo successivo forte incremento.

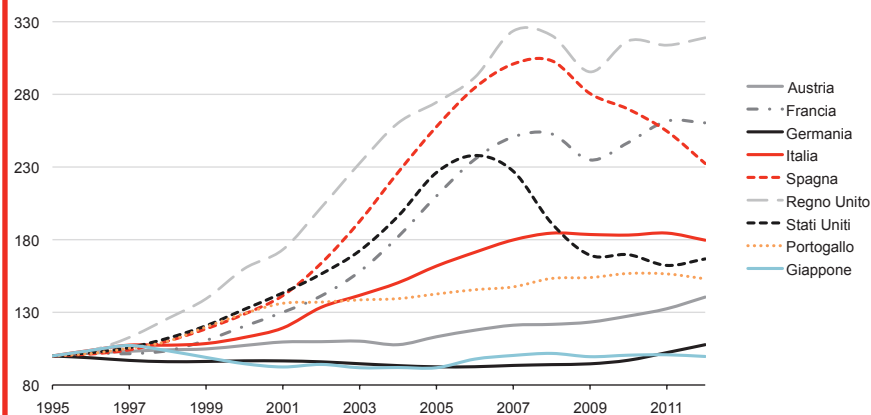
L'effetto ricchezza è comunque presente anche in Francia e Germania, sebbene quest'ultima non sia stata testimone di decisi incrementi dei prezzi degli immobili¹¹.

¹¹ Per l'Italia, invece, il coefficiente positivo rilevato potrebbe essere dovuto ad un effetto spurio, dato dall'interazione della variabile con i redditi.

Figura 8:

Andamento dell'indice dei prezzi delle case (valori in % ai dati del 1995)

Fonte: Elaborazioni su dati BCE, S&P e Oxford Economics.



Tra gli altri fattori analizzati, risultano poi significative sia la performance dei mercati azionari che la loro volatilità, mentre nessun effetto sembra essere esercitato dai tassi di interesse reali e dall'inflazione.

E' interessante notare come il segno della relazione tra rendimento dei mercati azionari e risparmio cambi nel tempo. Infatti, nel periodo 1996-2006, le due variabili sono negativamente correlate indicando il prevalere dell'*effetto ricchezza*: le famiglie, sentendosi più ricche grazie ad investimenti azionari proficui, hanno ritenuto meno necessario accantonare risorse sotto forma di risparmio. Focalizzandoci invece sugli anni caratterizzati dalla grande crisi, la relazione tra risparmio e rendimento degli indici azionari nazionali diventa positiva. Questo risultato è interpretabile partendo dalla considerazione che, in presenza di mercati finanziari caratterizzati da rendimenti fortemente negativi, gli individui, pur ritrovandosi meno ricchi (per lo meno se in possesso di investimenti azionari) e sentendo l'esigenza di accrescere il risparmio per scopi precauzionali, possano essere portati a rivedere al ribasso le proprie aspettative di rendimento future dei mercati finanziari e, di conseguenza, decidere di destinare una quota minore del risparmio a finalità di investimento. La prevalenza di questo secondo elemento sull'effetto ricchezza determina dunque il segno positivo della relazione che, secondo quanto esposto nella Tavola 2, è presente a livello Paese solo per gli Stati Uniti, mentre per Portogallo e Francia prevale l'effetto ricchezza individuato da un segno negativo.

Venendo ora alla volatilità dei mercati, questa è più che altro da interpretare quale *proxy* del grado di incertezza presente sui mercati e il riflesso della situazione economico-politica generale del Paese. La relazione positiva stimata dal modello è spiegata dal fatto che all'aumentare dell'incertezza le famiglie sono portate a posticipare eventuali spese di elevata entità e, al tempo stesso, ad accantonare maggiori risorse per finalità precauzionali. Ancora una volta la relazione è particolarmente rilevante nel periodo 2007-12, anche a causa della maggiore volatilità che ha caratterizzato i mercati proprio nella fase di più elevata instabilità economico-finanziaria. Altre variabili volte a catturare il livello di incertezza e pessimismo delle famiglie, quali la fiducia dei consumatori, sono state testate nell'analisi, senza però dare risultati significativi.

Un ulteriore effetto è relativo alle condizioni del mercato del credito, che abbiamo inteso catturare con la variazione annua del rapporto tra passività delle famiglie e il reddito disponibile, il cosiddetto *leverage ratio*. La scelta di utilizzare il *leverage ratio* è stata dettata dalla scarsa disponibilità di indicatori alternativi dal lato dell'offerta in grado di rilevare la presenza di politiche di accesso più o meno concessive in un Paese¹².

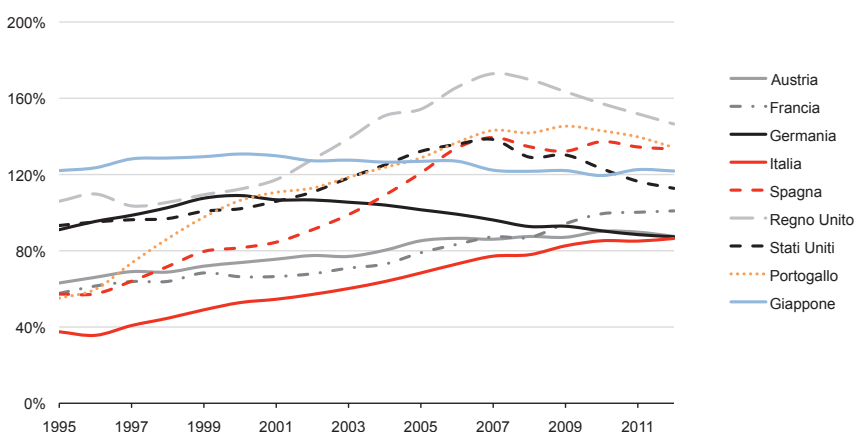
Il segno della relazione tra risparmio netto in rapporto al PIL e variazione del *leverage ratio*, come esposto in Tavola 1, risulta essere negativo ed è spiegabile dal fatto che, in corrispondenza di una riduzione del *leverage ratio*, sintomatica di condizioni di accesso al credito maggiormente restrittive, un minor numero di famiglie caratterizzate da vincoli di liquidità è in grado di ottenere dei prestiti (e quindi realizzare un livello di consumi superiore al reddito annuo); tale effetto determina un incremento del risparmio a livello aggregato. Tra l'altro, le famiglie che intendono effettuare spese di entità rilevante, in presenza di difficoltà di accesso al credito finanziario, sono di fatto portate ad accantonare maggiori risorse, determinando ancora una volta un effetto positivo sul risparmio aggregato.

Come rilevato in Figura 9, il rapporto tra passività e reddito disponibile ha subito un incremento quasi generalizzato tra il 1996 e il 2007, per poi decrescere dal 2008 in poi. In particolare, i Paesi caratterizzati a fine 2007 da livelli più elevati di *leverage ratio*, quali Spagna, Stati Uniti, Regno Unito e Portogallo, hanno successivamente subito un brusco calo a seguito dello scoppio della crisi *subprime*, a testimonianza del *deleveraging* da parte delle famiglie e quale indicazione di un sostanziale restringimento delle condizioni di accesso al credito. Questo spiega, dunque, il fatto che la relazione tra *leverage ratio* e risparmio sia soprattutto significativa per Stati Uniti, Regno Unito e Spagna (si veda la Tavola 2). Anche le condizioni di accesso al mercato del credito sembrano, dunque, responsabili della crescita del risparmio osservata per questi Paesi dopo il 2008.

Figura 9:

**Passività delle famiglie
(in % al reddito lordo
disponibile)**

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.



¹² A tale proposito, il *loan-to-value ratio*, ovvero la quota di prestito mediamente accordata rispetto al valore del bene sarebbe un ottimo indicatore. Tuttavia, l'andamento di tale indicatore è rilevato solamente per alcuni Paesi e solo per periodi temporali più brevi rispetto all'intera serie storica analizzata. Il dato a disposizione, in particolare, è frutto di una rilevazione periodica da parte delle Banche Centrali mediante indagini sulle condizioni di accesso al credito indirizzate agli operatori bancari a cui vengono chieste informazioni sulla variazione subita dal *loan-to-value ratio* presso il loro istituto. Limitando l'analisi agli anni e ai Paesi per cui i dati sono disponibili, abbiamo provato ad includere nel modello il *loan-to-value ratio*, ottenendo risultati molto simili rispetto all'utilizzo del *leverage ratio*, a conferma del simile contenuto informativo delle due variabili, convincendoci ulteriormente ad includere quest'ultimo nel modello definitivo. Un'altra variabile che abbiamo considerato è lo *spread* tra il tasso di interesse sui prestiti e quello dei depositi a breve, trovando anche in questo caso una relazione significativa col risparmio. Abbiamo tuttavia ritenuto utilizzare nel modello finale il *leverage ratio* invece dello *spread*, in quanto in grado di catturare aspetti relativi al mercato del credito non necessariamente dipendenti dall'andamento dei tassi.

Tornando alla Tavola 1, il modello econometrico ha evidenziato, infine, una relazione tra saggio di risparmio e imposizione fiscale. In dettaglio, all'aumentare sia delle tasse dirette che di quelle indirette il risparmio netto tende a diminuire. Dal punto di vista economico una variazione delle imposte sul consumo non dovrebbe avere un impatto sul risparmio in quanto applicata sia ai consumi presenti sia a quelli futuri; lo stesso dovrebbe valere per l'imposta sui redditi da lavoro. Diverso il discorso nel caso in cui le imposte dirette siano applicate sia sul reddito sia sul capitale, in quanto vi sarebbe in questo caso una doppia imposizione sulle somme risparmiate, rendendo il consumo futuro meno "conveniente" rispetto a quello presente. Questo spiega la relazione negativa tra risparmio e imposte dirette. Il coefficiente negativo anche nel caso delle imposte indirette è interpretabile col fatto che un aumento dell'imposizione fiscale sul consumo, pur non distorcendo il meccanismo di scelta intertemporale, comporta comunque un drenaggio di risorse che, in presenza di famiglie che faticano ad aggiustare il proprio stile di vita e consumi nel tempo (*effetto abitudini*), si riflette in una riduzione del risparmio.

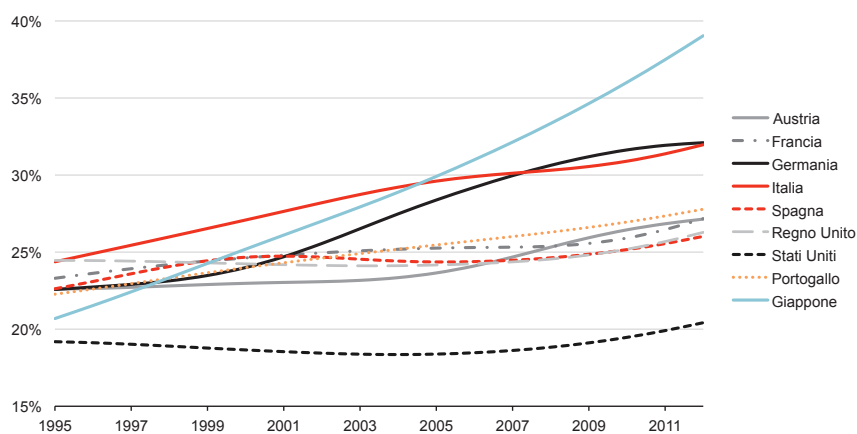
Il modello econometrico ha consentito di individuare i fattori che hanno maggiormente influenzato il risparmio negli ultimi 17 anni con particolare riferimento a variabili economiche. Tuttavia, un altro aspetto che può impattare sull'andamento del risparmio nel tempo è la struttura demografica di un Paese considerando che le motivazioni che portano gli individui a risparmiare generalmente cambiano con l'evolversi dell'età e del ciclo di vita. In particolare, in un modello di ciclo vitale gli individui dovrebbero essere portati a risparmiare in fase lavorativa, per poi decumulare in vecchiaia (a meno di una forte motivazione di lascito ereditario). Questo presuppone l'esistenza di una relazione tra risparmio aggregato, composizione demografica di un Paese e speranza di vita degli individui.

Per testare anche questo fattore abbiamo incluso nel modello l'indice di dipendenza degli anziani (dato dal rapporto tra il numero di persone con più di 64 anni e la popolazione in età da lavoro). La Figura 10 mostra come questo rapporto, già molto elevato all'inizio del periodo considerato, sia cresciuto tra il 1995 e il 2012 per la maggior parte delle nazioni considerate e soprattutto in Giappone, Germania e Italia. Il modello econometrico, tuttavia, non ha identificato questo elemento come rilevante nello spiegare l'evoluzione del risparmio nel tempo.

Figura 10:

Indice di dipendenza degli anziani (Rapporto tra il numero di persone con più di 64 anni e la popolazione in età da lavoro)

Fonte: Banca mondiale.



In sintesi, l'analisi econometrica ha evidenziato:

- un effetto persistenza, che indica la tendenza delle famiglie a risparmiare una quota relativamente costante del proprio reddito nel tempo;
- un forte effetto delle abitudini, che porta ad una relazione diretta tra reddito e saggio di risparmio;
- un effetto ricchezza, che comporta una relazione inversa tra risparmio e andamento dei mercati finanziari e immobiliari;
- un effetto incertezza, che si riflette in un aumento del risparmio per scopi precauzionali in periodi di elevata incertezza;
- un effetto legato alle condizioni del mercato del credito, in base al quale il tasso di risparmio aggregato cresce in presenza di condizioni di accesso al credito più restrittive;
- un effetto delle imposte, che si sostanzia in una relazione inversa tra risparmio e imposizione fiscale.

Volendo guardare più direttamente agli elementi in grado di spiegare le dinamiche più recenti, innanzitutto la sostanziale riduzione del saggio di risparmio cui è stata testimone l'Italia e altri Paesi dell'area euro, può essere a buona ragione messa in diretta relazione con la stretta ai redditi subita dalle famiglie frutto del contemporaneo calo dell'occupazione e dei redditi lordi, nonché delle politiche di asuterità che si sono sostanziate in un aumento dell'imposizione fiscale. In altre parole, l'erosione subita dal lato delle entrate, unita a consumi che non sono calati altrettanto rapidamente, anche a causa di spese ineludibili o incompressibili, ha avuto un riflesso diretto sul risparmio delle famiglie.

Se i redditi e le imposte hanno esercitato una spinta al ribasso nel periodo 2007-12, altri fattori hanno avuto l'effetto opposto sul risparmio. In particolare, il modello ha evidenziato come, in periodi caratterizzati da elevata volatilità, il risparmio tenda ad aumentare per scopi precauzionali, in virtù dell'elevata incertezza. Questo effetto è tuttavia controbilanciato dal fatto che performance negative dei mercati azionari, portando gli individui ad abbassare le proprie aspettative di rendimento futuro degli *assets*, comportano una riduzione della propensione agli investimenti finanziari, determinando quindi un effetto depressivo sul risparmio. Al contrario, in periodi di maggiore stabilità economica, esiste una relazione opposta tra andamento dei mercati e risparmio a causa del prevalere dell'"effetto ricchezza" tale per cui le famiglie, sentendosi più ricche sulla scorta dell'andamento positivo dei mercati, tendono ad accantonare una minore quantità di risorse sotto forma di risparmio.

Non da ultimo è da considerare l'effetto "mercato del credito", che si sostanzia in una crescita del saggio di risparmio in situazioni di restrizioni all'offerta dei prestiti. Questo elemento risulta, infatti, di importanza fondamentale per spiegare l'incremento del tasso di risparmio osservato in Stati Uniti, Regno Unito e Spagna immediatamente dopo lo scoppio della bolla sub-prime.

Box tecnico

Al fine di analizzare i fattori principali che hanno influenzato il risparmio per i nove Paesi considerati negli anni 1996-2012, è stato stimato un modello panel omogeneo con variabile dipendente data dal risparmio netto in percentuale al PIL. Al fine di controllare per la dipendenza tra valori correnti e passati, è stata adottata la specificazione di un panel dinamico.

In Tavola 3 vengono riportati i risultati della stima del modello, con i test di Sargan e di Arellano-Bond, che indicano una sua corretta specificazione.

Tavola 3: Stime panel dinamico.

Effetto	Variabile dipendente: Risparmio netto in rapporto al PIL	1996 - 2012		
		1996 - 2012	1996 - 2006	2007 - 2012
	Costante	0.09 ***	0.05 **	0.04 *
Persistenza	Risparmio netto/PIL precedente anno	0.67 ***	0.77 ***	0.86 ***
Abitudini	Variazione annua del reddito netto disponibile (al netto dell'inflazione)	0.28 ***	0.37 ***	0.34 ***
Ricchezza	Variazione annua dei prezzi delle case (al netto dell'inflazione)	-0.02	-0.03 *	-0.03
	Rendimento annuo dei mercati azionari (al netto dell'inflazione)	0.01 *	-0.01 **	0.03 ***
Incertezza	Volatilità dei mercati azionari	0.02 *	0.01	0.07 ***
Credito	Variazione annua del rapporto Passività/Reddito disponibile	-0.04 **	-0.02	-0.05 **
Imposte	Imposte dirette/PIL	-0.21 ***	-0.29 ***	0.31 *
	Imposte indirette/PIL	-0.53 ***	-0.17	-0.76 ***
	Tasso d'interesse reale governativo a 10 anni	-0.02	0.07	-0.04
	Inflazione	0.08	0.24 *	-0.04
Test				
	Wald Test	7,243 ***	653 ***	4,092 ***
	Sargan test	109.95	49.48	50.71
	Arellano Bond test (2)	-0.19	0.22	-0.78
	Arellano Bond test (3)	0.23	-0.74	0.23
	Arellano Bond test (4)	-0.11	-0.70	1.40

Note: ***, ** e * indicano significatività statistica all'1%, 5% e 10% rispettivamente. Gli errori standard per il calcolo delle significatività statistiche sono robusti.

In questo box ci limitiamo ad alcuni commenti tecnici, per la discussione dei risultati ci si riferisce al testo. In Tavola 3 i fattori che sono risultati significativi da un punto di vista statistico, ovvero in grado di spiegare la dinamica del risparmio, sono accompagnati da asterischi; in aggiunta nel modello sono state mantenute due variabili quali i tassi di interesse reali e l'inflazione (risultati non significativi). I coefficienti con un maggiore numero di asterischi sono quelli con un più elevato livello di significatività.

Altre variabili sono state prese in considerazione e poi scartate nel modello definitivo tra cui: il reddito reale in termini di parità di potere d'acquisto, la variazione della ricchezza finanziaria delle famiglie, l'indice di dipendenza degli anziani, lo spread dei tassi sui prestiti e quelli dei depositi a breve, il *loan-to-value ratio*, il credito al settore privato in percentuale al PIL, il risparmio netto del settore pubblico in percentuale al PIL e la fiducia dei consumatori.

I modelli di panel omogenei consentono di tenere conto delle peculiarità che caratterizzano i diversi Paesi, in termini di fattori non osservati, nonostante l'assunzione di omogeneità imponga che per tutti i Paesi valgano le medesime relazioni tra variabile dipendente e indipendenti. Sebbene tale assunzione possa apparire restrittiva in un contesto di elevata eterogeneità tra Paesi, la scelta è stata dettata dalla scarsa profondità temporale a disposizione. Il diverso grado di sensitività dei Paesi analizzati ai vari fattori macroeconomici è stato analizzato in seguito con una serie di panel eterogenei che valutano l'impatto dei singoli fattori (in riga) sul risparmio netto. I risultati sono riportati in dettaglio in Tavola 4.

Tavola 4: Panel eterogenei

		Austria	Germania	Spagna	Francia	Italia	Giappone	Portogallo	Regno Unito	Stati Uniti
Abitudini	Variazione annua del reddito netto disponibile (al netto dell'inflazione)	0.25	-0.04	0.29 ***	0.16 *	0.52 **	0.06	-0.12	0.53 ***	0.37 ***
	Variazione annua dei prezzi delle case (al netto dell'inflazione)	-0.34	-1.46 **	-2.56 ***	-0.47 *	3.94 *	-3.88	-0.11	-9.31 **	-6.72 ***
Ricchezza	Rendimento annuo dei mercati azionari (al netto dell'inflazione)	-0.01	0.01	0.02	-0.03 ***	-0.01	0.01	-0.03 **	0.04	0.05 **
Credito	Variazione annua di Passività /Reddito lordo disponibile	-0.33	-0.80 *	-3.41 **	0.28	0.90	22.06 **	2.86	-8.59 *	-4.43 ***
Imposte	Imposte dirette/PIL	-0.96 ***	0.02	-0.15	-0.15	-1.42 **	-1.74 ***	-0.43	-1.14 *	0.67 ***
	Imposte indirette/PIL	-2.24 ***	-0.11	-0.24	-0.19	-2.43 ***	3.45 *	-0.91 **	2.12 ***	-0.38

Note: ***, ** e * indicano significatività statistica all'1%, 5% e 10% rispettivamente. Gli errori standard per il calcolo delle significatività statistiche sono robusti. Il modello con variabile dipendente la variazione della passività delle famiglie è limitato agli anni 1996-2009.

1.4. Destinazione risparmio

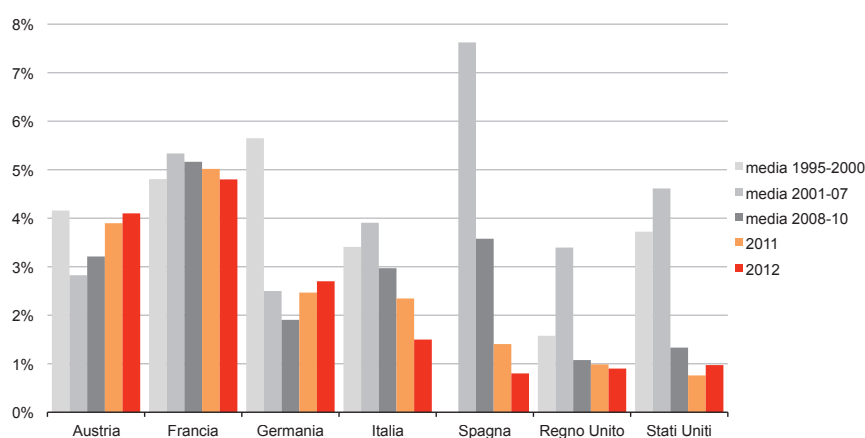
Si è sinora parlato del risparmio e delle sue determinanti, ma in quali attività le famiglie decidono di investire le proprie risorse e come sono cambiati questi impieghi nel tempo?

A seconda che il risparmio venga allocato in attività finanziarie o in beni tangibili si parla di risparmio finanziario e non finanziario. In particolare, il primo include tutti quei flussi di reddito che vengono indirizzati verso i depositi, le obbligazioni, le azioni e i prodotti finanziari in genere al netto degli eventuali debiti accesi durante l'anno; il secondo invece è relativo alle somme di denaro che ogni anno vengono impiegate dalle famiglie per l'acquisto di immobili, macchinari e oggetti di valore e che corrispondono secondo l'accezione tecnica agli investimenti fissi.

Per meglio valutare le dinamiche nel tempo, abbiamo posto a confronto l'Italia con altri Paesi europei e gli Stati Uniti. In Figura 11 viene presentato il risparmio non finanziario, ovvero gli investimenti fissi netti¹³, in rapporto al reddito lordo disponibile.

Figura 11:
Investimenti fissi netti
(in % al reddito lordo
disponibile)¹⁴

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e istituti di statistica nazionali.



Pur in presenza di un discreto grado di eterogeneità negli andamenti, è interessante notare come in tutti i Paesi considerati i saggi di risparmio non finanziario siano sempre oscillati in una banda abbastanza ristretta, non entrando mai in territorio negativo nonostante le diverse crisi e, al tempo stesso, non superando mai la soglia del 10% del reddito disponibile anche in fasi di particolare esuberanza dei mercati immobiliari.

¹³ Gli investimenti fissi sono al netto dell'ammortamento, che misura la perdita di valore dello stock di capitale fisico a causa del deterioramento, della normale obsolescenza o di eventuali danni accidentali dei beni reali.

¹⁴ Il dato medio 1995-2000 non è disponibile per la Spagna.

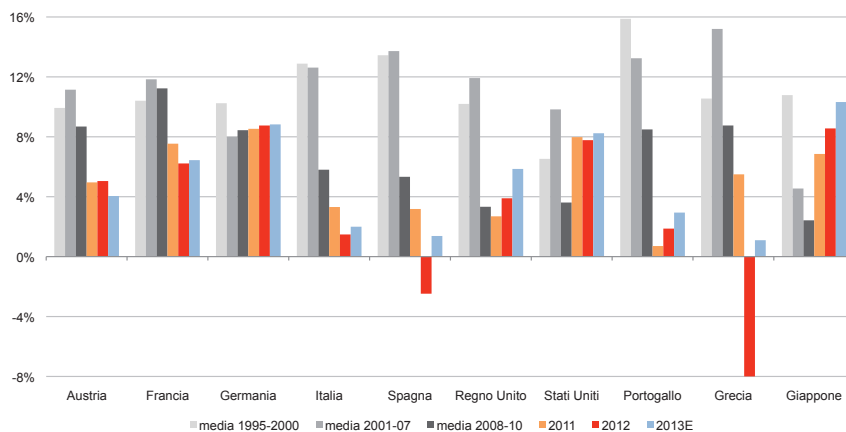
Dalla Figura 11 sono rilevabili due insiemi distinti di Paesi: un primo gruppo contrassegnato da un saggio di risparmio non finanziario sopra la media o comunque in crescita nel corso degli ultimi due anni, e un secondo gruppo attualmente contraddistinto da saggi in netto ridimensionamento rispetto alla situazione pre-2008. Nel primo gruppo troviamo Austria, Francia e Germania; l'Italia invece è collocata nel secondo gruppo, accomunata ai tre Paesi maggiormente toccati dalla crisi dei mutui immobiliari: Spagna, Regno Unito e Stati Uniti.

In effetti, il risparmio non finanziario in Italia nei primi anni 2000, in concomitanza con lo scoppio della bolla speculativa high tech che in parte aveva allontanato le famiglie dai mercati finanziari, era cresciuto in maniera significativa arrivando a rappresentare in media il 3,9% del reddito. A seguito di quel periodo, tuttavia, esso è andato gradatamente diminuendo arrivando nel 2012 a rappresentare l'1,5% del reddito. Tra l'altro, le recenti debolezze del mercato immobiliare evidenziate dal quinto calo tendenziale consecutivo delle compravendite nel primo trimestre 2013¹⁵, come riportato dall'Agenzia del Territorio, ci hanno portato a prevedere un'ulteriore diminuzione del risparmio non finanziario per il 2013, che potrebbe attestarsi intorno all'1,3% del reddito.

Focalizzandoci ora sulla fetta finanziaria del risparmio, in Figura 12 abbiamo messo in evidenza le somme che complessivamente si sono riversate anno dopo anno verso gli strumenti finanziari.

Figura 12:
Risparmio finanziario
lordo (in % al reddito
lordo disponibile)¹⁶

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.
Stime 2013: Prometeia per l'Italia, interne per il resto dei Paesi.



Dalla Figura 12 si rileva, innanzitutto, il dato negativo nel 2012 di Spagna e Grecia, che indica come in quei Paesi il totale dei disinvestimenti in attività finanziarie effettuati durante l'anno abbia superato quello degli investimenti, segno del forte impatto della crisi del debito sui comportamenti finanziari delle famiglie.

¹⁵ Secondo l'Agenzia del territorio nel primo trimestre 2013 gli scambi nel mercato immobiliare si sono ridotti del 13,8% rispetto al primo trimestre del 2012 e variazioni negative anno su anno a doppia cifra sono state rilevate anche in tutti i quattro trimestri del 2012.

¹⁶ Il risparmio finanziario si intende al lordo dell'accensione di nuovo debito.

Restano positivi i flussi per il resto dei Paesi, inclusa l'Italia che, seppur investita dalla crisi di fiducia sui conti pubblici e sulla capacità di ripagare il proprio debito, sembra abbia meglio tenuto, con le famiglie che hanno riversato denaro verso le attività finanziarie nel 2012 per 16 miliardi di euro, pari all'1,5% del reddito lordo disponibile. Siamo certo ben lontani dai dati medi pre-2008 quando venivano registrati flussi superiori al 12% del reddito, ma le famiglie italiane non sono comunque le sole ad aver ridimensionato i propri investimenti: in tutti i Paesi, ad eccezione di Germania, Stati Uniti e Giappone, il saggio di risparmio finanziario lordo nel 2012 risulta essere molto al di sotto rispetto ai valori medi precedenti il 2008 (ovvero le due bande grigie di Figura 12).

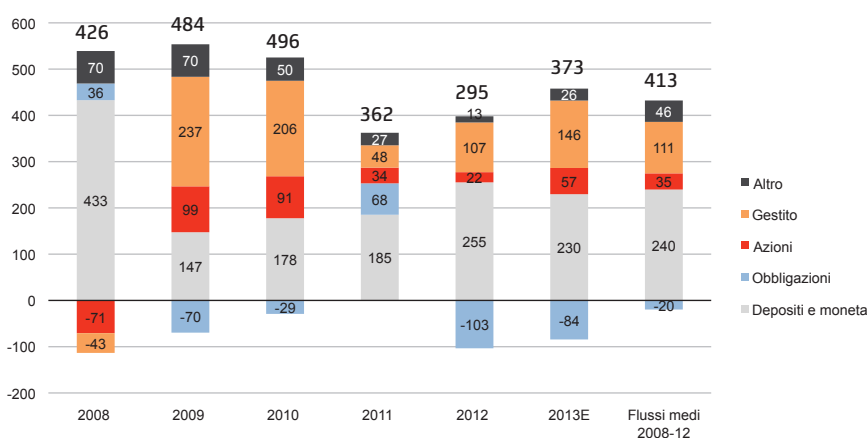
Per il 2013, con l'attenuarsi delle tensioni nell'area dell'Euro, ci aspettiamo un miglioramento piuttosto generalizzato di tale saggio, con un ritorno ad un saldo positivo per Spagna e Grecia e valori in risalita anche per Portogallo e Italia. Per quest'ultima, in particolare, anche sulla scorta delle indicazioni relative ai flussi del primo trimestre fornite da Banca d'Italia e al record di vendite nette realizzato dal risparmio gestito nei primi otto mesi dell'anno¹⁷, come rilevato da Assogestioni, riteniamo che le famiglie complessivamente possano effettuare nel 2013 nuovi investimenti in attività finanziarie per 21 miliardi di euro, pari al 2% del reddito disponibile.

Ma, tornando ai dati storici, in quali strumenti è stato impiegato questo risparmio?

Figura 13:

Risparmio finanziario lordo delle famiglie per tipologia di strumento in Europa¹⁸ (miliardi di euro – prezzi correnti)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e Banche Centrali. Stime 2013: interne.



Guardando alla sola Europa, tra il 2008 e il 2012 poco più di 2 mila miliardi di euro sono stati investiti in attività finanziarie, che corrispondono ad una media annua di circa 413 miliardi di euro, come indicato in Figura 13. Se il 2008 era stato contraddistinto da una quasi esclusiva preferenza per la liquidità, con deflussi per azioni e prodotti gestiti, già nel 2009-2010 si rileva un ritorno verso investimenti in strumenti più rischiosi, nonostante i forti afflussi sul gestito siano da ascrivere per la maggior parte ad assicurazioni vita e fondi pensione, generalmente caratterizzati da un approccio più conservativo alla gestione rispetto ai fondi comuni. Le famiglie italiane non fanno eccezione a questo trend, caratterizzate da una forte preferenza per liquidità e obbligazioni nel 2008 e da una ripresa degli investimenti verso azioni e prodotti gestiti nei due anni successivi (si veda Figura 14).

¹⁷ Secondo Assogestioni nei primi 8 mesi dell'anno il risparmio gestito, che include i fondi comuni, le gestioni patrimoniali, le gestioni istituzionali e i fondi pensione, ha raccolto 52,5 miliardi di euro.

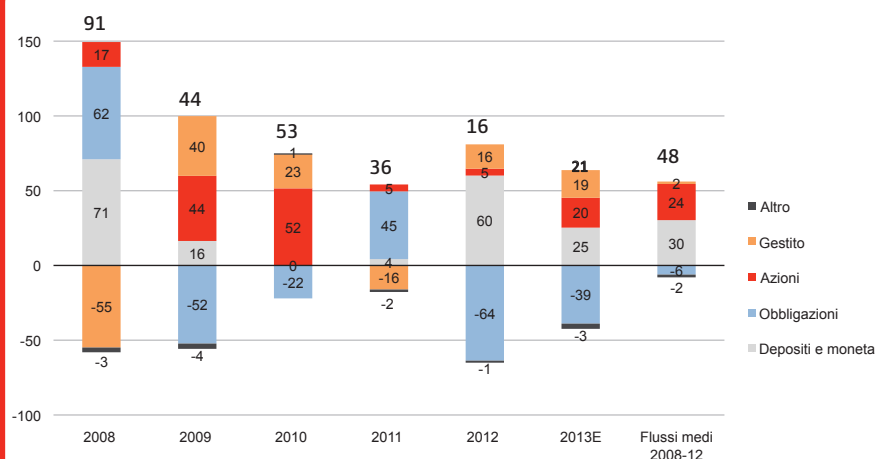
¹⁸ Per Europa intendiamo il dato aggregato relativo ai seguenti Paesi: Austria, Francia, Germania, Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Regno Unito. Nel caso del Regno Unito i dati sono stati convertiti in euro con il tasso di cambio di fine 2012, fisso per tutto il periodo. Il dato relativo alle azioni si riferisce alle quotate e non, oltre alle altre partecipazioni.

Nel 2011 l'acuirsi delle tensioni sui mercati, scaturite dalla difficoltà dei Paesi periferici dell'area euro di onorare il proprio debito e dalle conseguenti manovre di consolidamento dei bilanci pubblici, unite alla crisi economica, hanno segnato un nuovo mutamento del sentiment delle famiglie europee. In tal senso le famiglie hanno ridotto gli investimenti verso le attività finanziarie, passando dai quasi 500 miliardi di euro del 2010 a poco più di 360 miliardi (di cui rispettivamente 53 e 36 miliardi relativi a famiglie italiane), tornando ad una preferenza per le obbligazioni e le attività liquide. E' da notare che dei 68 miliardi circa di flussi investiti in obbligazioni, la quasi totalità è riferibile a famiglie italiane, spagnole e greche, probabilmente mosse dalla volontà di sostenere i propri titoli del debito, nonostante il giudizio negativo dei mercati. Fanno eccezione a questo trend le famiglie tedesche che nel 2011 hanno solo marginalmente ridotto i flussi verso le attività finanziarie rispetto al 2010, favorendo comunque i depositi e le assicurazioni, ma investendo anche in azioni.

Figura 14:

Risparmio finanziario lordo delle famiglie per tipologia di strumento in Italia (miliardi di euro – prezzi correnti)

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia.
Stime 2013: interne e Prometeia.



Pur in presenza di uno sviluppo più favorevole delle sorti dell'area Euro a partire dalla seconda parte dell'anno, le famiglie europee hanno contratto ulteriormente il loro risparmio finanziario nel 2012, con Spagna e Grecia caratterizzate persino da deflussi netti, come già in precedenza evidenziato. A questo risultato hanno contribuito l'impatto sui bilanci delle famiglie dell'acuirsi della crisi economica e lo spostamento in avanti delle prospettive di ripresa i cui effetti, amplificati da un probabile aumento dell'avversione al rischio, si sono esplicitati in un'ulteriore crescita dei flussi verso depositi, assicurazioni vita e fondi pensione e in deflussi per le obbligazioni. Ancora una volta l'Italia non si discosta da questo trend, con afflussi di 60 miliardi verso depositi controbilanciati da disinvestimenti per 64 miliardi di euro sulle obbligazioni. Il 2012 ha, tra l'altro, segnato il ritorno di interesse da parte delle famiglie italiane per i fondi comuni, di cui probabilmente hanno riconosciuto i benefici della diversificazione, che nell'anno hanno raccolto 18 miliardi di euro, mentre assicurazioni e fondi pensione hanno registrato deflussi per circa 2 miliardi di euro.

Come già messo in luce in precedenza, riteniamo che il 2013 possa essere caratterizzato da un generale incremento del risparmio finanziario, sebbene solo nel 2014 il dispiegarsi degli effetti della ripresa dell'attività economica, oltre ad esercitare un impatto positivo sul clima di fiducia generale, dovrebbe condurre ad un miglioramento significativo dei vincoli di bilancio delle famiglie. A tal proposito riteniamo che gli strumenti maggiormente oggetto di interesse da parte delle famiglie nel

2013 possano essere ancora i depositi e il gestito, con afflussi significativi per assicurazioni e fondi pensione, ma anche con investimenti verso i fondi comuni. Positivo dovrebbe essere l'apporto anche per le azioni, mentre nuovi deflussi sono previsti nel caso delle obbligazioni (si veda Figura 13 e Figura 14).

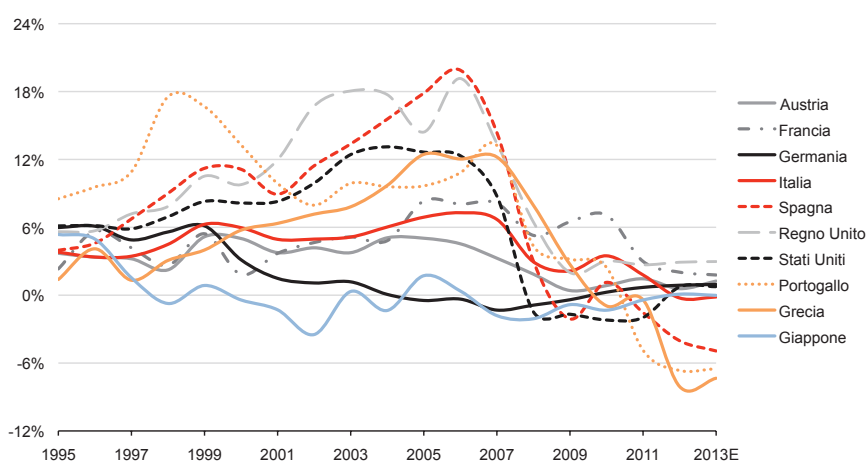
Non resta ora che da analizzare quanto è accaduto dal lato delle passività.

In Figura 15 abbiamo inteso mostrare l'andamento annuo dei flussi di nuovo indebitamento in percentuale al reddito lordo disponibile a partire dal 1995 al fine di evidenziare, ancora una volta, il drastico cambio di scenario a seguito del 2008.

Figura 15:

Accensione di nuove passività finanziarie da parte delle famiglie (in % al reddito lordo disponibile)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.
Stime 2013: interne.



Il *deleveraging* delle famiglie iniziato in seguito alla grande crisi appare tuttora in corso, con Spagna, Portogallo e Grecia scese decisamente “sotto zero” durante gli ultimi 2-3 anni, segno di un elevato numero di famiglie dichiarate insolventi e comunque di una decisa contrazione del credito, sia dal lato della domanda che dell’offerta.

Anche l'Italia nel 2012 è stata per la prima volta testimone di un valore inferiore a zero del rapporto tra nuove passività e reddito (-0,2%). Il dato, seppur non particolarmente negativo, è sintomatico della situazione difficile attraversata dal Paese. Gli Stati Uniti, caratterizzati invece da valori negativi dal 2008 al 2011, sono tornati a registrare un valore positivo (ovvero un incremento delle passività delle famiglie) nel 2012. In ogni caso, tutte le nazioni nel 2012 hanno continuato a registrare livelli di nuovo indebitamento particolarmente bassi, se confrontati con la media dei primi anni 2000.

Il quadro che emerge dall'analisi dei flussi e della loro scomposizione è dunque quello di economie ancora in fase di riassetto, con individui che lentamente riacquistano fiducia e risorse. Le famiglie italiane sono certo ancora “in sofferenza”, ma non sono sole. Il punto più basso della crisi è ormai stato toccato e, anche se probabilmente la ripresa sarà lenta, non potranno che esserci progressi.

PARTE SECONDA

LA RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE ITALIANE E LA SUA ALLOCAZIONE

2.1. Ricchezza finanziaria: buone notizie

L'analisi dei flussi non può certo prescindere da una valutazione degli stock, ovvero di quanta ricchezza le famiglie sono riuscite ad accumulare nel tempo.

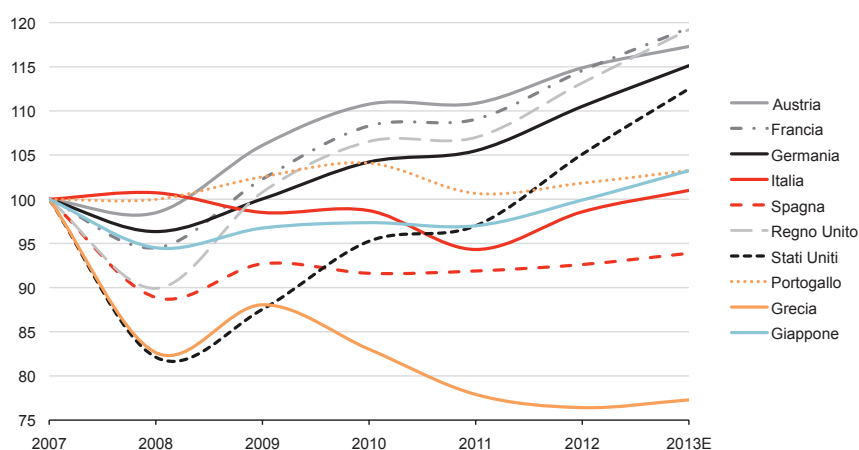
La buona notizia su questo fronte è che nel 2012 tutti i Paesi, ad eccezione della Grecia, sono stati caratterizzati da un aumento del valore delle attività finanziarie rispetto all'anno precedente; tale risultato è dovuto anche alla performance positiva dei mercati che ha permesso da sola di determinare un apprezzamento medio della ricchezza del 2,3% (al netto dell'effetto flusso). Stati Uniti e Regno Unito sono in testa alla classifica, con un rendimento complessivo delle attività finanziarie nel 2012 rispettivamente del 6,5% e 4,8%, segue poco distanziata l'Italia, con una performance del 4,1%, grazie al buon andamento di azioni, fondi comuni e obbligazioni, queste ultime anche a seguito del calo degli spread sui tassi di interesse.

Dalla Figura 16 si evidenzia, tra l'altro, come nel corso degli ultimi anni le attività finanziarie abbiano in gran parte recuperato il gap rispetto ai valori di fine 2007, con il maggior apprezzamento riportato da Francia e Regno Unito, seguiti a breve distanza da Austria e Germania. Anche in Italia le attività finanziarie a fine 2012, assestandosi sui 3716 miliardi di euro, hanno pressoché raggiunto i livelli del 2007, con il quasi totale recupero della ricchezza rispetto alla situazione pre-crisi. Un ulteriore incremento è, tra l'altro, previsto nel 2013 grazie sia a nuovi flussi di risparmio sia all'apprezzamento dello stock esistente, sulla scorta dell'andamento relativamente favorevole dei mercati finanziari, che porterà gli assets finanziari a superare in maniera decisa i valori di fine 2007.

Figura 16:

Andamento delle attività finanziarie delle famiglie (valori in % ai dati del 2007)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.
Stime 2013: Prometeia per l'Italia, interne per il resto dei Paesi.



Restano ancora lontani dal recupero Spagna e Grecia, dove le attività, anche a causa degli scarsi flussi o deflussi degli ultimi anni, rappresentavano rispettivamente il 93% e 76% degli assets posseduti dalle famiglie residenti nel Paese a fine 2007.

Per meglio valutare il rendimento effettivo dei portafogli delle famiglie, all'effetto "performance", derivante dalla variazione dei prezzi delle attività finanziarie, abbiamo unito l'effetto "reddito", dato dalla somma dei flussi cedolari, i dividendi e altri proventi generati dal possesso delle attività stesse. Questa analisi è stata effettuata per il periodo 1996-2012, escludendo

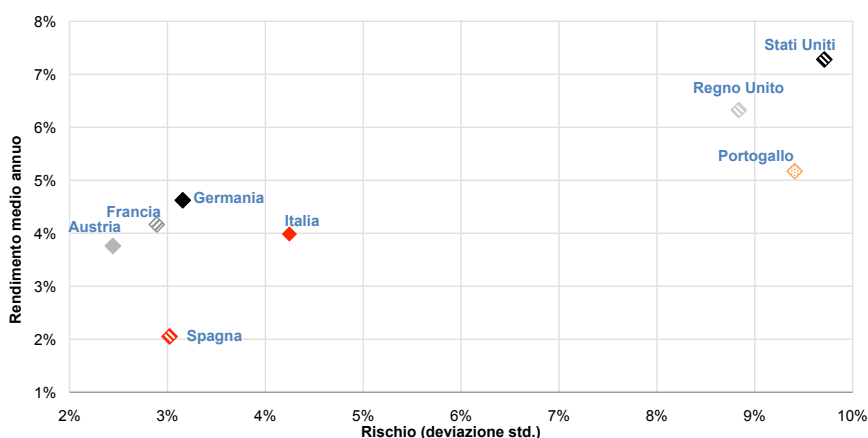
dal totale della ricchezza finanziaria le azioni non quotate e le altre partecipazioni, in quanto elementi più legati ad un'attività imprenditoriale più che di puro investimento finanziario.

In Figura 17 sono rappresentati media e volatilità dei rendimenti così calcolati per i portafogli aggregati delle famiglie nei singoli Paesi.

Figura 17:

Rendimento medio complessivo¹⁹ e rischio medio del portafoglio finanziario aggregato delle famiglie (1996-2012)

Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.



In genere, maggiori i rendimenti, più alto è il livello di rischiosità ad essi associato, ovvero maggiore la volatilità. Questa struttura è confermata dai dati storici relativi alle attività finanziarie. In particolare, nel periodo 1996-2012, le famiglie statunitensi hanno ottenuto il rendimento medio più elevato per la propria ricchezza finanziaria, pari al 7,3%, a fronte di una più elevata volatilità. Anche nel Regno Unito le famiglie sono state soggette ad un livello di rischio paragonabile, ma con rendimenti medi più bassi e pari al 6,3%, segno che una migliore allocazione del portafoglio avrebbe potuto ridurre la volatilità complessiva (o per lo meno a parità di rischio sarebbe stato possibile aumentare il rendimento).

L'Italia si colloca in una posizione intermedia, realizzando una *performance* del 4% e sostenendo un rischio relativamente basso. Ancora più prudente la gestione della ricchezza finanziaria per le famiglie in Germania, che tra l'altro ha permesso loro di realizzare un rendimento medio del 4,6%. Del tutto inefficienti infine i portafogli delle famiglie portoghesi, che pur sopportando un rischio notevolmente più elevato rispetto a quello del resto dei Paesi, hanno realizzato un rendimento medio del 5%.

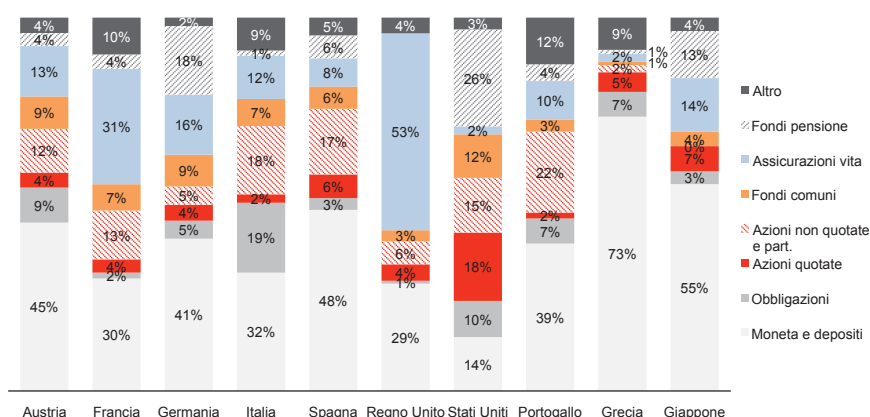
L'analisi della composizione del portafoglio delle famiglie può aiutarci a far luce sulle ragioni delle *performance* storicamente molto diverse osservate nei vari Paesi. In Figura 18 abbiamo fotografato le attività finanziarie del 2012, scomposte tra i diversi strumenti finanziari detenuti.

¹⁹ Il rendimento complessivo è stato calcolato come differenza tra la variazione annuale delle attività finanziarie e l'effetto flusso. A questo effetto "performance" è stato poi sommato l'effetto "reddito", legato ai flussi cedolari dividendi e altri proventi derivanti dal possesso di attività finanziarie, come rilevati dalla contabilità nazionale. Il rendimento così calcolato può contenere un effetto spurio dovuto al fatto che i flussi non avvengono tutti alla fine del periodo, ma si generano durante l'anno e possono essere essi stessi caratterizzati da un rendimento. I dati sono al lordo delle imposte. Sono escluse le azioni non quotate e partecipazioni.

Figura 18:

Scomposizione per strumento delle attività finanziarie delle famiglie (2012)²⁰

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e Banche Centrali.



Innanzitutto, la maggiore volatilità dei rendimenti, ma anche la più elevata redditività media del portafoglio delle famiglie di Regno Unito e Stati Uniti sono spiegate da un'esposizione verso i mercati azionari superiore alla media, tramite il possesso diretto di azioni, soprattutto in Stati Uniti, ma anche indirettamente attraverso il gestito, che insieme pesano rispettivamente per il 66% e 73% della ricchezza finanziaria, contro il 41% medio del resto dei Paesi. I prodotti gestiti, oltre a rappresentare una quota particolarmente rilevante del portafoglio delle famiglie nei due Paesi anglosassoni, sono tra l'altro caratterizzati da un mix con una forte componente di azionario e di attività rischiose in genere, da cui ne deriva la maggiore varianza osservata dei rendimenti.

La bassa remunerazione storica degli *assets* delle famiglie giapponesi e tedesche è, d'altro canto, frutto del maggior grado di avversione al rischio delle stesse, che si riflette nel peso elevato dei depositi e, soprattutto per le seconde, in un gestito caratterizzato da investimenti poco rischiosi e finalizzati principalmente alla preservazione del capitale.

Non deve trarre in inganno, invece, il portafoglio oltremodo conservativo delle famiglie greche, investito per lo più in depositi. In realtà, il peso delle attività liquide era molto più basso in passato ed è salito in pochi anni dal 50% di fine 2007 al 73% di fine 2012, a causa, più che di una scelta allocativa forte da parte delle famiglie, della cattiva *performance* del resto degli *assets* (azioni e obbligazioni in primis, con molta probabilità caratterizzate da un elevato *home bias*) il cui valore è crollato in cinque anni del 60%.

Venendo all'Italia, la forte componente liquida e obbligazionaria, che rappresenta il 51% del portafoglio, unita ad investimenti in assicurazioni di tipo tradizionale²¹ (a loro volta fortemente orientati verso titoli a reddito fisso) e fondi comuni, anch'essi investiti per buona parte in comparti a basso rischio, hanno contribuito in passato a contenere la volatilità dei rendimenti, aiutando a preservare lo stock di ricchezza anche in situazioni di turbolenza dei mercati.

²⁰ I fondi pensione sono inclusi nelle assicurazioni vita per il Regno Unito. Per gli USA il dato delle azioni quotate include anche le non quotate, mentre nel caso del Giappone le quotate includono, oltre alle non quotate, le altre partecipazioni. Per l'Italia il TFR è incluso in Altro.

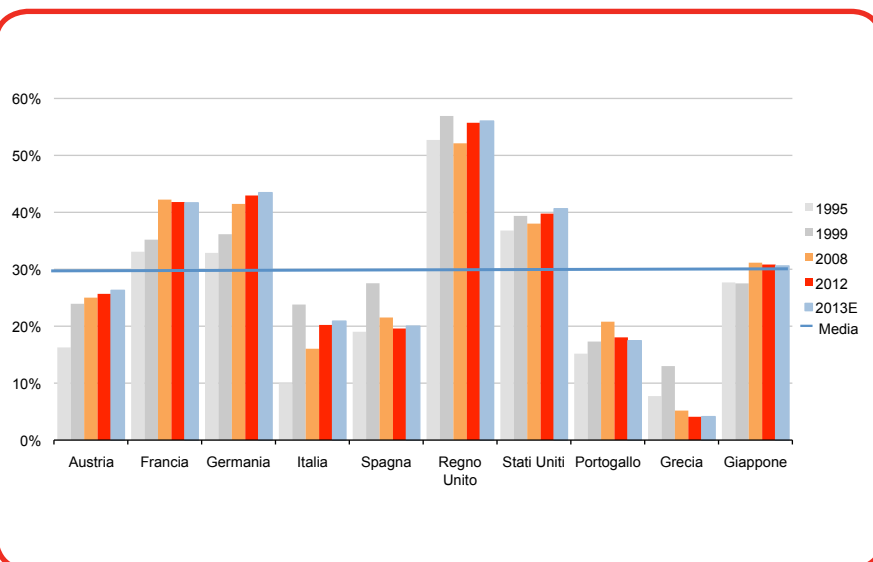
²¹ Pari al 9% delle attività finanziarie.

Ad accrescere la varianza complessiva del portafoglio ci hanno pensato soprattutto le azioni, e principalmente le non quotate, dato il loro peso significativo (pari al 18% delle attività totali). Restano bassi, invece, gli investimenti in fondi comuni e soprattutto in fondi pensione che, con la graduale normalizzazione dei mercati, meglio di altri strumenti potrebbero guardare al lungo periodo e al di fuori dei confini nazionali, offrendo la possibilità di un'esposizione al ciclo economico globale e, al tempo stesso, contenere il rischio sfruttando i benefici della diversificazione.

Su questo punto vale la pena soffermarsi anche per valutare il peso complessivo del gestito in Italia, che pur essendo risalito rispetto ai minimi toccati nel 2008, passando in 4 anni dal 16% al 20%, continua a rimanere a livelli decisamente più bassi rispetto alla media dei maggiori paesi dell'Europa continentale, per non parlare di Stati Uniti e Regno Unito, come rilevabile in Figura 19.

Figura 19:
Gestito in percentuale
alle attività finanziarie
delle famiglie²².

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e Banche Centrali.

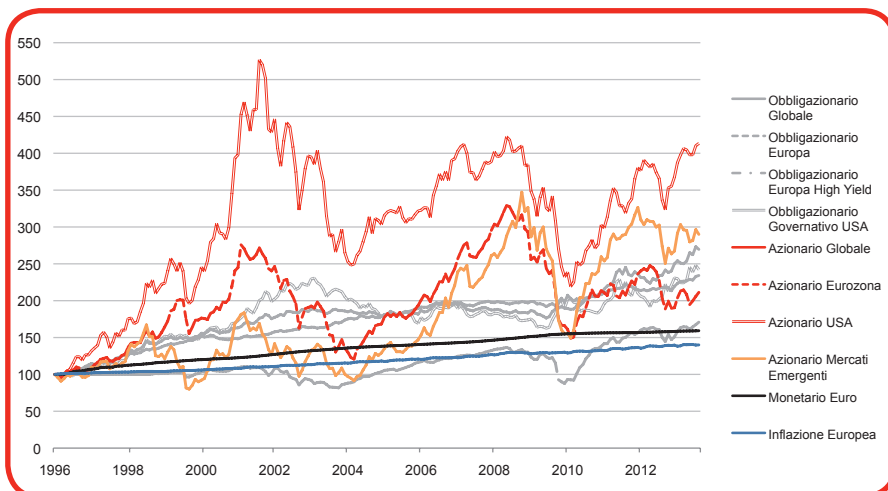


Ma quanto hanno differito in termini di performance nel recente passato diverse strategie di investimento?

Per rispondere a questa domanda abbiamo analizzato il rendimento realizzato in media dai fondi comuni venduti in Europa per alcune specifiche classi di investimento; i risultati sono illustrati in Figura 20.

Figura 20:
Andamento della
performance media²³
dei fondi per speci-
fiche classi di inve-
stimento da gennaio
1996 ad agosto 2013
(dati mensili - gennaio
1996=100)

Fonte: Elaborazioni su dati Morningstar.



²² Il gestito non tiene conto delle gestioni patrimoniali delle famiglie investite unicamente in titoli.

²³ Le performance sono al netto delle spese di gestione, mentre non sono considerate eventuali commissioni di ingresso ed uscita.

Considerando l'intero periodo gennaio 1996-agosto 2013, si evidenzia innanzitutto come tutte le diverse categorie di fondi azionari e obbligazionari abbiano generato un rendimento superiore a quello dei fondi monetari, l'investimento del resto a rischio minimo, che comunque ha ottenuto un apprezzamento complessivo del 60%, garantendo un rendimento superiore all'inflazione europea.

Le *performance* degli azionari (identificati in rosso e arancio in Figura 20) hanno registrato un andamento nel complesso crescente lungo l'arco temporale analizzato fatta eccezione per il crollo nei primi anni 2000 in corrispondenza della bolla *high-tech* e il crollo successivo in concomitanza della grande crisi, toccando un punto di minimo nei primi mesi del 2009 e da lì risalendo progressivamente. Di questi si nota la *sottoperformance* dell'azionario Eurozona (+210%): il comparto, negativamente influenzato dalla crisi che ha colpito l'area euro negli ultimi anni, ha realizzato un apprezzamento paragonabile agli obbligazionari ma con una volatilità tipica di un azionario.

La strategia di investimento che ha offerto la maggiore crescita del capitale investito nell'arco dei quasi 17 anni considerati è l'azionario USA (+410%), a scapito però di un'elevata volatilità, mentre l'azionario globale ha permesso comunque di generare un apprezzamento del 350%, a fronte di una più bassa esposizione al rischio. Infine, l'azionario mercati emergenti, caratterizzato da *performance* relativamente contenute sino al 2004, ha poi subito una forte accelerazione, sulla scorta della forte espansione delle economie in via di sviluppo, realizzato nel periodo un rendimento complessivo del 290%, seppur con una volatilità decisamente superiore rispetto alla media.

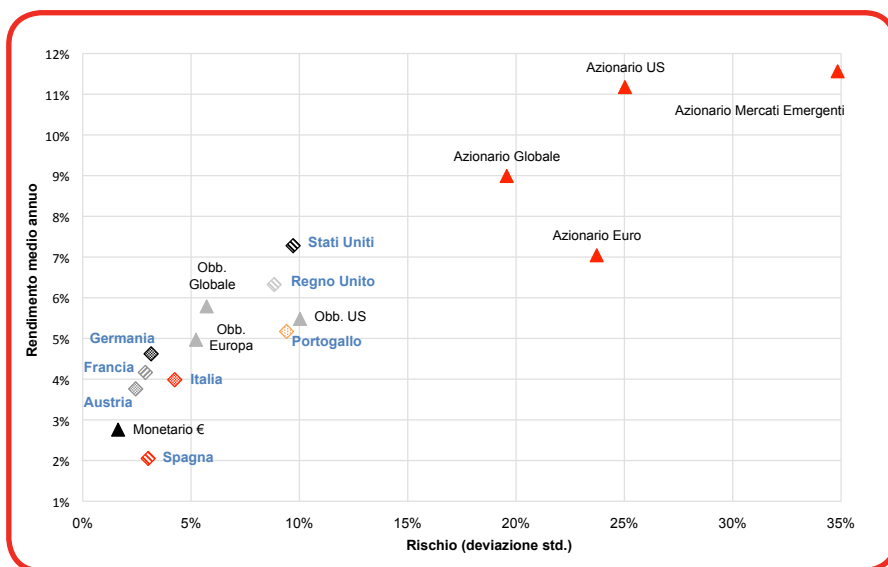
Nel comparto obbligazionario (identificato in grigio nella Figura 20), i fondi hanno offerto rendimenti più contenuti rispetto agli azionari ma sono stati associati ad una minore volatilità. E' inoltre interessante notare come, tra i fondi obbligazionari, quelli che hanno offerto una maggiore crescita del capitale investito siano stati quelli basati su indici globali (+270%), grazie anche ad una maggior diversificazione geografica. Strategie d'investimento focalizzate solo su Europa e Stati Uniti, hanno comunque realizzato ritorni interessanti, ottenendo nell'arco di tempo considerato un rendimento del 240% circa, con volatilità relativamente basse, soprattutto per il primo, essendo meno esposto all'oscillazione dei cambi. In coda all'interno del comparto obbligazionario vengono gli *high yield*, un mercato praticamente inesistente fino ai primi anni 2000 che ha offerto *performance* di tutto rispetto negli ultimi 10 anni, pur con un'elevata volatilità.

Ma come si confrontano questi dati con i rendimenti realizzati dai portafogli delle famiglie?

Per rispondere a tale quesito abbiamo messo a confronto il rendimento storicamente osservato (tra il 1996 e il 2012) delle attività finanziarie con la *performance* media annua realizzata dai fondi nelle diverse classi di investimento in precedenza considerate (ved. Figura 21).

Figura 21:
Rendimento medio complessivo²⁴ e rischio medio: attività finanziarie e classi di fondi comuni a confronto (1996-2012)

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, Banche Centrali, Morningstar.



Dalla Figura 21 si evince, innanzitutto, la rischiosità molto contenuta dei portafogli delle famiglie, frutto di un bilanciamento dell'esposizione tra liquidità, obbligazioni e azioni. Ad eccezione di Stati Uniti, Regno Unito e Portogallo, per il resto dei Paesi la volatilità del portafoglio delle attività finanziarie è rimasta sotto la soglia del 5%, a metà tra un fondo monetario e un obbligazionario Europeo. Il rendimento complessivo delle attività finanziarie appare del resto in molti casi, Italia compresa, decisamente inadeguato rispetto al rischio storicamente sopportato.

In particolare, le famiglie del Regno Unito e Portogallo hanno ottenuto in media un rendimento di poco superiore a un fondo obbligazionario globale, pur sopportando un rischio maggiore e, anche per Italia, l'esposizione al rischio rilevata (di poco inferiore a quella dell'obbligazionario Europa), avrebbe forse potuto permettere di realizzare un rendimento più alto. Stesse considerazioni per i portafogli aggregati delle famiglie spagnole, che hanno conseguito un rendimento più basso dei fondi monetari, pur sostenendo un rischio maggiore.

E' importante, dunque, che le famiglie, facciano delle scelte allocative tali da migliorare l'efficienza complessiva dei loro portafogli, ricercando la massimizzazione del rendimento per dato livello di rischio preso ad obiettivo. Non si tratta di un'operazione semplice, dovendo richiedere un livello di educazione finanziaria e una conoscenza dei mercati non indifferente; tuttavia, proprio per questo motivo, il fatto di poter far affidamento ad operatori professionali può essere d'aiuto. Da questo punto di vista le banche e i gestori di patrimoni dovranno essere pronti a raccogliere la sfida e a rilanciare un patto con i risparmiatori che deve essere basato sulla trasparenza e la fiducia.

²⁴ Il rendimento complessivo è stato calcolato come differenza tra la variazione annuale delle attività finanziarie e l'effetto flusso. A questo effetto "performance" è stato poi sommato l'effetto "reddito", legato ai flussi cedolari dividendi e altri proventi derivanti dal possesso di attività finanziarie, come rilevati dalla contabilità nazionale. Il rendimento così calcolato può contenere un effetto spurio dovuto al fatto che i flussi non avvengono tutti alla fine del periodo, ma si generano durante l'anno e possono essere essi stessi caratterizzati da un rendimento. I dati sono al lordo delle imposte. Sono escluse le azioni non quotate e partecipazioni.

2.2. Italiani comunque ricchi, nonostante tutto

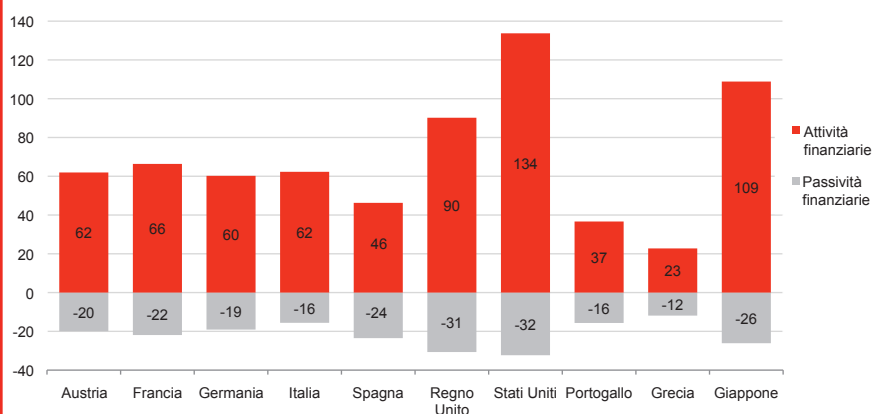
Come già evidenziato lo scorso anno nella prima edizione del rapporto, gli italiani rimangono comunque un popolo benestante, nonostante le difficoltà più recenti.

La ricchezza finanziaria di fine 2012 valutata in termini pro capite, rappresentata in Figura 22, ci porta ad un posizionamento perfettamente in linea con il resto dei maggiori Paesi dell'Europa continentale e, anzi, sembreremmo messi meglio nei confronti non solo delle famiglie spagnole, greche e portoghesi, ma anche rispetto a quelle tedesche e austriache. Solo i francesi possiedono una ricchezza finanziaria leggermente superiore in termini pro capite; tuttavia, se si tiene conto anche dell'indebitamento, la situazione si inverte, con l'Italia in prima posizione rispetto a tutti i Paesi dell'area euro considerati, con una ricchezza netta pro capite di 46.700 euro.

Figura 22:

Attività e passività finanziarie a livello pro capite nel 2012 (in migliaia di euro)

Fonte: Elaborazioni su dati di Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.



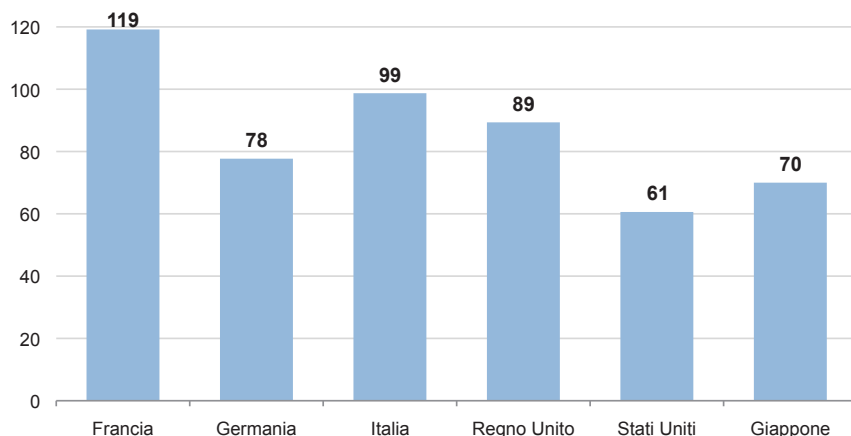
Nettamente più alte risultano, invece, le attività finanziarie pro capite nei due Paesi anglosassoni e Giappone, sia in termini lordi, che al netto delle passività, nonostante il più elevato indebitamento medio. Gli Stati Uniti mantengono il primato, con 101.400 euro di attività finanziarie nette pro capite, seguite da Giappone e Regno Unito. Conta per questo risultato anche il fatto che nei Paesi anglosassoni il sistema pubblico abbia avuto un ruolo relativamente minore nel finanziamento delle pensioni e che gli individui, da tempo, si siano rivolti alle istituzioni private per la loro vecchiaia, accumulando un notevole stock di ricchezza privata a questo scopo. Potendo tener conto del valore attuale delle pensioni pubbliche future, il *gap* rispetto ai Paesi dell'area euro molto probabilmente si colmerebbe, perlomeno in parte.

Ma le attività finanziarie sono solo una parte della ricchezza degli individui. Per valutare l'effettiva condizione delle famiglie è necessario guardare anche alle case e all'insieme delle cosiddette attività reali che includono, oltre agli immobili, i terreni, gli oggetti di valore ed eventuali macchinari ed impianti.

Figura 23:

Attività reali a livello pro capite nel 2012 (in migliaia di euro)

Fonte: Stime interne basate su dati di Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.



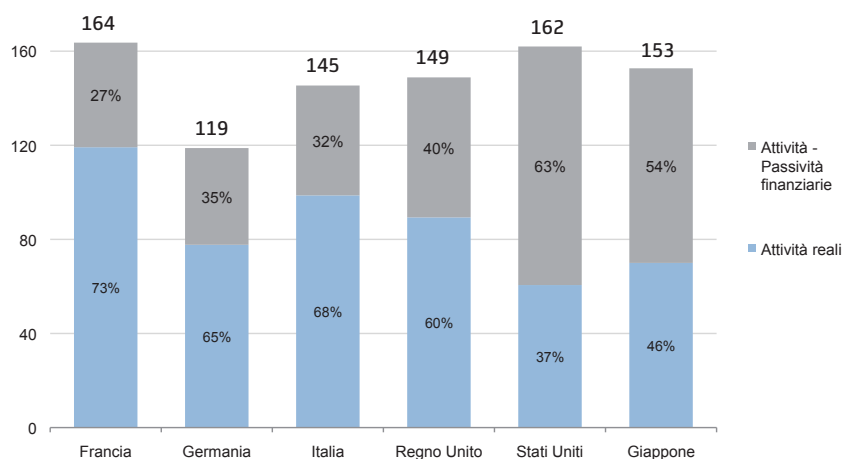
La Figura 23 mostra l'ammontare pro capite di questi beni tangibili. Anche in questo caso l'Italia, con un totale di attività reali per individuo di quasi 100.000 euro, si trova in un'ottima posizione, seconda solo alla Francia e davanti a Stati Uniti, Giappone, Germania e anche Regno Unito. Questa evidenza si concilia con la predilezione che gli italiani hanno sempre mostrato per gli investimenti in immobili (che a fine 2012 rappresentavano l'84% della ricchezza reale) ed è tra l'altro confermata dall'ampia diffusione della casa di proprietà; secondo l'Istat, infatti, solo il 18% delle famiglie in Italia vive in abitazioni prese in affitto.

L'elevato livello di ricchezza reale permette quindi all'Italia di migliorare ulteriormente il proprio posizionamento in termini di ricchezza netta²⁵, come evidenziato in Figura 24.

Figura 24:

Ricchezza netta a livello pro capite nel 2012 (in migliaia di euro)

Fonte: Elaborazioni e stime interne basati su dati di Banche Centrali e istituti di statistica nazionali.



²⁵ La ricchezza netta è data dalla somma tra attività reali e finanziarie al netto delle passività.

A fine 2012 le famiglie italiane, secondo le nostre stime interne, erano in possesso di una ricchezza netta pari a 8.700 miliardi di euro, corrispondenti a 145.000 euro pro capite: un valore decisamente superiore rispetto alla ricchezza complessiva in mano alle famiglie tedesche, e non molto lontano da britannici e giapponesi. In testa troviamo a sorpresa i francesi, con circa 164.000 euro di ricchezza netta pro capite, e solo in seconda posizione gli statunitensi, con 162.000 euro.

Andando alla sua allocazione, si rileva poi in Italia la forte componente relativa alle attività reali, pari al 68% della ricchezza netta, contro una media del 56% del resto dei paesi considerati e superati solo dalla Francia, con un peso al 73%.

I confronti effettuati rapportando la ricchezza netta alla popolazione rivelano dunque un quadro abbastanza confortante che dimostra l'esistenza di un consistente *buffer* di ricchezza cui le famiglie possono attingere in caso di difficoltà e che, al tempo stesso, deve essere sfruttato e fatto fruttare nel tempo.

Anche altri parametri generalmente utilizzati per valutare la ricchezza di un Paese, quali il reddito e il PIL, non solo confermano queste considerazioni, ma anzi portano a risultati ancor più sorprendenti. Nel 2012 la ricchezza netta delle famiglie italiane era pari a ben 8 volte il reddito disponibile, il dato più elevato in assoluto rispetto ai cinque Paesi considerati, caratterizzati da valori tra 7-7.5 volte (nel caso di Francia, Regno Unito e Giappone) e circa 5.5 volte il reddito (per Germania e Stati Uniti). Il risultato è, ovviamente, dipendente dall'entità e dall'andamento del denominatore, che porta ad "inflazionare" la ricchezza di quei Paesi in cui le famiglie sono caratterizzate da redditi bassi e/o in discesa, come nel caso dell'Italia, ma conferma l'esistenza di uno *stock* consistente rispetto alle attuali capacità di reddito delle famiglie.

In sostanza, come sistema finanziario siamo di fronte ad una grande sfida, ma anche ad un'enorme opportunità: le famiglie italiane, pur uscendo provate dalla crisi, restano patrimonialmente solide, con una ricchezza finanziaria in netto recupero e attività reali che, nonostante un mercato immobiliare sostanzialmente bloccato, mantengono il loro valore nel tempo. Se è vero che, per far ripartire il risparmio, è fondamentale la ripresa dell'economia e dei redditi, anche mediante l'attuazione di importanti riforme strutturali, è anche vero che una gestione efficiente della ricchezza può dare un contributo fondamentale per stabilizzare ed integrare i redditi delle famiglie.

Non solo, in un contesto di ripresa, una maggiore esposizione a quelle attività legate al ciclo economico, se opportunamente diversificate, anche mediante prodotti gestiti professionalmente, permetterebbe alle famiglie da un lato di ottenere un rendimento più adeguato in un'ottica di medio-lungo periodo e dall'altro potrebbe contribuire a finanziare la crescita stessa, veicolando risorse preziose verso il tessuto imprenditoriale nazionale. Da questo punto di vista, anche gli investitori istituzionali sono investiti di un compito fondamentale che è quello di fare da ponte tra le famiglie e le imprese, in modo da convogliare la ricchezza verso degli investimenti a maggiore potenziale di crescita e da lì contribuire ad una nuova fase di sviluppo per il Paese.

2.3. Il ruolo del risparmio nel finanziamento del tessuto produttivo

Nella parte finale di questo capitolo si vuole provare a collegare il tema del risparmio e della ricchezza delle famiglie con quello delle modalità di finanziamento del tessuto imprenditoriale. Nello specifico, esistono potenzialità legate ad un utilizzo “produttivo” del risparmio e della ricchezza, attraverso strumenti di investimento che rafforzino la struttura finanziaria delle imprese. In Italia, infatti, elevati livelli di ricchezza delle famiglie, peraltro poco esposte al debito, non si accompagnano ad un adeguato livello di patrimonializzazione delle imprese, che risultato ancora poco inclini all'utilizzo del mercato dei capitali (Figura 25) e molto dipendenti dall'indebitamento bancario, specie in un confronto con i principali Paesi manifatturieri dell'Eurozona quali Francia e Germania così come si evince dalla Figura 26.

Figura 25:
Capitalizzazione di
borsa delle società non
finanziarie (valori in %
al PIL)

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e
Datastream.

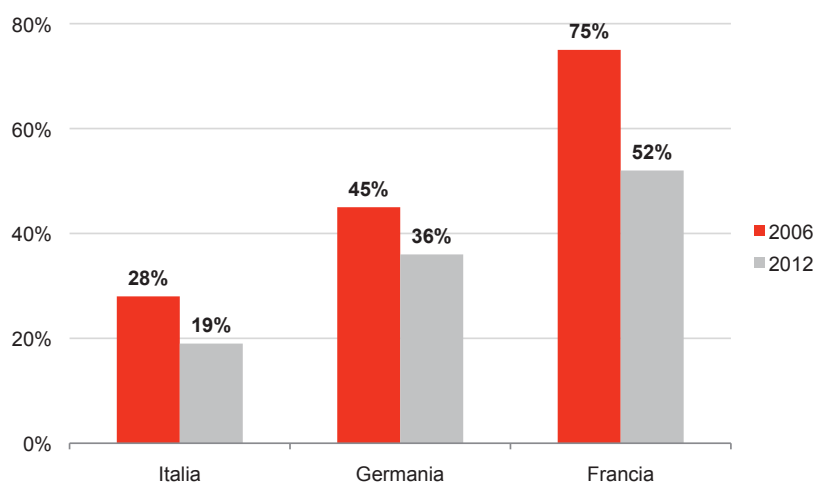
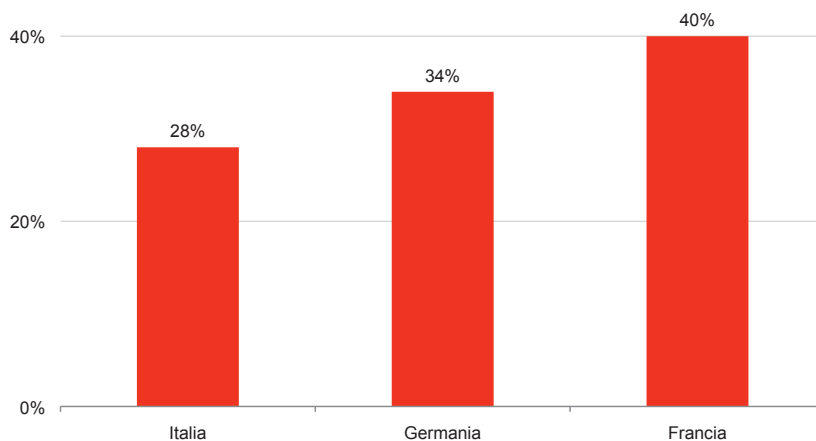


Figura 26:
Capitale proprio in
rapporto al totale attivo
medie imprese 2011
(valori in %)

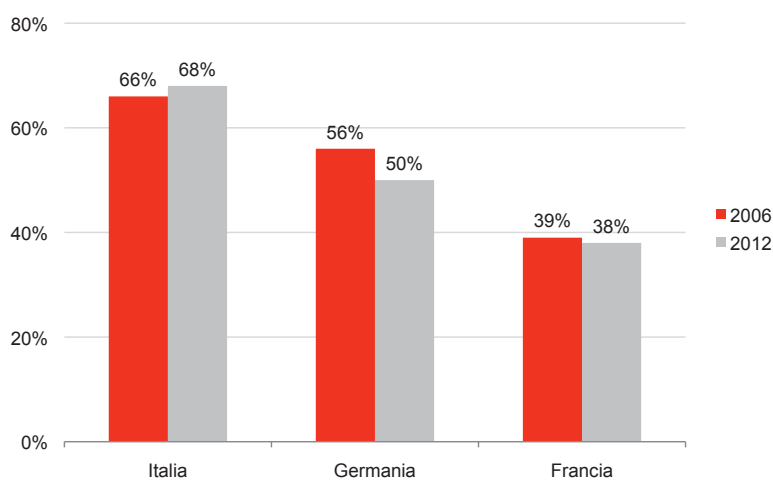
Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia,
bilanci Orbis – Bureau Van Dick.



In particolare, le imprese italiane si caratterizzano per una forte dipendenza dal credito bancario (Figura 27), specialmente se confrontata con quelle di Francia e Germania, una bassa incidenza della raccolta obbligazionaria, livelli elevati d'indebitamento e per una significativa esposizione verso passività a breve termine. Quest'ultimo aspetto risulta ancor più pronunciato per le aziende di minori dimensioni, orientate verso strumenti finanziari meno adatti a sostenere i progetti di investimento a più lunga scadenza necessari per la crescita aziendale.

Figura 27:
Debiti bancari su debiti finanziari per società non finanziarie (valori in %)

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia, bilanci Orbis – Bureau Van Dick.



Se a questo quadro, legato alla modesta capacità delle imprese di finanziarsi attraverso mezzi propri, si aggiunge una minore maturità del mercato dei capitali, sia per ciò sia riguarda *l'equity* sia per le emissioni obbligazionarie, è facile comprendere come il ricorso al credito bancario risulti la strada più spesso intrapresa dalle aziende per finanziarsi. E' dunque importante individuare opportuni canali attraverso i quali veicolare il risparmio per il finanziamento degli investimenti produttivi delle PMI, non solo indirettamente (attraverso depositi bancari, fondi etc.) ma anche direttamente tramite *minibond*, obbligazioni corporate e azioni. Su questo tema è intervenuto lo stesso Governatore di Banca d'Italia Ignazio Visco nelle Considerazioni Finali della Relazione Annuale del 2012: "L'attività delle banche nell'allocatione delle risorse deve trovare complemento in un più ampio sviluppo dei mercati dei capitali. Per le imprese, i bassi livelli di patrimonializzazione e la stretta dipendenza dal credito bancario quale fonte pressoché unica di finanza esterna rappresentano un elemento di fragilità nel breve termine, un freno alle potenzialità di sviluppo".

A questo proposito, di recente sono stati approvati una serie di provvedimenti legislativi che mirano ad ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, anche e soprattutto di media e piccola dimensione. In particolare, le nuove misure introducono condizioni più favorevoli per l'emissione di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio lungo termine (obbligazioni e titoli simili, obbligazioni partecipative subordinate), con il supporto di *"sponsor"* che assistono gli emittenti e fungono da *"market maker"*²⁶, garantendo liquidità dei titoli. Nello specifico, la *nuova regolamentazione* del credito non bancario promossa dai recenti provvedimenti e bozze di legge²⁷ dovrebbe poter veicolare nuove risorse finanziarie verso le imprese attraverso il canale dei cosiddetti mini-bond e colmare il ritardo che il sistema produttivo italiano ha nei confronti di questa fonte di finanziamento rispetto agli altri Paesi europei. L'aspetto che riguarda il risparmio è ovviamente quello legato alla capacità di coinvolgere, almeno in un primo momento, i principali investitori istituzionali nella sottoscrizione di tali prodotti. Le norme in via di approvazione consentiranno, infatti, a compagnie

²⁶ Con il termine market maker si intende un operatore finanziario specializzato che garantisce la negoziabilità continua dei titoli.

²⁷ Si vedano il decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 (c.d. "Decreto Crescita", convertito con modificazioni nella legge 7 agosto 2012, n. 134) ed il decreto legge n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. "Decreto Crescita Bis", convertito con modificazioni nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) del governo Monti e alcune misure inserite nella bozza del Decreto del fare 2 dell'attuale governo.

assicurative e fondi pensione di compiere investimenti in obbligazioni e mini-bond non quotati e quote di fondi che investono principalmente in mini-bond e/o strumenti che derivano da cartolarizzazioni, anche se privi di *rating*. La costruzione del nuovo quadro regolamentare dovrà quindi favorire l'incontro tra le esigenze di nuova finanza da parte delle imprese e la possibilità di veicolare il risparmio a strumenti che abbiano un profilo di rischio-rendimento adeguato per i sottoscrittori.

PARTE TERZA

IL RISPARMIO E LA RICCHEZZA DELLE REGIONI ITALIANE²⁸

²⁸ Le analisi qui contenute si basano sulle stime del risparmio e della ricchezza a livello territoriale di Prometeia.

3.1 Il risparmio a livello territoriale

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di analizzare l'evoluzione dei flussi di risparmio, di reddito e di consumo secondo una prospettiva territoriale ed evidenziare comportamenti differenziati nelle diverse aree economiche del Paese, in uno scenario ancora contraddistinto da una debolezza del ciclo economico.

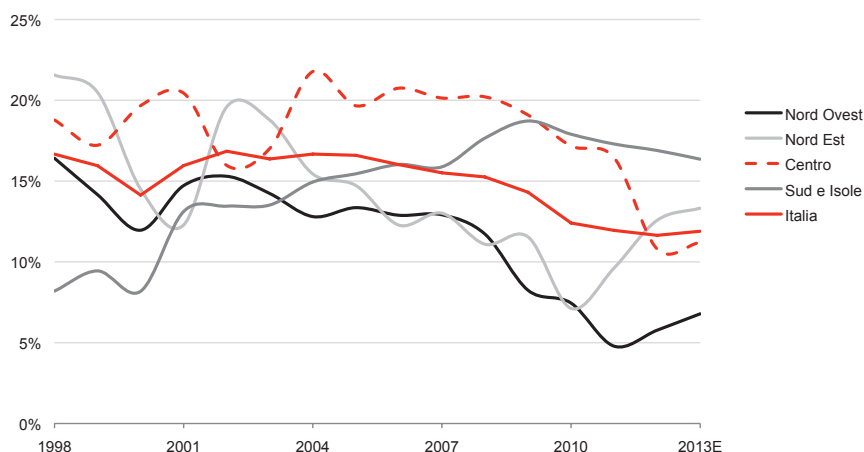
Consideriamo innanzitutto la propensione al risparmio, calcolata come rapporto tra risparmio lordo e reddito disponibile e riportata in Figura 28. Il Mezzogiorno si conferma l'area con i livelli più elevati, e seppure i valori del 2012 e quelli attesi nel 2013 indichino una flessione, il dato di propensione al risparmio dovrebbe mantenersi ben sopra la media nazionale. Per le altre aree l'anno in corso sembra al momento indicare un aumento generalizzato della propensione al risparmio, confermando quindi la tendenza del 2012 con la sola eccezione del Centro che proprio nel 2012 ha sperimentato una forte flessione. In particolare, si conferma in crescita anche la propensione al risparmio nel Nord Ovest dopo un periodo di progressiva flessione dal 2007 al 2011; come sarà più evidente nella parte successiva di questo paragrafo e nel seguente, le famiglie di quest'area avevano negli anni passati compensato la flessione dei redditi attingendo agli elevati *stock* di ricchezza accumulata, per mantenere invariato il livello di consumo.

Anche alla luce delle indicazioni provenienti dall'andamento dei redditi, si rafforza la convinzione che le famiglie italiane stiano attualmente comprimendo ulteriormente i consumi e rafforzando la natura precauzionale del risparmio.

Figura 28:

Propensione al risparmio (valori in %)

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia.



Al fine di comprendere in maniera più profonda le dinamiche sottostanti l'andamento del risparmio occorre rivolgere l'attenzione alle caratteristiche dei flussi da cui tale risparmio si origina, vale a dire il reddito e i consumi.

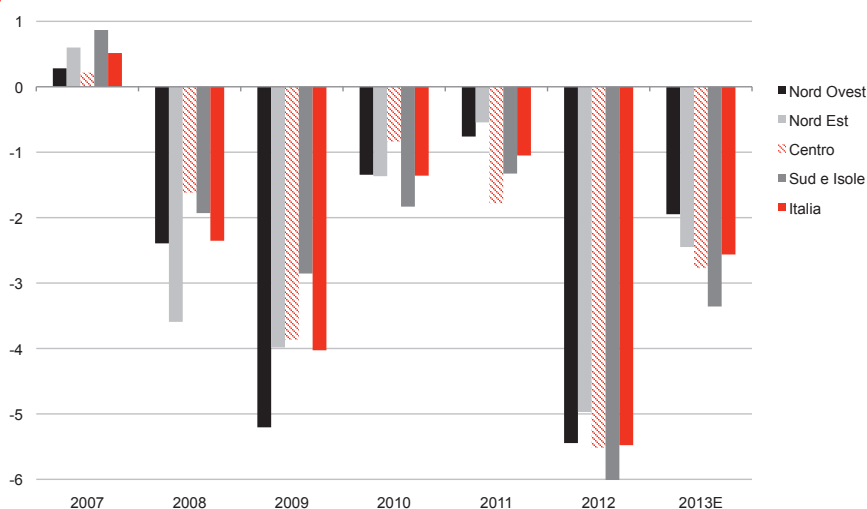
La dinamica dei redditi, misurata in termini reali, è stata fortemente condizionata negli ultimi anni dalle ripercussioni della crisi economico-finanziaria che ha investito con particolare forza i paesi periferici della zona euro. In particolare, come mostra la Figura 29, nel 2012 il reddito reale disponibile pro capite ha registrato a livello aggregato nel corso dell'anno una flessione complessiva per l'Italia del 5,5%, con punte negative nel Mezzogiorno, dove tale valore ha superato il 6%. Guardando invece

agli anni tra il 2007 e il 2011, a colpire è specialmente la contrazione del reddito disponibile del Nord Ovest (in particolare nel 2009), legata soprattutto alla componente dei redditi da capitale netti, maggiormente sensibili al ciclo economico. Su questo punto è opportuno soffermarsi, data la presenza di eterogeneità nella struttura produttiva e nei comportamenti economici tra le diverse aree del Paese. Alcuni studi²⁹ hanno correttamente sottolineato come durante la prima fase della crisi (2008-2011) il maggiore peso del terziario e della pubblica amministrazione sull'economia del Mezzogiorno abbia determinato una flessione del valore aggiunto meno intenso rispetto alla media nazionale. Inoltre, la minor esposizione al debito delle famiglie meridionali e una ricchezza più concentrata in attività liquide e meno rischiose hanno ridotto l'impatto della crisi. Detto in altri termini, la maggiore propensione ad effettuare investimenti meno rischiosi (depositi postali, ad esempio) ha mitigato la perdita dei portafogli finanziari. Tuttavia, il 2012 e il 2013 stanno indicando l'emergere di una nuova tendenza. Le politiche di forte contenimento della spesa pubblica mostrano i loro effetti sui redditi di quelle aree ad esse maggiormente esposte (i.e. il Mezzogiorno, come detto in precedenza). Inoltre, il graduale miglioramento delle prospettive dei mercati finanziari, sia nella loro componente obbligazionaria sia azionaria, sta adesso accelerando il recupero dei redditi da capitale, soprattutto per i portafogli di attività caratterizzati da una più elevata esposizione al rischio. Anche alla luce di quest'aspetto si spiega per il 2013 una stima di flessione del reddito più contenuta del Nord Ovest (-1,9%) rispetto alla media nazionale (-2,6%).

Figura 29:

**Andamento tendenziale
del reddito reale lordo
disponibile pro capite
(valori in %)**

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia.



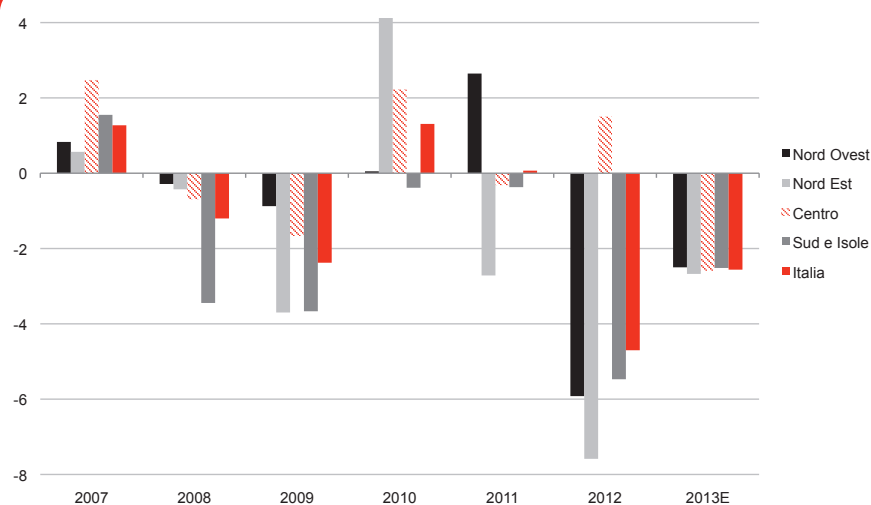
Guardando adesso alla dinamica dei consumi pro capite riportata in Figura 30, anch'essi per omogeneità misurati in termini reali, si nota un valore medio riferito al periodo 2008-2012 negativo per il paese nel suo complesso (-1,4%), con un valore massimo registrato al Centro pari a -0,2%, e un minimo nel Mezzogiorno pari al -2,7%. L'elevato saggio di risparmio che caratterizza le regioni meridionali sembra quindi imputabile alla dinamica estremamente prudente dei consumi, il che avvalorava l'ipotesi di un'incapacità di confermare precedenti livelli di spesa più che dimostrazione di miglioramento della condizione economica. Le famiglie meridionali prima e ancor più ora, in conseguenza della profonda recessione in atto, mostrano comportamenti di consumo in parte differenti da quelli delle altre aree.

²⁹ Sassaroli P. e Tartamella F., "Le conseguenze della crisi economica sul reddito disponibile delle famiglie nelle diverse regioni italiane", XXXIII Conferenza italiana di scienze regionali, ISTAT (2011).

Le analisi contenute in diverse pubblicazioni³⁰ sottolineano infatti come tra il 2000 e il 2010 le famiglie meridionali abbiano destinato una quota sempre maggiore della spesa mensile a consumi incompressibili come ad esempio quelli alimentari e quelli legati ad utenze domestiche ed energia, a fronte di una contrazione in altre voci di spesa rinviabili o relative a beni che non soddisfano bisogni primari e al tempo libero. La propensione al consumo delle famiglie meridionali potrebbe essere stata influenzata negativamente dalla percezione di una maggiore incertezza sulle prospettive future.

Figura 30:
**Andamento tendenziale
del consumo reale pro
capite (valori in %)**

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia.



³⁰ Si veda ad esempio, Cinti E. e Neri S., "I consumi nella grande crisi: le tendenze regionali recenti" XXXIII Conferenza italiana di scienze regionali Prometeia (2012).

3.2 La ricchezza finanziaria a livello territoriale

Ultimata l'analisi del risparmio e delle dinamiche che ne determinano la formazione, il presente paragrafo si concentra, in ottica territoriale, sugli stock di ricchezza finanziaria, sulla loro evoluzione e sulla loro composizione. Vengono inoltre fornite alcune indicazioni in merito al peso delle attività reali, in particolare quelle immobiliari, sul totale della ricchezza detenuta dalle famiglie.

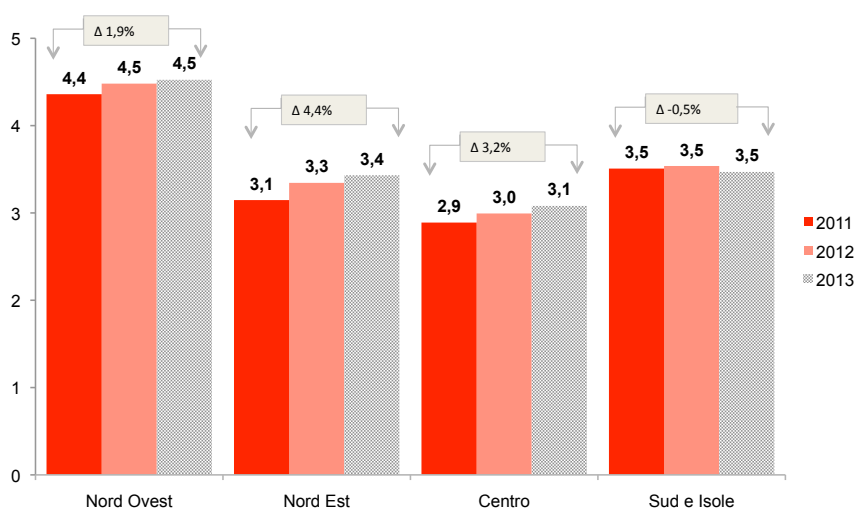
La ricchezza finanziaria rimane concentrata in Italia nelle regioni del Nord, le cui famiglie detengono una quota sul totale stabilmente superiore al 60%. Questo aspetto consente di comprendere in maniera più profonda anche i comportamenti di consumo di cui al paragrafo precedente. Il maggiore stock di ricchezza accumulato nelle regioni settentrionali rappresenta, di fatto, una modalità di integrazione del reddito da lavoro nelle sue diverse forme e contribuisce a mantenere più stabile il livello di consumi anche in momenti meno favorevoli del ciclo economico.

Un aspetto di sicuro interesse, che val la pena enfatizzare, è quello legato alla tenuta dei livelli di ricchezza, nonostante la debolezza del ciclo economico domestico. Infatti, gli stock di ricchezza finanziaria delle famiglie italiane si sono confermati una riserva di valore più che stabile, incrementando il loro peso rispetto al reddito disponibile come raffigurato in Figura 31. Guardando alle singole aree geografiche, si distingue il Nord Est (crescita composta media annua del 4,4%), il Centro (3,2%) e il Nord Ovest (1,9%, con tuttavia livelli di ricchezza sensibilmente più elevati rispetto alle altre aree). Come già anticipato in precedenza, a spiegare tale andamento è la composizione dei portafogli, così come riportata in Figura 32, che hanno beneficiato di una progressiva normalizzazione dei mercati finanziari e dell'attenuazione delle tensioni legate all'andamento dei tassi di interesse sui titoli di Stato. Inoltre, la diversificazione e la maggiore complessità delle strategie di investimento delle famiglie del Nord hanno favorito un recupero degli stock di ricchezza.

Figura 31:

**Ricchezza finanziaria
in rapporto al reddito
disponibile (CAGR valori
in %)**

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia.



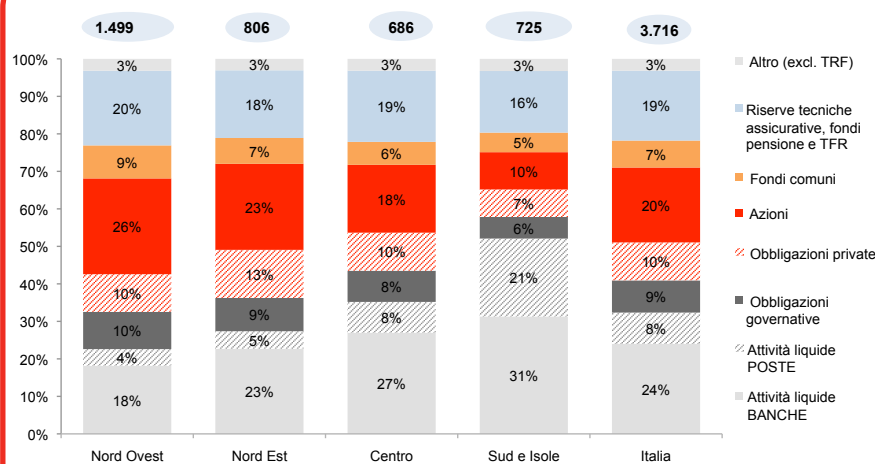
Al contrario, l'area del Mezzogiorno continua a manifestare una forte propensione per investimenti legati alla liquidità, come dimostra l'oltre 50% della ricchezza detenuta in depositi sia bancari sia postali. Ne risulta un'esposizione di portafoglio complessiva orientata verso strumenti finanziari semplici, con un profilo di rischio contenuto ma conseguentemente anche poco remunerativi. Se una tale strategia ha consentito di proteggere meglio la ricchezza in fasi di turbolenza dei mercati, non è detto che essa rappresenti la scelta ottimale in un contesto di graduale normalizzazione degli stessi. Infatti, una maggiore esposizione verso strumenti professionali di gestione del risparmio (come i fondi d'investimento o le riserve tecniche delle polizze assicurative), presenti principalmente nei portafogli dei risparmiatori del Nord Ovest, dovrebbe garantire un rendimento del capitale più adeguato su un orizzonte di tempo di medio lungo periodo.

Un'interpretazione delle scelte d'investimento delle famiglie del Mezzogiorno è contenuta in Leva (2009)³¹. Secondo l'autore, la gestione di un portafoglio di attività rischiose richiede un maggiore utilizzo di informazioni rilevanti (costi di transazione, rendimenti attesi delle attività e loro volatilità), la cui facilità di accesso e capacità di interpretazione può contribuire ad ampliare il livello di partecipazione al mercato. Sembra dunque emergere per i risparmiatori del Sud una maggiore necessità di cultura finanziaria, che favorisca una maggiore diversificazione dei portafogli e orienti maggiormente gli investitori verso prodotti più sofisticati. Un secondo fattore chiave sono i rischi non diversificabili (i cosiddetti *background risk*), ovvero quei rischi tipicamente non assicurabili, al cui aumentare viene presumibilmente ridotto o posticipato l'investimento in attività rischiose. Tra le fonti di rischio un ruolo centrale è da attribuirsi all'incertezza sui futuri redditi da lavoro dipendente e/o sull'andamento di un'attività imprenditoriale, con differenze territoriali che si riflettono in un'allocazione più prudente della ricchezza nel Mezzogiorno rispetto al resto d'Italia.

Figura 32:

Ripartizione della ricchezza per macroaree anno 2012 (valori in miliardi)

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia.



Per completare l'analisi sulla ricchezza e meglio comprenderne i meccanismi di diversificazione, può essere utile esaminare quello che è il peso delle attività reali all'interno del portafogli. I dati presentati in Figura 33 mostrano come gli immobili rappresentino una quota significativa della ricchezza complessiva delle famiglie (52% il valore complessivo per l'Italia); guardando poi alla ripartizione regionale, la percentuale di ricchezza detenuta in immobili appare più significativa per le regioni del Centro e quelle del Sud. Tale preferenza per gli immobili delle famiglie italiane riflette l'elevata quota di case di proprietà, che raggiunge i livelli più elevati principalmente nelle regioni del Mezzogiorno (Figura 34).

³¹ Leva L., "Le scelte finanziarie delle famiglie nelle macro aree territoriali italiane: la decisione di investire in attività finanziarie rischiose" in Mezzogiorno e Politiche Regionali, Seminari e convegni, Workshops and Conferences, Banca d'Italia (2009).

Pur non volendo esprimere un giudizio di merito sulla ripartizione della ricchezza tra attività reali e finanziarie, anche alla luce di quanto visto per gli altri paesi (Paragrafo 2.2, Figura 24), tale composizione potrebbe essere dovuta allo scarso interesse che nel corso degli anni le famiglie italiane hanno manifestato nei confronti delle principali alternative di investimento finanziarie e bancarie. Tuttavia mercati dei capitali più efficienti e aperti potrebbero nel corso dei prossimi anni determinare dei cambiamenti sostanziali nelle scelte di investimento delle famiglie. Al contempo il mercato immobiliare potrebbe determinare un ingresso progressivo e via via crescente di investitori interessati a grandi portafogli residenziali, come enti previdenziali e compagnie di assicurazioni al momento meno presenti in Italia rispetto ad altri paesi europei (i.e. Germania, Svizzera, Regno Unito).

Figura 33:

Ricchezza immobiliare in % alla ricchezza totale

Fonte: Elaborazioni su dati Prometeia e Banca d'Italia.

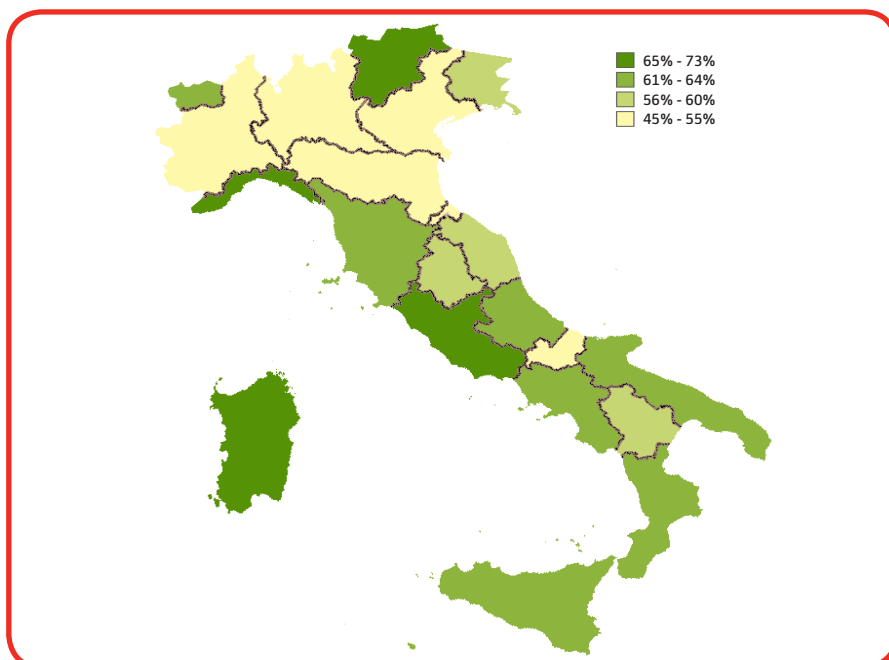


Figura 34:

Famiglie con casa di proprietà

Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT.

