

Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani **2016**

**Tassi bassi e volatilità,
si ritorna al mattone**

Torino, 21 luglio 2016

L'edizione 2016 dell'*Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani* scaturisce dalla collaborazione – iniziata con l'edizione 2011 – tra Intesa Sanpaolo e il Centro Einaudi. La definizione del progetto è stata condivisa con Gregorio De Felice e Maria Giovanna Cerini, della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. Il coordinamento si deve ad Anna Maria Gonella, l'impaginazione e la cura dei testi a Concetta Fiorenti (Centro Einaudi). Chiude il volume una nota metodologica della Doxa, che ha realizzato l'indagine campionaria su 1.011 famiglie e su 567 piccoli investitori tra il 20 gennaio e il 10 febbraio 2016.

L'*Indagine* si avvale delle serie storiche di dati derivanti dal *Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* realizzato – dal 1984 al 2009 – dal Centro Einaudi in collaborazione con BNL-Gruppo BNP Paribas. Il Centro Einaudi ringrazia BNL-Gruppo BNP Paribas per averne autorizzato l'uso.

© 2016 Centro di Ricerca e Documentazione “Luigi Einaudi”

Intesa Sanpaolo
Via Romagnosi 5 – 20121 Milano
e-mail: info@intesasanpaolo.com
<http://www.group.intesasanpaolo.com>

Centro di Ricerca e Documentazione “Luigi Einaudi”
Via Ponza 4 – 10121 Torino
e-mail: segreteria@centroeinaudi.it
<http://www.centroeinaudi.it>

Prima edizione: luglio 2016
Stampa: Agema Corporation – Italia

Indice

Presentazione di Gregorio De Felice	V
--	---

Capitolo 1

L'Italia ritrova la crescita, in mezzo a mercati finanziari turbolenti

di Giuseppe Russo

1.1. L'economia globale rallenta nel 2015, ma l'intervento delle banche centrali scongiura la recessione	1
1.2. L'economia italiana ritorna a crescere	3
1.3. I settori della ripresa	6
1.4. La vera ripresa crea occupazione lentamente	7
1.5. Mercati finanziari in altalena, rendimenti compressi, ma portafogli ancora in positivo nel 2015	8

Capitolo 2

Il reddito, il consumo e il risparmio tra la crisi e la ripresa: l'attesa prudente

di Pier Marco Ferraresi

2.1. L'inizio del sentiero della ripresa	13
2.2. La crisi non è ancora diventata un ricordo	13
2.3. Riprendere a crescere in un contesto strutturale difficile	16
2.4. Il reddito tra sobrietà e incertezza	21
2.5. Consumi: la prudenza si consolida, ma cambiano le aspettative	27
2.6. Il risparmio manda segnali ambigui	31
2.7. Pensare alla vecchiaia non è l'unico problema dei giovani: il risparmio previdenziale	38
2.8. La casa riparte, forse	44
2.9. L'attesa prudente	50

Capitolo 3

Investimenti congelati e investitori liquidi: l'effetto dei tassi a zero

di Gabriele Guggiola

3.1. Sempre di più la sicurezza prevale sul rendimento	53
3.2. Educazione finanziaria, il vero gap da colmare	56
3.3. Come si affrontano i rendimenti a zero?	60
3.4. Gli obbligazionisti prendono le distanze dai bassi rendimenti	61
3.5. L'onda del risparmio gestito non si placa in valore, ma la crisi ha determinato la polarizzazione di questi investimenti	66
3.6. Azionisti: pochi, ma esperti, consapevoli e internazionalizzati	70
3.7. I tassi a zero e i rischi di mercato aumentano la domanda di liquidità e fanno crescere i depositi	74
3.8. Tra i servizi aggiuntivi si fanno strada le assicurazioni, concorrendo a rinnovare la soddisfazione per le banche	76
3.9. L'Internet banking rallenta, mentre i pagamenti su Internet cresceranno	78

Capitolo 4

La deflazione e la nuova primavera della casa di Giuseppe Russo

4.1. Breve storia dell'inflazione e della deflazione in Italia	83
4.2. Il nuovo habitat di investimento dei risparmiatori italiani	85
4.3. Caratteristiche degli intervistati della monografia	86
4.4. Le case al centro della monografia	88
4.5. Il bagaglio psicologico degli acquirenti potenziali delle case	88
4.6. Con la deflazione convive la paura soggettiva dell'inflazione	93
4.7. Strategie di diversificazione degli investitori in presenza di deflazione	97
4.7.1. Inflazione e deflazione: storia e rischi per chi investe il denaro	97
4.7.2. Più case o più liquidità? La scelta che divide il campione, in tempi di deflazione	99
4.7.3. Risk upsider: il gruppo degli investitori che potrebbero rischiare di più	102
4.7.4. Oro, preziosi, arte, collezionismo: le possibili scelte di chi ha paura o vuole distinguersi	103
4.7.5. Contro la deflazione, il 7 per cento investirebbe in un'attività propria	105
4.8. Una casa per calcolo e per ambizione	105
4.8.1. Soppesando i vantaggi antichi e nuovi dell'acquisto immobiliare	105
4.8.2. Il riavvicinamento tra investitori e case, in sei tappe logiche	108
4.8.3. L'affitto cerca il riscatto dalla serie B	111
4.9. La tiepida primavera della seconda casa	114
4.10. La casa dei sogni e il fisco sotto l'albero	117

Conclusioni

Uscendo dalla crisi, gli investitori ripensano alle case di Giuseppe Russo

1. La lunga crisi si è consumata	121
2. Una ripresa lenta, fondata su uno stile più sobrio	121
3. La difesa del capitale è sempre la priorità	122
4. Il risparmio gestito si fa più spazio, con meno investimenti diretti nelle azioni e nelle obbligazioni	123
5. Un extra sondaggio di 567 piccoli investitori sugli impieghi del denaro quando la deflazione azzerava i tassi	123
6. Le case e i depositi liquidi polarizzano i comportamenti	124
7. Le scelte più rischiose e alternative sono marginali	124
8. La primavera della casa, basata sul calcolo ma anche su bisogni e ambizioni	125
9. Investire in case da dare in affitto non conviene ancora	126
10. Le fotografie di famiglia	126

Appendice statistica	129
-----------------------------	-----

Nota metodologica a cura della Doxa	153
--	-----

Gli autori dell'Indagine 2016 sul Risparmio	163
--	-----

Presentazione

La scelta degli elettori britannici di uscire dall'Unione Europea rappresenta una violenta scossa per le istituzioni europee e per i governi dei Paesi membri. Al momento in cui scriviamo, gli sviluppi politici nel Regno Unito e nelle principali cancellerie europee appaiono ancora molto incerti, ma è fuor di dubbio che a un simile trauma si possa e si debba reagire in maniera positiva.

Le insoddisfazioni di milioni di cittadini europei (non solo britannici) non possono essere ignorate: non si può però pensare di distruggere una casa quando si ha in mente di ristrutturarla e di renderla più accogliente o funzionale ai propri bisogni. Questa è la grande sfida cui la politica europea deve dare risposta: offrire a oltre 500 milioni di cittadini migliori prospettive di crescita e di occupazione e garantire adeguati investimenti nelle infrastrutture materiali e non. La competizione tra aree economiche si basa sempre meno sul costo del lavoro, mentre sono cruciali le competenze professionali: investire nella formazione e accrescere il capitale umano significa porre oggi le premesse per il mantenimento di condizioni di vantaggio competitivo che si perpetueranno nel futuro. La capacità di ricreare un'Europa autorevole, influente e portatrice di una visione per il futuro appare oggi una condizione indispensabile per contrastare le spinte disgreganti dei populismi.

La reazione all'esito del referendum inglese si è concretizzata, nell'immediato, in forti tensioni delle Borse mondiali: molti investitori hanno interpretato l'abbandono dell'UE da parte del Regno Unito come foriero di una recessione estesa a diverse aree economiche. Gli elementi di tensione sicuramente non mancano: il commercio internazionale è oggi meno brillante che in passato, il processo di delocalizzazione delle attività produttive è rallentato e, con esso, gli investimenti. Ma tra tassi di crescita mondiali attesi attorno al 3 per cento e una recessione globale, il passo è lungo. Nel caso dell'Italia, stime preliminari anticipano un impatto negativo della Brexit pari allo 0,3 per cento sul tasso di crescita del PIL nel 2017. L'effetto sull'export appare tutto sommato limitato, mentre preoccupa la possibilità che l'incertezza innescata dal referendum si traduca in un aumento persistente dell'avversione al rischio, peggiorando gli spread sui titoli governativi e del settore privato.

Lo shock legato all'affermazione del Leave ha sottolineato i limiti del progetto di Unione Bancaria che, in assenza di un sistema europeo di garanzia dei depositi, rimane incompleto ed espone il risparmio delle famiglie alle conseguenze di eventi destabilizzanti.

Negli ultimi anni, *l'Indagine sul Risparmio e le scelte finanziarie degli italiani* ha messo chiaramente in luce gli effetti che la crisi del 2007-2010 e le conseguenti manovre di aggiustamento – dall'aumento dell'imposizione fiscale alla riforma delle pensioni – hanno prodotto sui bilanci famigliari, in termini di erosione del reddito disponibile, di ripensamento degli stili di vita e di ridimensionamento dalla capacità di risparmio. Appare quindi inaccettabile che un evento esogeno possa vanificare i sacrifici compiuti, mettendo nuovamente a rischio la ricchezza delle famiglie.

L'eredità della crisi pesa anche sugli intermediari bancari, soprattutto in termini di accumulo dei crediti deteriorati. La crescita delle sofferenze, che rappresenta oggi il principale elemento di vulnerabilità del sistema bancario italiano, è la conseguenza inevitabile di un modello di intermediazione basato su uno stretto legame con le imprese e l'economia reale e, soprattutto,

to, di una normativa fallimentare che implica tempi di recupero dei crediti sensibilmente più lenti rispetto ai maggiori partner europei. La via d'uscita per il nostro Paese passa necessariamente attraverso una maggiore crescita economica, la riduzione dei tempi di recupero del credito deteriorato e le riforme: parte di queste ultime è già stata avviata (sono esempi le riforme delle popolari e del credito cooperativo, o le modifiche alla legge fallimentare), ma occorrerà tempo prima che se ne percepiscano realmente gli effetti.

L'Italia e il suo sistema bancario hanno gestito (e stanno gestendo) questi temi senza il ricorso ad aiuti esterni: non è stato così in altri Paesi europei. Tra il 2008 e il 2014, a fronte del rischio di una diffusa caduta di fiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche, la Commissione Europea ha autorizzato aiuti agli intermediari a carico dei bilanci pubblici per un ammontare valutabile in oltre 4.800 miliardi, oltre un terzo del PIL europeo 2014. Oggi, in un contesto regolamentare che la Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD) ha profondamente modificato, questa soluzione appare difficilmente praticabile. La capacità di visione dell'Unione Europea si misurerà sulla volontà di sfruttare i margini di manovra che il contesto regolamentare assicura (dall'articolo 107 del TFUE alle deroghe previste dalla stessa BRRD) per mettere in sicurezza i sistemi bancari dei Paesi più vulnerabili, in modo da non strozzare i segnali di ripresa già evidenti sia per l'Italia che per l'eurozona.

La Brexit è intervenuta in un momento positivo per l'economia italiana. Sulla scia del recupero della domanda interna, il PIL ha evidenziato nel primo trimestre del 2016 una leggera accelerazione rispetto al dato, già moderatamente positivo, dell'ultima frazione del 2015: nell'arco dell'anno, la crescita dovrebbe portarsi all'1,2 per cento.

Il miglioramento delle prospettive trova conferma anche nelle percezioni dei capifamiglia intervistati da Doxa per l'edizione 2016 dell'*Indagine*. Solo il 40 per cento del campione, contro il 51 per cento del 2015, ritiene che gli effetti della crisi sui bilanci famigliari siano destinati ad aggravarsi: comprensibilmente, appaiono più ottimisti i capifamiglia con titolo di studio elevato, gli imprenditori, i dirigenti, i residenti a Nord-Est. Inoltre, anche se il processo di ridimensionamento degli stili di vita già segnalato nelle precedenti edizioni non può sicuramente considerarsi concluso, le famiglie cominciano a mettere in programma per il 2016 qualche spesa aggiuntiva: per l'istruzione dei figli (17 per cento circa del campione), per l'acquisto di elettrodomestici o prodotti tecnologici (16,7 per cento), per la ristrutturazione della casa (8,2 per cento). Piccoli segnali, ma che fanno ben sperare per la tenuta della ripresa.

Il risparmio continua a essere molto amato dagli italiani, anche se i giudizi positivi sulla sua utilità scendono per la prima volta sotto la soglia del 60 per cento. Le indicazioni circa la capacità effettiva delle famiglie di risparmiare sono però contrastanti: da un lato, cresce il numero dei capifamiglia che riescono ad accantonare risorse senza uno scopo preciso; dall'altro, diminuiscono sia i risparmiatori intenzionali che la propensione media a risparmiare. Occorrerà che la ripresa acquisti consistenza, ma soprattutto che venga percepita dalle famiglie come solida e duratura, per consentire un effettivo riavvio del processo di accumulazione.

Il 2015 ha posto i risparmiatori italiani di fronte a uno scenario inedito. Sia in Italia che nell'eurozona, la dinamica dei prezzi ha assunto per gran parte dell'anno il segno negativo: per effetto dell'azione di contrasto alla deflazione condotta dalla Banca Centrale Europea, anche i tassi a breve termine hanno toccato livelli nulli o addirittura inferiori allo zero. Per le famiglie

italiane, che detengono portafogli finanziari relativamente ampi ma sono poco indebitate, l'effetto della politica monetaria ultra-accomodante è penalizzante: in un recente studio, la BCE stima che gli italiani abbiano registrato tra il 2008 e il 2015 un calo dei flussi di interessi attivi più che doppio rispetto a quello dei pagamenti, con un impatto negativo sui bilanci. Il medesimo calcolo, effettuato per la Francia e la Germania, dà un risultato di equilibrio.

Come si rapportano i risparmiatori italiani al nuovo contesto dei tassi zero? Quali contromisure stanno mettendo in atto? A questa domanda è dedicato nell'*Indagine* 2016 uno speciale approfondimento, condotto su un campione ristretto di capifamiglia appartenenti alle fasce di età centrali (29-55 anni), dotati di un conto corrente bancario o postale e di risorse finanziarie potenzialmente destinabili all'acquisto di una casa.

Dalle risposte dei capifamiglia emerge innanzitutto la difficoltà a orientarsi in un territorio ampiamente sconosciuto: alla domanda «In queste condizioni, un piccolo risparmiatore cosa potrebbe fare per migliorare il suo investimento?», il 46 per cento del campione ritiene necessario consultarsi con uno specialista o un consulente finanziario prima di prendere decisioni. Passando alle azioni concrete, l'alternativa è chiara: liquidità o immobili. Oltre un terzo degli intervistati reputa che la soluzione migliore sia «lasciare i soldi sul conto corrente, per non correre il rischio di perderli»; una quota di poco inferiore (29 per cento) propende invece per «investire in case e immobili da destinare alla famiglia»; segue chi ritiene che sia meglio non far nulla (25 per cento) oppure acquistare immobili da dare in affitto (20 per cento).

Non è una novità che la casa abbia sempre occupato un posto importante nei bilanci degli italiani: in base ai dati di Banca d'Italia, le abitazioni rappresentano oltre il 51 per cento della ricchezza totale delle famiglie. Negli anni della crisi il favore degli intervistati verso l'investimento in immobili era tuttavia gradualmente diminuito e si erano comprensibilmente ridimensionati i programmi di acquisto.

L'*Indagine* 2016 apre una nuova prospettiva: cresce infatti la quota degli intervistati disposti a considerare il «matton» l'investimento più sicuro (60 per cento circa, dal 55 per cento del 2015) o il migliore possibile (dal 33,2 al 40,6 per cento). Inoltre, nel mondo dei tassi zero, chi ha risparmi da investire torna a guardare con interesse al «matton», che si tratti di comprare un immobile per sé (29 per cento) o da dare in affitto (20 per cento). Anche se non necessariamente tutti i programmi si tradurranno in acquisti effettivi, è la prova che qualcosa sta finalmente cambiando, in linea con i segnali di graduale recupero già visibili per il mercato immobiliare italiano.

Appare invece sempre più pronunciata la diffidenza dei risparmiatori nei confronti del capitale di rischio. Soltanto il 3,8 per cento del campione generale dei correntisti bancari o postali dichiara di aver comprato o venduto azioni negli ultimi dodici mesi (era il 5,1 per cento nel 2015) e solo il 5,3 per cento di averlo fatto negli ultimi cinque anni (7,5 per cento). Tra i partecipanti al campione ristretto, solo l'8 per cento reputa che l'investimento in strumenti rischiosi, come azioni e valute, possa essere una buona strategia in un ambiente di rendimenti nulli o negativi.

La mancanza di un mercato finanziario ampio e sviluppato, in particolare per il capitale di rischio, ha storicamente rappresentato uno degli elementi di debolezza del nostro Paese: malgrado i progressi compiuti con l'introduzione degli incentivi alla quotazione, le semplifica-

zioni e lo sviluppo del mercato dei mini-bond, il passaggio da un modello di intermediazione prevalentemente centrato sulla banca a un altro più orientato al mercato appare ancora un obiettivo lontano. Eppure non c'è dubbio che mercati ben funzionanti, uniti a un sistema bancario solido, siano una condizione irrinunciabile per una crescita stabile e diffusa. Scriveva nel lontano 1961 Raffaele Mattioli: «Quando le borse funzionino con un ritmo tale da consentire alle imprese produttive di approvvigionarsi normalmente ... di capitali attraverso il loro meccanismo, ... si allarga [per le banche] ... la possibilità di far credito ordinario e parcamente finanziario a quelle aziende medie e piccole che alle borse non possono attingere...». Son passati più di cinquant'anni, ma le sue osservazioni conservano ancora grandissima attualità.

Gregorio De Felice
Chief Economist
Intesa Sanpaolo

Milano, 5 luglio 2016

Capitolo 1 ▪ L'Italia ritrova la crescita, in mezzo a mercati finanziari turbolenti

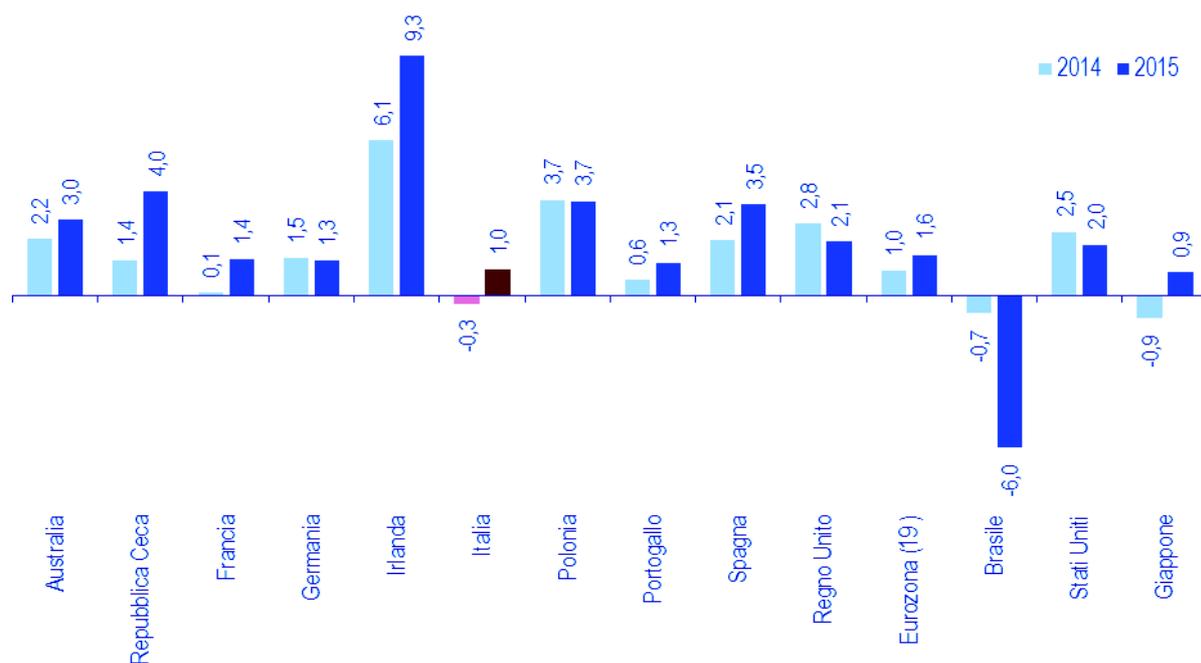
Ben difficilmente esiste cosa al mondo che qualcuno non possa produrre di qualità un po' inferiore e vendere a un prezzo più basso. Ma coloro che tengono conto solo del prezzo diventano di questi la preda legittima.
(John Ruskin)

1.1. L'economia globale rallenta nel 2015, ma l'intervento delle banche centrali scongiura la recessione

Il 1° gennaio del 2015 la Lettonia diveniva il diciannovesimo Paese europeo ad adottare l'euro. La crisi finanziaria dell'eurozona sembrava stabilizzata e l'anno si apriva sotto buoni auspici. Gli economisti prevedevano un rafforzamento della crescita globale e, quasi a suggellare il ritorno della normalità, sempre nel mese di gennaio, Sergio Mattarella avvicendava Giorgio Napolitano al Quirinale. Si stava chiudendo, per l'Italia, un periodo di turbolenze economiche e di complesse vicende politiche e la ripresa economica sarebbe finalmente arrivata.

L'Italia, in effetti, salutava proprio nel 2015 il ritorno del PIL in territorio positivo (figura 1.1), terminando l'anno con un +1 per cento tendenziale: la variazione positiva è tutt'altro che modesta, perché i vagoni dell'espansione non si mettono in moto tutti insieme. Alcuni settori partono prima, altri seguono.

Figura 1.1 – Variazione percentuale del PIL (IV trimestre 2015/IV trimestre 2014) in alcuni Paesi OCSE. Confronto con l'anno precedente



Elaborazioni Centro Einaudi su dati OCSE

Nell'economia mondiale, invece, il 2015 lascia un'impronta con chiazze di chiaroscuro. Gli Stati Uniti finiscono l'anno con un rallentamento del PIL (+2 per cento contro +2,5 per cento nel 2014). Lo slowdown americano si radica in due settori: nel manifatturiero, che deve fare i conti con il dollaro rivalutato del 17 per cento, e nell'estrazione petrolifera, che deve fronteggiare un calo del 58 per cento del prezzo del greggio. Quella americana è però un'economia sufficientemente diversificata da assorbire questi urti con il ridimensionamento del suo tasso di crescita, senza cadere in recessione.

L'impatto della crisi dei prezzi petroliferi è stato più grave per i Paesi emergenti dotati di economie meno diversificate. La recessione del PIL non ha risparmiato nessuno dei Paesi fortemente esportatori: in particolare, colpisce il Brasile, ossia la sesta economia del mondo, e la Russia, undicesima. In Russia il calo dei ricavi petroliferi si aggiunge alle conseguenze negative delle sanzioni occidentali, a seguito della questione ucraina.

La debolezza della domanda di importazioni mondiali che può essere espressa dai Paesi esportatori di petrolio determina, a catena, un rallentamento globale del settore manifatturiero, la cui espansione è minore del previsto. In questo modo, i prezzi del petrolio contagiano i prezzi mondiali delle principali altre commodity industriali, come l'acciaio e il rame, che nel 2015 perdono rispettivamente un quarto e un quinto del proprio valore. Le economie reali dei Paesi principali produttori di acciaio e rame, come la Cina e l'Australia, rallentano di conseguenza.

Gli effetti internazionali del calo delle commodity e dei loro contagi mettono in allerta gli investitori e aumentano i dubbi sulla sostenibilità della crescita economica cinese. La Borsa di Shanghai va in crisi prima a giugno e poi in pieno agosto, lasciando sul parterre metà della capitalizzazione. I prezzi dell'energia e delle commodity influenzano inoltre, in senso deflativo, i prezzi alla produzione dei manufatti delle principali economie, mettendo in allarme le autorità monetarie. Temendo la deflazione sui prezzi al consumo, le politiche monetarie vengono rese più lasche quasi ovunque. Gli Stati Uniti decidono di ritardare il sentiero di normalizzazione dei tassi di interesse, pur avendo esaurito il proprio QE a ottobre del 2014 e pur in presenza di un tasso di disoccupazione che ha raggiunto il livello normale del 5 per cento. La Banca Centrale Europea (BCE), a seguito di alcuni mesi di inflazione negativa nell'eurozona, rompe gli indugi e annuncia a marzo del 2015 il proprio programma di acquisto di titoli sul mercato obbligazionario, pensato per schiacciare i tassi di interesse a lungo termine. Sui tassi di interesse di breve periodo la BCE influisce espandendo l'offerta di liquidità verso le banche dell'eurozona e penalizzando i depositi delle banche stesse presso l'istituto centrale. L'obiettivo è nominalmente quello di contrastare la deflazione e riportare la crescita dei prezzi al consumo al livello programmato del 2 per cento. Operando così, la BCE svolge anche un'azione di stimolo per l'economia reale, poiché viene abbassato l'onere per interessi dei soggetti pubblici e privati indebitati, i quali, pertanto, possono spendere gli interessi risparmiati nell'economia, preferibilmente nell'attività di investimento.

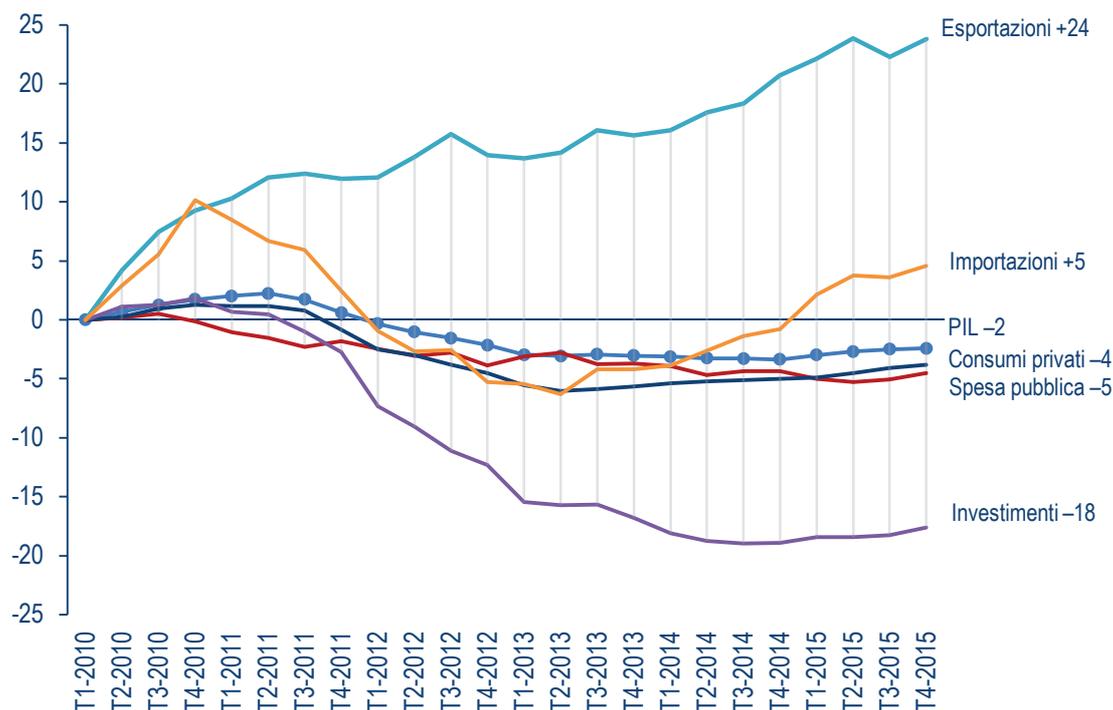
L'intervento delle autorità monetarie allontana i rischi di una recessione globale e pone le premesse per un riavvio della crescita anche nei Paesi emergenti; una crescita, tuttavia, che nel primo quadrimestre del 2016 non si è ancora avverata. Per questa ragione, ad aprile il Fondo Monetario Internazionale più o meno allinea le previsioni di crescita del PIL mondiale per l'intero 2016 (+3,2 per cento) al consuntivo del 2015 (+3,1 per cento). Poiché la crescita dei Paesi emergenti rappresenta il 70 per cento della crescita mondiale, un'accelerazione di

quest'ultima è attesa non prima del 2017 (+3,7 per cento), dopo la normalizzazione dei prezzi delle materie prime e una volta che siano rientrati gli stimoli deflattivi.

1.2. L'economia italiana ritorna a crescere

Mentre l'economia globale è alle prese con un periodo complesso, quantunque non recessivo, l'economia italiana nel 2015 raccoglie ciò che di buono ha seminato durante la crisi e svolta verso l'espansione. La svolta è lenta e la nuova crescita bassa, perché si basa essenzialmente sulla domanda estera (figura 1.2). La domanda estera si attiva fin dal 2010 e aumenta in cinque anni del 24 per cento, trascinando la variazione del PIL finalmente in territorio positivo. Le altre componenti della domanda svoltano, come è logico attendersi, ma con il ritardo necessario a che gli aumenti delle esportazioni si propaghino al resto dell'economia. I consumi privati toccano il fondo nella prima metà del 2013, poi risalgono. Gli investimenti privati segnano il loro minimo nella seconda metà del 2014, e da lì ripartono. Uno dopo l'altro, i vagoni si agganciano alla vera locomotiva della ripresa italiana (le esportazioni) e, con la crescita della domanda interna, la ripresa accelera e diviene progressivamente più stabile.

Figura 1.2 – Andamento di medio termine del PIL reale in Italia e delle sue maggiori componenti
(variazioni percentuali rispetto al I trimestre 2010)



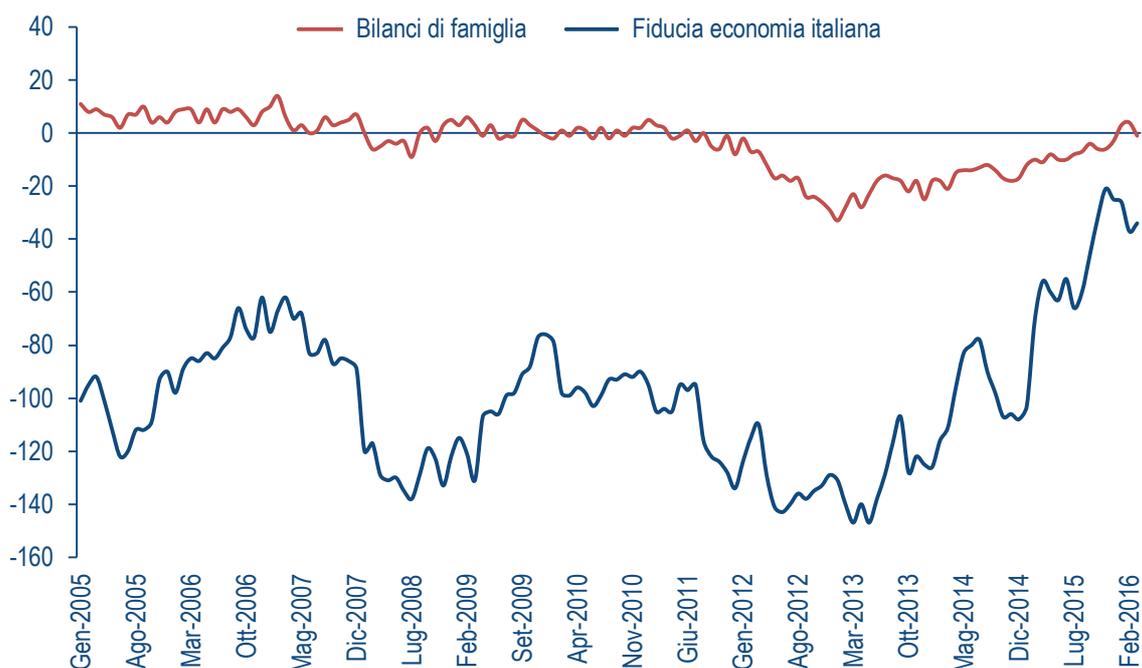
Elaborazioni Centro Einaudi su dati I.Stat

La dinamica delle esportazioni è particolarmente positiva, perché essa è avvenuta parallelamente a una rivalutazione del valore medio relativo del prodotto esportato: in altri termini, sono migliorate, durante la crisi, le ragioni di scambio dei prodotti italiani. Per quanto facilitata dalla compressione dei costi delle materie prime importate, l'industria italiana ha compiuto un'evoluzione verso l'aumento di contenuto tecnologico e di intensità di valore aggiunto di

quanto è prodotto in Italia. Solo l'Italia e la Germania, in Europa, hanno accresciuto la propria quota di commercio mondiale rispetto ai Paesi concorrenti. Il fatto che questa evoluzione sia avvenuta durante la crisi e, forse, anche grazie alla crisi, rende la ripresa più stabile e capace di durare. La qualità e l'innovazione incorporata nel made in Italy sono il vero e migliore dividendo della ristrutturazione del sistema produttivo.

La propagazione della ripresa è attualmente in corso. Come si può osservare dalla figura 1.3, il clima di fiducia delle famiglie svolta (ossia, diventa progressivamente meno negativo) a partire dalla seconda metà del 2013; i saldi allora erano però ancora negativi, il che indica comunque che le previsioni di contrazione superavano quelle di espansione dei bilanci familiari. Il vero progresso arriva nell'autunno del 2015, quando, dopo quattro anni passati in territorio negativo, il giudizio (saldo) sul bilancio familiare diventa positivo. In media, le famiglie percepiscono un aumento del reddito disponibile e si preparano ad accrescere i consumi, recuperando anche alcuni di quelli tagliati o rinviati a partire dal 2011.

Figura 1.3 – Migliorano gli indicatori di fiducia delle famiglie sia sui loro bilanci, sia sulle condizioni generali dell'economia italiana
(valori percentuali)



Elaborazioni Centro Einaudi su dati I.Stat

Uno dei primi settori a godere dell'elastico dei consumi, ossia del fenomeno di recupero degli acquisti rinviati quando le casse di famiglia piangevano, è quello delle immatricolazioni delle autovetture. La crisi aveva fatto scendere di 400 mila vetture annue le immatricolazioni a partire dal 2011, le quali erano a loro volta già 400 mila in meno di quelle del 2007. In sostanza, al fondo della recessione l'auto aveva perso il 40 per cento del volume di vendite rispetto a prima della recessione. Il mercato automobilistico inizia la ripresa nel 2014, quando la fiducia delle famiglie comincia a migliorare; nel 2016 dovrebbe tornare oltre i livelli del 2011, recuperando quindi gli ultimi cinque anni della crisi (figura 1.4).

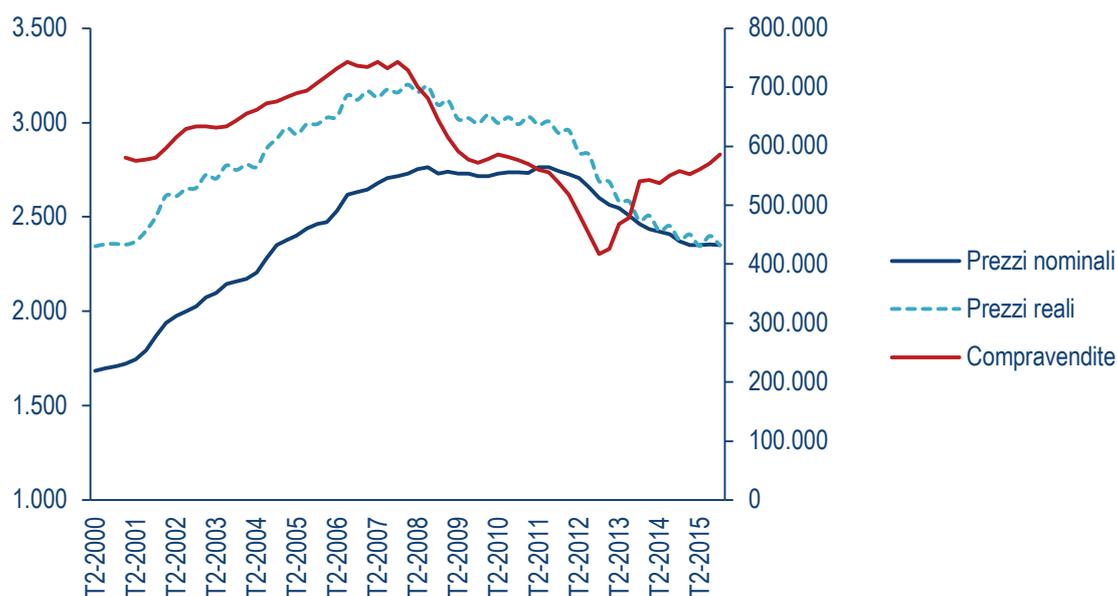
Figura 1.4 – Record di immatricolazioni di autovetture negli ultimi sei anni
(per il 2016, la zona rossa rappresenta la stima delle immatricolazioni di tutto l'anno, se si confermasse la tendenza dei primi quattro mesi)



Fonte: ANFIA e, per il 2016, stime Centro Einaudi

Importanti miglioramenti sono ben leggibili anche nelle statistiche del mercato immobiliare (figura 1.5). La crisi ha dimezzato le compravendite (da 800 mila a 400 mila per anno), ma la ripresa sembra avviata dal 2013, come si vede dall'andamento a V del volume delle compravendite stimate attraverso i dati dell'Agenzia del Territorio. Non si sarebbero ancora ripresi invece i prezzi medi al metro quadrato, scesi, per effetto della crisi, da 2.800 euro a 2.300, ma stabili ormai da almeno sei mesi.

Figura 1.5 – Il mercato degli immobili riparte dalle compravendite sul secondario
(prezzi in euro/mq, asse sinistro; compravendite di tutti i tipi di immobili, asse destro)



Elaborazioni Centro Einaudi su dati di fonte varia

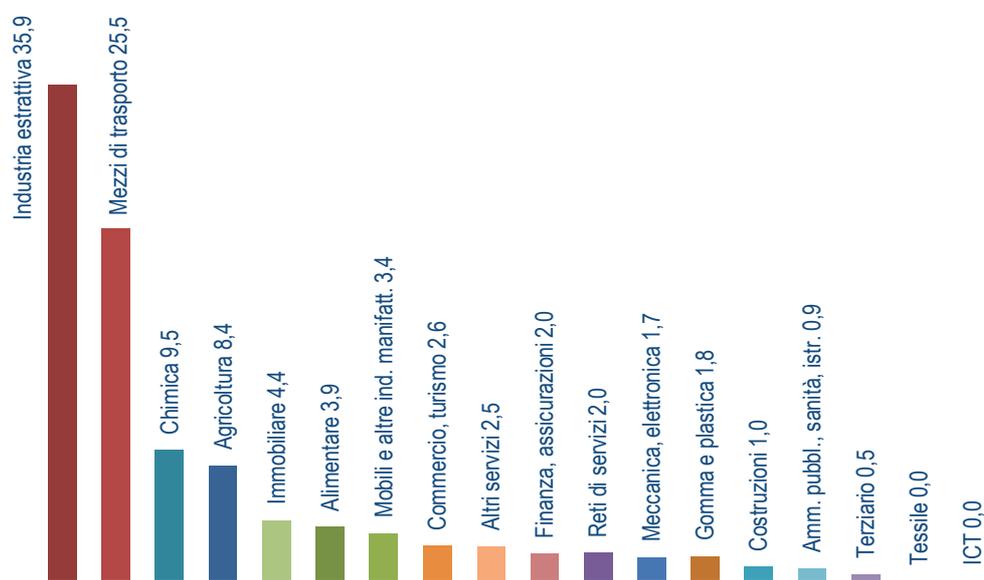
La stabilizzazione dei prezzi indica che l'eccesso di invenduto si sta riducendo e che il tempo necessario per vendere un immobile, che con la crisi era passato da 4 a 15 mesi, si sta normalizzando. L'edilizia non è ancora marcatamente ripartita, se si eccettuano le manutenzioni e le ristrutturazioni, perché è usualmente un settore in ritardo nei cicli espansivi. All'inizio di una ripresa, infatti, si vendono le case in eccesso costruite al culmine della fase di espansione precedente; quando l'invenduto, usato e nuovo, tende a diventare fisiologico, l'industria delle costruzioni accelera. Questo, tuttavia, avverrà gradualmente sia perché la fase di crescita demografica italiana è sostanzialmente alle spalle, sia perché l'ambizione a cambiar casa per migliorarla, che riguarda una discreta parte degli italiani (cfr. capitolo 4, figura 4.15), viene soddisfatta quando la ripresa abbia aumentato sia il totale degli occupati, sia i loro redditi.

1.3. I settori della ripresa

Per apprezzare la qualità di una ripresa economica si considera la sua diffusione. Quanto più essa è diffusa, tanto più essa è consolidata: in altri termini, la ripresa durerà e sarà poco vulnerabile agli shock esterni, avendo una propria matrice interna.

Nella figura 1.6 è riportato il risultato del calcolo della variazione percentuale del valore aggiunto per ogni settore dell'economia italiana rispetto al minimo del quinquennio 2010-2015.

Figura 1.6 – La ripresa dei settori: variazione percentuale del valore aggiunto reale nel IV trimestre 2015 rispetto al minimo del periodo 2010-2015 per i principali comparti dell'economia italiana



Elaborazioni Centro Einaudi su dati I.Stat

Come si vede, non vi sono più settori con «segno meno», benché due siano ancora a crescita zero (il tessile e l'ICT). La ripresa dell'auto guida quella dei settori manifatturieri (+25,5 per cento dal suo minimo), seguita dalla chimica (+9,5 per cento) e dall'alimentare (+3,9 per cento), la cui performance positiva è confermata dall'aumento parallelo della produzione agricola

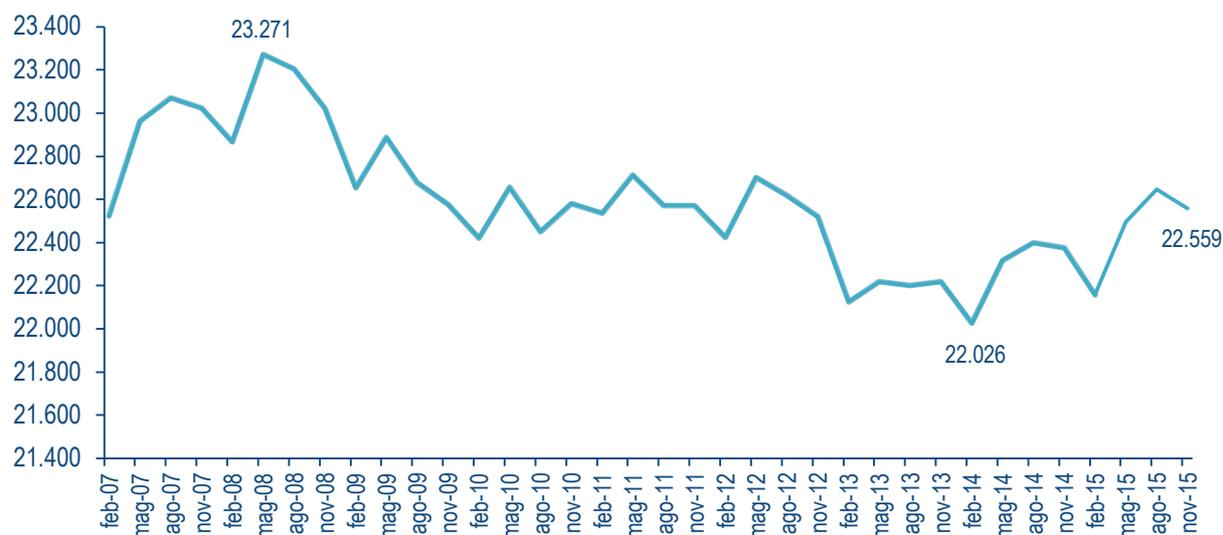
(+8,4 per cento). Il buon andamento del settore agroalimentare corona la felice intuizione di politica industriale di puntare sul «food» per l'Expo di Milano, che si è aperto a maggio del 2015 e chiuso a novembre. In generale, la ripresa italiana è dipesa dalla competitività internazionale dei suoi settori di tradizionale vocazione, come i mezzi di trasporto e l'alimentare. Il primo si è ristrutturato con successo durante gli anni della crisi, cogliendo nel mondo opportunità e quote di mercato che si stanno traducendo in quote di produzione e di esportazione nazionale. Il secondo settore, ossia l'agroindustria, ha saputo aumentare la penetrazione nel mondo, sconfiggendo la tentazione di abbassare la qualità per inseguire le quote di mercato. La produzione agricola italiana è tale per cui si può avere una crescita puntando sulla qualità e sul suo riconoscimento; i numeri sembrano indicare che il settore è sulla buona strada.

È da giudicare positivamente anche il rimbalzo del 2,6 per cento del comparto commercio e turismo, che sottolinea la ripresa di un'altra vocazione italiana, l'accoglienza. Infine, si registra la variazione positiva delle costruzioni: +1 per cento, poco ancora perché possa impattare sul PIL complessivo, ma abbastanza per dare l'idea che la contrazione è finita. Di qui in poi si va avanti, sia pure adagio.

1.4. La vera ripresa crea occupazione lentamente

L'indicatore finale del successo di una ripresa è l'occupazione. All'inizio di una fase di ripresa l'occupazione cresce poco, poiché le imprese, prima di aumentare gli organici con le assunzioni, cercano di saturare in modo ottimale le risorse inutilizzate o poco utilizzate.

Figura 1.7 – La ripresa dell'occupazione è iniziata
(totale degli occupati, in migliaia di unità)



Fonte: I.Stat

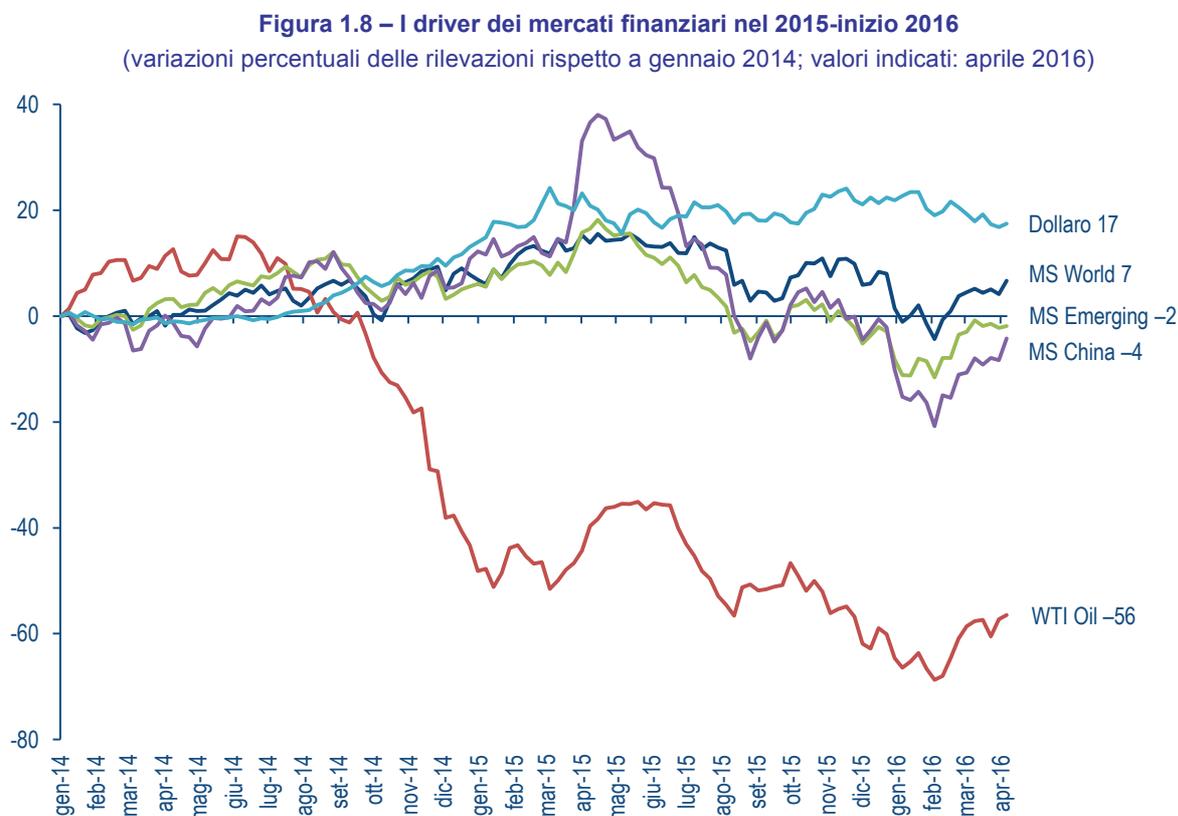
La figura 1.7 mostra che la crisi ha causato la perdita di circa 1,3 milioni di occupati, da 23,3 milioni nel 2008 a 22 milioni nel 2014. Da questo punto di minimo, toccato nel febbraio 2014, la ripresa ha comportato per il momento 533 mila occupati in più (novembre 2015): si tratta di un dato non eclatante, soprattutto se messo a paragone con gli incentivi che sono stati ero-

gati. Tuttavia, il modello di ripresa basato sul traino dell'industria esportatrice, che sta richiamando i lavoratori dalla cassa integrazione, produrrà occupazione a ritmo aumentato solo con la propagazione degli effetti dell'espansione anche alla domanda interna.

La buona diffusione della ripresa (figura 1.6) lascia intravedere la circostanza che la fase di accelerazione della domanda interna sia imminente, benché le condizioni strutturali non siano più quelle di due decenni or sono, quando il bilancio pubblico in deficit causava un eccesso permanente di domanda aggregata. Il prossimo progresso della ripresa sarà lento, ma più solido del passato, perché non costruito sui saldi fiscali in deficit e sullo spiazzamento del risparmio. A lungo andare, il riequilibrio fiscale determinerà un'economia meno soggetta alle crisi finanziarie e con una quota maggiore di risparmio indirizzabile all'aumento del capitale produttivo e all'innovazione, premesse per una crescita sostenibile e duratura.

1.5. Mercati finanziari in altalena, rendimenti compressi, ma portafogli ancora in positivo nel 2015

Come contorno del «piatto principale», ossia la crescita ritrovata dell'economia reale italiana, i mercati finanziari hanno servito una portata per appetiti forti: il 2015 è stato un anno di volatilità e incertezza, non compensata da rendimenti in ascesa, come vorrebbe la teoria, ma in riduzione. In altri termini, le quotazioni degli strumenti finanziari hanno riservato sorprese lungo tutto l'arco del 2015 (figura 1.8).



Elaborazioni su dati www.bullbear.it

Il primo a muoversi è stato il dollaro, che fin dal 2014 ha iniziato ad apprezzarsi a causa dell'uscita dei capitali sia dall'area dell'euro, sia da quella dello yen. Se dell'Europa gli investitori hanno considerato i tassi in calo, i capitali usciti verso il dollaro dal Giappone hanno avuto a motivo il deludente esito, sul fronte sia dell'inflazione che della crescita, della strategia economica attribuita al primo ministro Abe e al governatore Kuroda. Il dollaro è stato considerato come il porto sicuro nelle tante crisi di media importanza del 2015: la sua area valutaria ha accolto i capitali in uscita da economie come quella russa e brasiliana, per le quali la crisi ha coinciso con una vampata inflazionistica, riflessa nella svalutazione delle rispettive monete nazionali.

La rivalutazione del dollaro avrebbe potuto determinare un vantaggio per l'economia reale dell'eurozona, ma in realtà ne ha solo reso meno appetibili le attività finanziarie. In un mondo di mercati ormai completamente globalizzati, l'attrattività dell'acquisto di beni a buon prezzo in Europa non vale per la finanza mondiale, che preferisce investire in strumenti finanziari di mercati la cui moneta sia forte, particolarmente negli anni volatili come è stato il 2015.

Per tutto il 2015, infatti, le Borse sono andate in altalena. Dopo un inizio d'anno da record, i mercati delle azioni hanno iniziato un brusco ripiegamento quando ha incominciato a essere evidente che il vuoto della domanda dei Paesi esportatori di energie fossili avrebbe più che bilanciato l'effetto di maggiore potere d'acquisto del reddito delle economie importatrici. Oltre tutto, da ottobre del 2014 in avanti Wall Street – piazza che condiziona, giorno per giorno, l'andamento di tutte le altre piazze – ha dovuto fare a meno del sostegno del *quantitative easing*, che ne aveva largamente favorito l'ascesa tra il 2010 e il 2014.

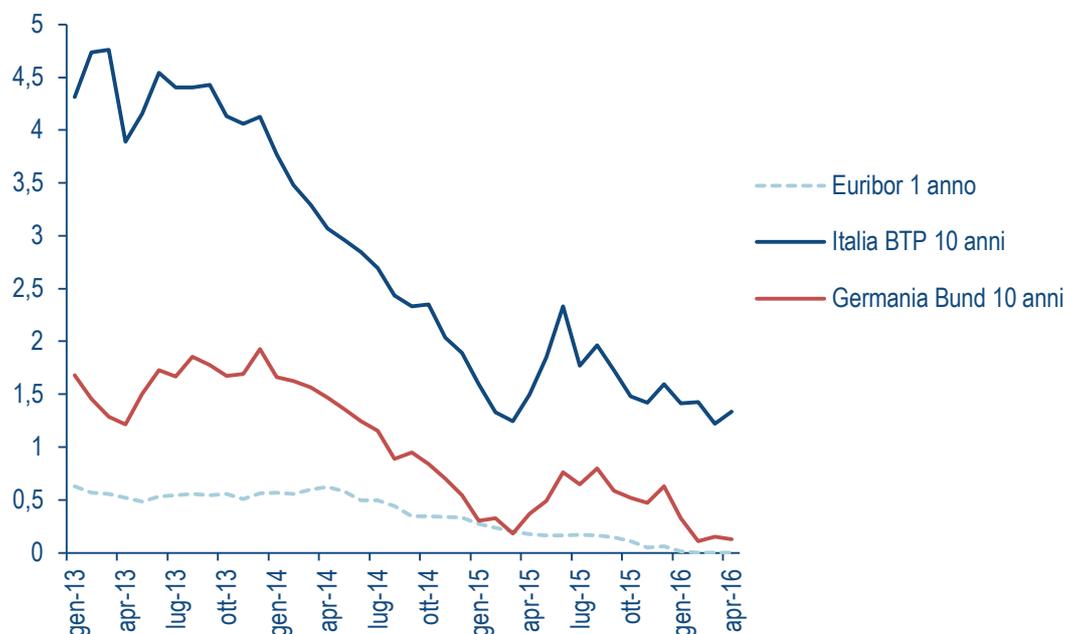
Dopo un primo trimestre in crescita, le Borse vivono una fase di stallo nel secondo e poi scendono decisamente nel terzo trimestre, come riflesso della caduta quasi verticale delle quotazioni in Cina e negli altri Paesi emergenti (figura 1.8). È probabile che, a questo punto, la velocità del degrado delle condizioni dei mercati dell'equity abbia suggerito ai risparmiatori più esposti un alleggerimento delle posizioni rischiose. Tuttavia, non finendo di sorprendere, i mercati azionari (europeo e globale in euro) chiudono invece l'anno in positivo (+8 per cento, figura 1.10 oltre), sostenuti dall'inizio degli acquisti della BCE sul mercato obbligazionario dell'eurozona. Gli investitori ritenevano possibile in Europa la replica della salita vista a Wall Street, quando la Fed comprava le obbligazioni americane.

La realtà dei primi due mesi del 2016 è stata invece opposta: gli indici hanno toccato nuovamente i minimi dell'estate precedente, quando le notizie sul rallentamento dell'economia mondiale incominciavano a intrecciarsi con la probabilità di default dell'ingente quantità di prestiti al settore petrolifero, proprio mentre il petrolio sfiorava a più riprese i 20 dollari al barile, senza mai raggiungerli. In una dozzina di sedute, l'8 per cento di rendimento conquistato nel 2015 dagli investitori in azioni è andato perduto. Chi opera in Borsa è consapevole della volatilità idiosincratICA dell'investimento azionario, ma quella dell'inizio del 2016 è stata eccezionale anche in rapporto al confronto storico.

L'habitat di chi preferisce le obbligazioni è di solito più rassicurante. È nota la relazione che lega in senso inverso i rendimenti delle obbligazioni con i loro prezzi. Nel breve periodo, una discesa dei tassi giova ai detentori, perché rivaluta le obbligazioni che essi hanno in portafoglio. Ma nel medio e lungo periodo, a mano a mano che queste scadono, essi le rinnovano con obbligazioni meno lucrose, fino al limite di non guadagnarci nulla (ZIRP – Zero interest

rate policy) o perderci perfino (NIRP – Negative interest rate policy). Il QE europeo è iniziato nel 2015 e ha completato lo schiacciamento dei rendimenti (figura 1.9) che i mercati avevano già parzialmente anticipato.

Figura 1.9 – Il QE europeo e il calo dei tassi di interesse
(valori percentuali)



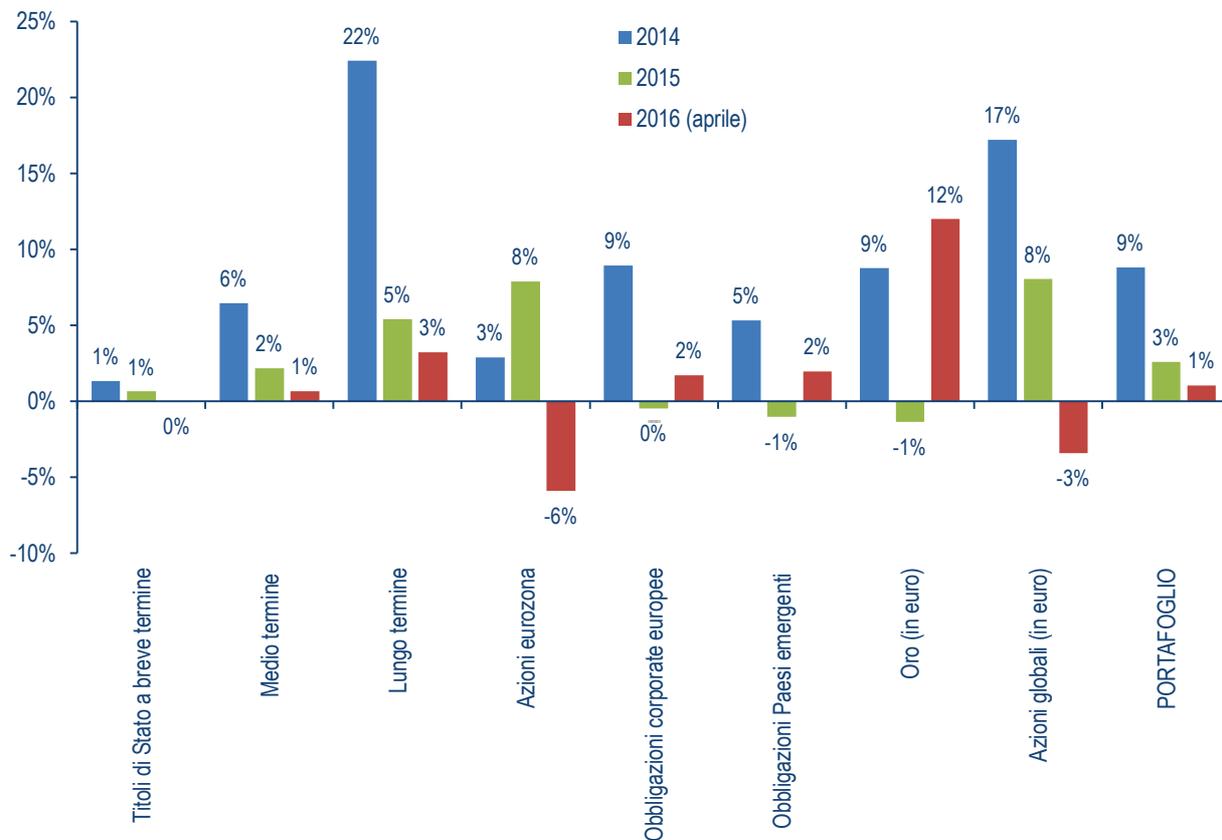
Elaborazioni su dati www.bullbear.it

Con il 2015 si chiude un'epoca: quella dell'eccezionale creazione di ricchezza finanziaria prodotta dalla discesa dei rendimenti obbligazionari. Guardando i rendimenti riportati nella figura 1.10, si vede che gli obbligazionisti hanno guadagnato il 22 per cento nel 2014, il 5 per cento nel 2015 e il 3 per cento nei primi quattro mesi del 2016. Alla fine del primo trimestre del 2016 i tassi sono però diventati nulli (figura 1.9), il che significa che più nessun guadagno è facile per gli obbligazionisti, a parte la cedola che è zero o quasi (negativa per le scadenze inferiori a un anno). I vantaggi del possesso di questa asset class sono arrivati alla fine della loro corsa.

E i beni rifugio? Decisamente il 2016 si è aperto con una significativa rivalutazione dell'oro (+12 per cento in euro, figura 1.10), che si risveglia ogni qualvolta le condizioni dei mercati finanziari determinano una volatilità maggiore della media degli asset rischiosi.

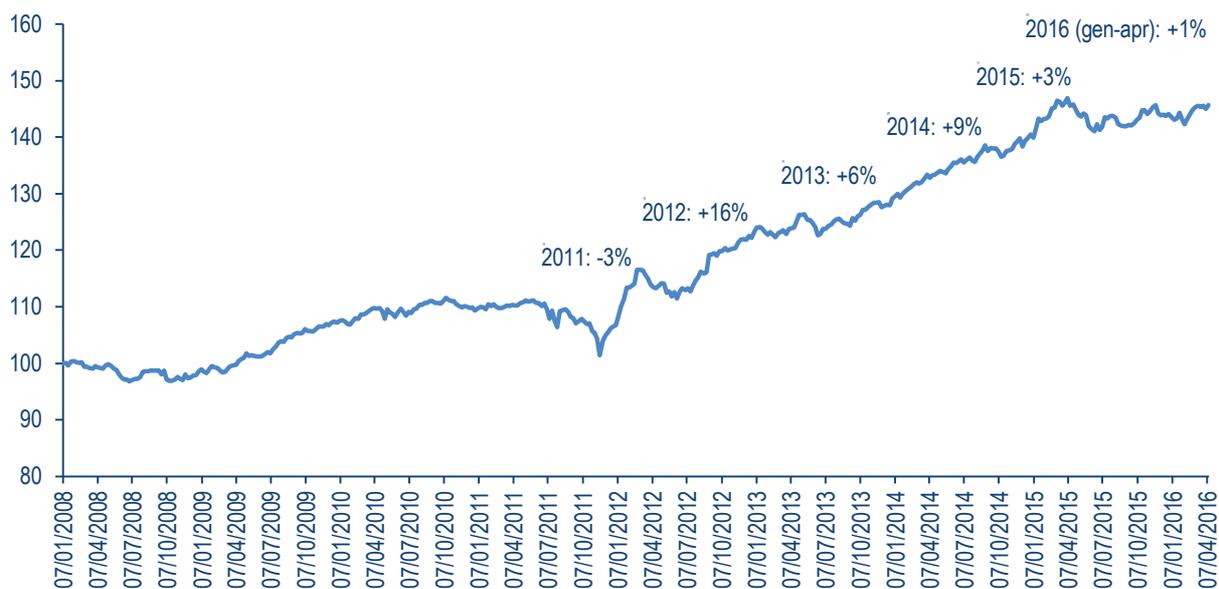
Da questo quadro di volatilità il risparmiatore medio italiano, al quale abbiamo attribuito un portafoglio moderatamente esposto al rischio, dovrebbe aver tratto nel 2015 un rendimento ancora positivo, pari al 3 per cento (nominale e reale, vista l'inflazione pari a zero) e piuttosto in discesa rispetto ai due anni precedenti (+6 per cento nel 2013 e +9 per cento nel 2014, figura 1.11). Come si vede dalla figura, il benchmark del portafoglio nel primo mese del 2016 si è appiattito, pur realizzando ancora un +1% dovuto al rimbalzo del prezzo del petrolio, il cui consolidamento oltre i 45 dollari al barile potrebbe però essere tutt'altro che definitivo, dato lo sfaldamento del cartello dei produttori (OPEC) e il disaccordo sulla limitazione delle quantità da produrre.

**Figura 1.10 – I rendimenti lordi delle principali asset class, 2014-2015-2016 (aprile).
Stima del rendimento medio lordo di un portafoglio esposto a un rischio moderato**



Elaborazioni su dati www.bullbear.it

Figura 1.11 – Andamento di medio termine del rendimento medio lordo di un portafoglio benchmark esposto a un rischio moderato



Elaborazioni su dati www.bullbear.it

I risparmiatori che hanno investito limitando l'esposizione al rischio e preferendo le obbligazioni hanno tratto, negli ultimi quattro anni, i rendimenti migliori. D'ora in poi, tuttavia, la ZIRP e la deflazione aprono scenari diversi. La certezza dei rendimenti nulli del mercato obbligazionario farà sentire loro il dolce canto delle sirene degli investimenti rischiosi; a questi però è bene avvicinarsi non per guadagnare di più, ma solo se corrispondono al proprio habitat di investimento, cioè se si è disposti a correre il rischio di guadagnare molto quanto di perdere parte del capitale.

Vi saranno, in secondo luogo, coloro che, tutto sommato, propenderanno per mantenere la liquidità in attesa del cambiamento delle condizioni dei mercati, che non ha una data di scadenza. Gli Stati Uniti non sono riusciti a normalizzare i tassi, che sono ancora quasi a zero a ben 18 mesi di distanza dal termine del proprio QE, e l'aumento atteso dal mercato, per il resto del 2016, non supera un piccolo quarto di punto percentuale.

Infine, gli amanti del «mattoncino», presumibilmente numerosi, si troveranno nelle condizioni di comprare case e beni reali a prezzi scontati rispetto al massimo del ciclo precedente, finanziandosi con mutui ancorati a un tasso base intorno a zero. Che sia la vigilia di una nuova primavera immobiliare? È quanto analizzeremo con l'approfondimento monografico sulla deflazione e sulle case nel capitolo 4 di questa *Indagine*.

Capitolo 2 ▪ Il reddito, il consumo e il risparmio tra la crisi e la ripresa: l'attesa prudente

*Democracy will have to learn that it must pay for its own follies
and that it cannot draw unlimited checks on the future
to solve its present problems.*
(Friedrich A. von Hayek, *The Constitution of Liberty*)

2.1. L'inizio del sentiero della ripresa*

Le conclusioni che ogni anno si traggono dai dati sul reddito e sul risparmio sono sempre ben lungi dall'essere definitive: si tratta più che altro di nuove domande, o di ipotesi di lavoro che attendono la verifica dell'anno successivo. Ricordiamo così come nel 2015 abbiamo dichiarato la fine della crisi, ma anche rilevato che i suoi effetti non erano spariti e che la rottura strutturale aveva posto le famiglie davanti a un percorso faticoso sulla strada della ripresa.

In particolare, si disse, la crisi aveva fatto in qualche modo «pulizia» delle situazioni di lavoro meno consolidate, e al contempo, e anche per conseguenza, aveva portato molti soggetti verso un'area di dipendenza economica e molte famiglie verso un'area di vulnerabilità. Ma la crisi aveva anche provocato, dopo l'iniziale smarrimento, un ridimensionamento delle aspettative di consumo e, nel 2015, si era consolidata la tendenza di molte famiglie a riappropriarsi della capacità di programmare le proprie finanze, con un riemergere del risparmio che faceva ben sperare per il futuro. Anche il settore della casa cominciava a mostrare qualche segnale incoraggiante, accompagnato da un ritorno verso la normalità del mercato del credito. La crisi non aveva scalfito l'importanza che gli italiani attribuiscono alla propria abitazione, ma si iniziava a percepire una maggiore consapevolezza della natura e dei rischi del mercato immobiliare; per questo è valsa sicuramente la pena, nell'*Indagine* di quest'anno, rivolgere il *focus* al tema della casa. D'altra parte, in questo capitolo dobbiamo chiederci se il percorso in salita della costruzione di una ripresa sia finalmente cominciato, e anche se le energie per portarlo a termine ci siano, nel quadro dei profondi mutamenti che la struttura familiare sta vivendo negli ultimi anni. Cominciamo dunque dalla famiglia.

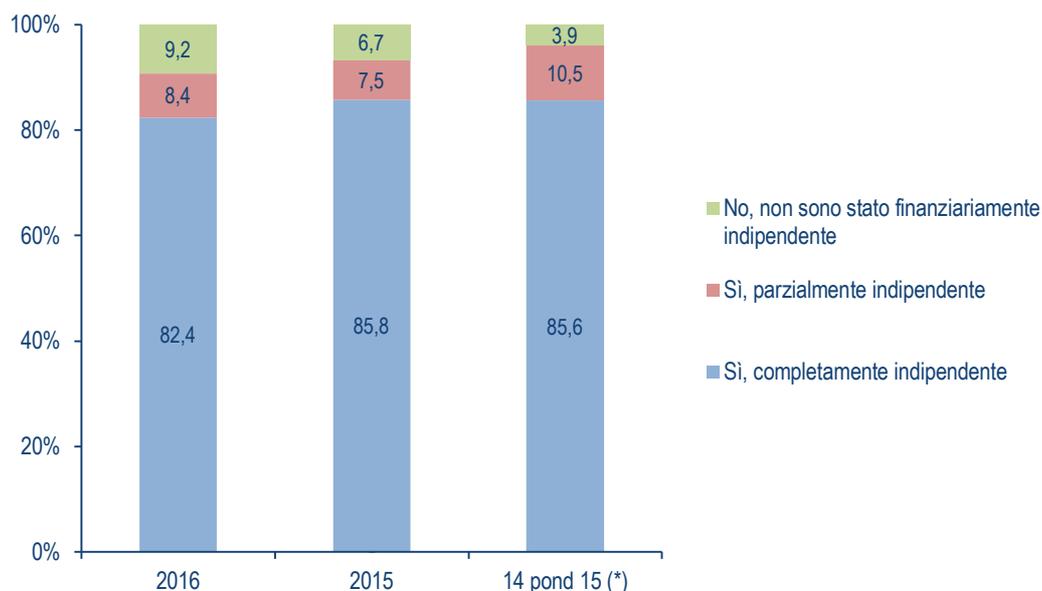
2.2. La crisi non è ancora diventata un ricordo

Dal 2014 si è chiesto agli intervistati se negli ultimi dodici mesi fossero stati finanziariamente indipendenti. La limitata serie storica è rappresentata nella figura 2.1 e, ancorché per individuare un andamento servano sicuramente più di tre dati, è già possibile rilevare alcuni segnali in qualche modo preoccupanti.

* Nel 2015 la Doxa ha aggiornato la composizione del campione. In questo capitolo, salvo dove espressamente indicato, l'autore, per precisa scelta, non ha riponderato i dati del 2014 per tener conto della composizione del campione 2015: il confronto tra i dati dell'indagine 2014 e quelli dell'indagine 2015 risente così anche della variazione nel campionamento, ma la scelta consente di mantenere la continuità tra il 2014 e gli anni precedenti. Il dato 2014 risulta dunque leggermente diverso rispetto a quello riportato nell'Appendice, dove, essendo la serie storica rappresentata solo dagli ultimi tre anni, è stato necessario, per rendere i dati confrontabili, effettuare la riponderazione.

L'anno scorso, osservando un contrarsi dell'area di indipendenza parziale e uno scivolamento verso la dipendenza economica, si era ipotizzato una sorta di «scossone» che la crisi avrebbe dato alle posizioni in qualche modo precarie, spingendole verso l'area di dipendenza; tuttavia, la proporzione di soggetti completamente indipendenti era rimasta pressoché costante.

Figura 2.1 – «Negli ultimi dodici mesi Lei è stato finanziariamente indipendente?»
(valori percentuali)



(*) Dato del 2014 riponderato per tener conto della composizione del campione nel 2015

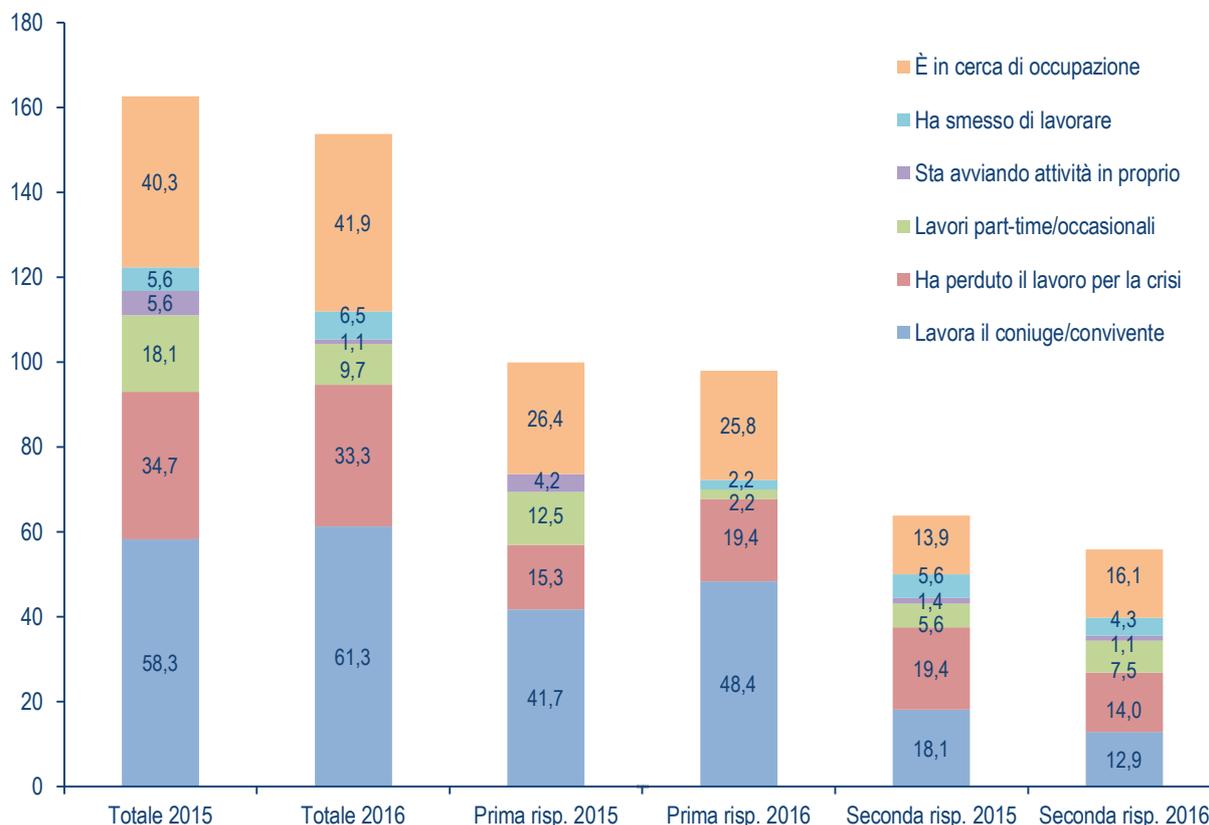
Quest'anno viene confermato il notevole allargamento della fascia dei soggetti non indipendenti, che passano da meno del 4 per cento nel 2014 a circa il 7 per cento nel 2015, a più del 9 per cento nel 2016. A tale allargamento, tuttavia, non fa riscontro, come nel 2015, una contrazione dell'area di incertezza (soggetti parzialmente indipendenti), la quale, al contrario, si allarga di circa un punto percentuale (dal 7,5 all'8,4 per cento degli intervistati); si assiste invece a una riduzione dei soggetti indipendenti, che da circa l'86 per cento del 2014 e del 2015 scendono a poco più dell'82 per cento.

La crisi non ha dunque solo fatto scivolare nella dipendenza economica le situazioni precarie, ma sembra aver innescato un processo con una certa inerzia, che ancora trascina soggetti indipendenti verso un'area di precarietà. Le speranze del 2015 erano fondate su un consolidarsi delle posizioni di chi aveva una stabile prospettiva di reddito. Questi segnali non sono sufficienti a cancellarle, ma di certo non le confermano. È dunque necessario provare a decifrarli (figura 2.2).

Tra le situazioni che caratterizzano chi non è finanziariamente indipendente, la divisione dei ruoli all'interno della famiglia (lavora il coniuge o convivente) è citata dal 61,3 per cento degli intervistati (contro il 58,3 per cento del 2015) ed è la prima risposta nel 48,4 per cento dei casi (contro il 41,7 per cento dell'anno passato). A questo fa fronte una decisa riduzione (e il sostanziale annullamento come prima risposta) di chi svolge lavori part-time o occasionali. Non troviamo più, nel 2016, chi sta avviando un'attività in proprio, mentre la quota di coloro

che dichiarano di aver perso il lavoro a causa della crisi si mantiene a circa un terzo degli intervistati, ma vede un incremento non trascurabile come prima risposta (dal 15,3 al 19,4 per cento).

Figura 2.2 – «Se Lei non è finanziariamente indipendente, in quali di questi casi si riflette?»
(due risposte possibili; valori percentuali)



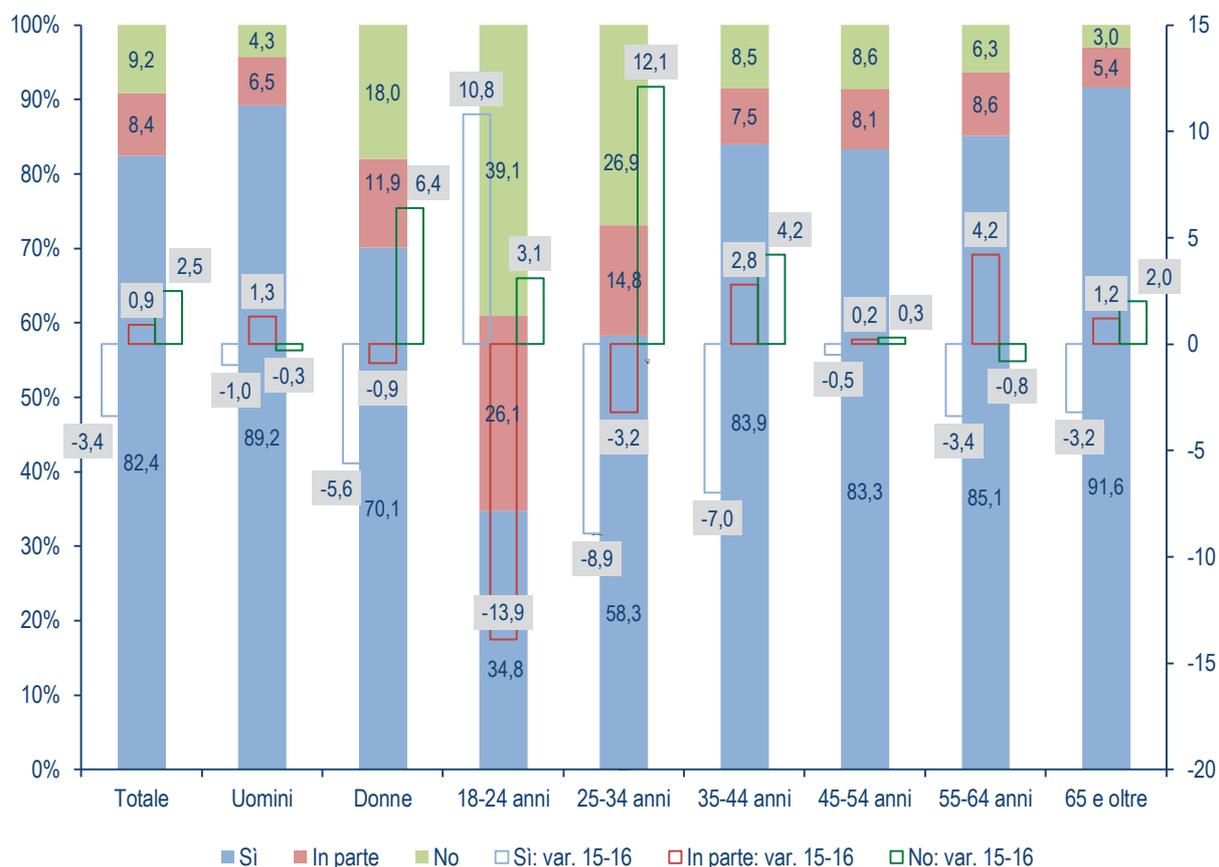
Una prima interpretazione dei dati è che si stia completando, non proprio per il meglio, quello che si era cominciato a vedere l'anno scorso: all'interno del nucleo familiare, chi aveva la posizione lavorativa più debole l'ha persa o ha deciso di rinunciarvi; d'altra parte, chi non è finanziariamente indipendente non considera più l'avviare un'attività in proprio come un'opzione possibile.

L'analisi per genere e per fascia d'età (figura 2.3) mostra che tra il 2015 e il 2016 la situazione è peggiorata principalmente per le donne e per le età comprese tra 25 e 44 anni. Le donne che si dichiarano finanziariamente indipendenti sono solo il 70,1 per cento, il 5,6 per cento in meno rispetto al 2015, mentre hanno perso l'indipendenza economica, sia essa stata completa o parziale, il 6,4 per cento delle donne. Per gli uomini, al contrario, la situazione rimane sostanzialmente stabile: l'89,2 per cento di essi è indipendente, il 6,5 lo è parzialmente e solo il 4,3 (contro il 18 per cento delle donne) non è indipendente.

Per la fascia d'età più giovane (tra 18 e 24 anni) rileviamo soltanto che la forte riduzione dell'area di incertezza (soggetti solo parzialmente indipendenti) si è risolta in favore dell'indipendenza economica. Si tratta di una buona notizia, purché si tengano presenti due elementi di attenzione: in primo luogo, la numerosità campionaria limitata suggerisce prudenza; in se-

condo luogo, l'indipendenza economica risulta dal confronto tra mezzi ed esigenze, e, in questo senso, la risposta dei più giovani è commisurata a esigenze forse più modeste rispetto a quelle dei soggetti nel pieno della vita lavorativa e familiare.

Figura 2.3 – Indipendenza economica in relazione al genere e alla classe d'età
(valori percentuali e, sulla scala destra, differenze rispetto al 2015)



In effetti, fra i 25-34enni si assiste a un brusco incremento dei soggetti che si qualificano come finanziariamente dipendenti, che raggiungono quasi il 27 per cento, a fronte di una riduzione dell'8,9 per cento dei soggetti indipendenti e del 3,2 per cento di quelli parzialmente indipendenti. La dipendenza economica raddoppia fra i 35-44enni; in tale fascia d'età si assiste anche a un incremento di 2,8 punti percentuali della dipendenza parziale e a una riduzione di 7 punti dell'indipendenza. Mantiene una certa stabilità la fascia 45-54 anni, che aveva invece visto un peggioramento l'anno passato. Aumenta l'area di incertezza per gli over 55 e, per chi ha più di 65 anni, triplica l'area di dipendenza economica, ancorché in termini assoluti continui a essere la più bassa, coinvolgendo solo il 3 per cento del campione.

2.3. Riprendere a crescere in un contesto strutturale difficile

Nel quadro appena descritto desta qualche preoccupazione la situazione finanziaria delle classi d'età che dovrebbero connotare il centro del ciclo di vita, quando si dovrebbe pensare a costruire, far crescere e consolidare la famiglia.

È pur vero, d'altra parte, che già l'anno passato si era visto come il riappropriarsi del bilancio familiare fosse preceduto da una revisione delle aspettative verso una maggiore sobrietà, unitamente a una tendenza alla divisione dei ruoli all'interno della famiglia. Secondo questa ipotesi, la crisi potrebbe avere spinto il percettore di reddito più debole, molto spesso la donna, a rinunciare al reddito monetario.

La riduzione del tasso di attività, tuttavia, non si osserva solo per le donne e, a tal proposito, è utile notare come gli andamenti congiunturali dell'economia agiscano a volte in modo sinergico e a volte in modo antitetico con le dinamiche strutturali della popolazione. Vediamo così (figura 2.4) che, tra il 2014 e il 2015, alla diminuzione di quasi un punto percentuale del tasso di disoccupazione fa riscontro un incremento quasi nullo degli occupati in rapporto alla popolazione, giacché il tasso di partecipazione delle donne alla forza lavoro subisce un calo.

Figura 2.4 – Variazione dei tassi di disoccupazione, attività, occupazione tra il 2014 e il 2015
(in percentuale)



Elaborazioni Centro Einaudi su dati Istat

In questo quadro, è di un certo interesse interpretare i dati a fronte di alcune caratteristiche strutturali del sistema economico italiano. In primo luogo, l'allungamento della parte della vita dedicata alla formazione potrebbe essersi combinato, per la classe di età più giovane, con la debolezza congiunturale, che ha fatto piazza pulita di quelle forme di occupazione che lasciavano spazio per un percorso formativo intenso; vediamo così che, fra i 15-24enni, ancorché la disoccupazione si riduca di oltre 2 punti percentuali, il rapporto tra occupati e popolazione rimane sostanzialmente costante, giacché una parte di questa semplicemente esce dal mercato del lavoro.

Nella fascia d'età tra 25 e 44 anni il tasso di attività si riduce solo per le donne, ma rappresenta comunque un freno a una solida crescita dell'occupazione. Qui non si tratta solo di congiuntura: la riduzione dei tassi di disoccupazione indica anzi che chi cerca lavoro lo trova

più facilmente nel 2015 rispetto al 2014. Ma quale lavoro? Se la crisi ha comportato un taglio delle posizioni lavorative più instabili (part-time o occasionali), forse il sistema di *welfare* italiano non favorisce la partecipazione femminile per lavori stabili e a tempo pieno.

Inoltre, la crescente presenza di anziani e l'allungarsi della loro vita si trasforma, a un certo punto, da un'opportunità per badare ai nipoti a un impegno di cura; ciò grava sempre più a lungo soprattutto sulle donne, interrompendone o danneggiandone i percorsi lavorativi¹. Le donne tornano sul mercato del lavoro dopo i 45 anni e, nella fascia 45-54 anni, è loro il merito del lieve incremento del tasso di occupazione registrato tra il 2014 e il 2015. Per la fascia 55-64 anni il grafico mostra probabilmente gli effetti delle riforme pensionistiche, con un brusco incremento del tasso di attività² sia per gli uomini sia per le donne. Al contempo, il tasso di occupazione aumenta di quasi 2 punti percentuali, ma è di qualche importanza notare il lieve incremento del tasso di disoccupazione, visto che si tratta dell'unica fascia d'età dove ciò accade e può indicare una particolare sofferenza legata alla difficoltà di trovare lavoro nelle età prossime al pensionamento.

Si tratta, ovviamente, di tendenze di lungo periodo, che ben poco hanno a che fare con gli effetti della crisi. Tuttavia, esse mettono in luce la necessità di cambiamenti nel modo di produrre e lavorare che dovranno accompagnare il percorso della ripresa.

Quanto a quest'ultima, i dati appena visti non indicano, di per sé, un allontanamento; piuttosto, sembrano confermare un ritorno dell'economia familiare come sostegno nelle rotture strutturali, per le quali in generale i sistemi di *welfare* non sono, né potrebbero essere, adeguati.

Una riprova ci viene chiedendo agli intervistati su quali entrate mensili possano regolarmente contare (figura 2.5). Il lavoro a tempo pieno passa dal 56,5 per cento delle risposte nel 2014 al 52,4 nel 2016: di questi 4,1 punti di riduzione complessiva, circa 2 si devono agli uomini, ma essi sono quasi il doppio delle donne, per le quali il lavoro a tempo pieno si contrae di circa 5 punti percentuali.

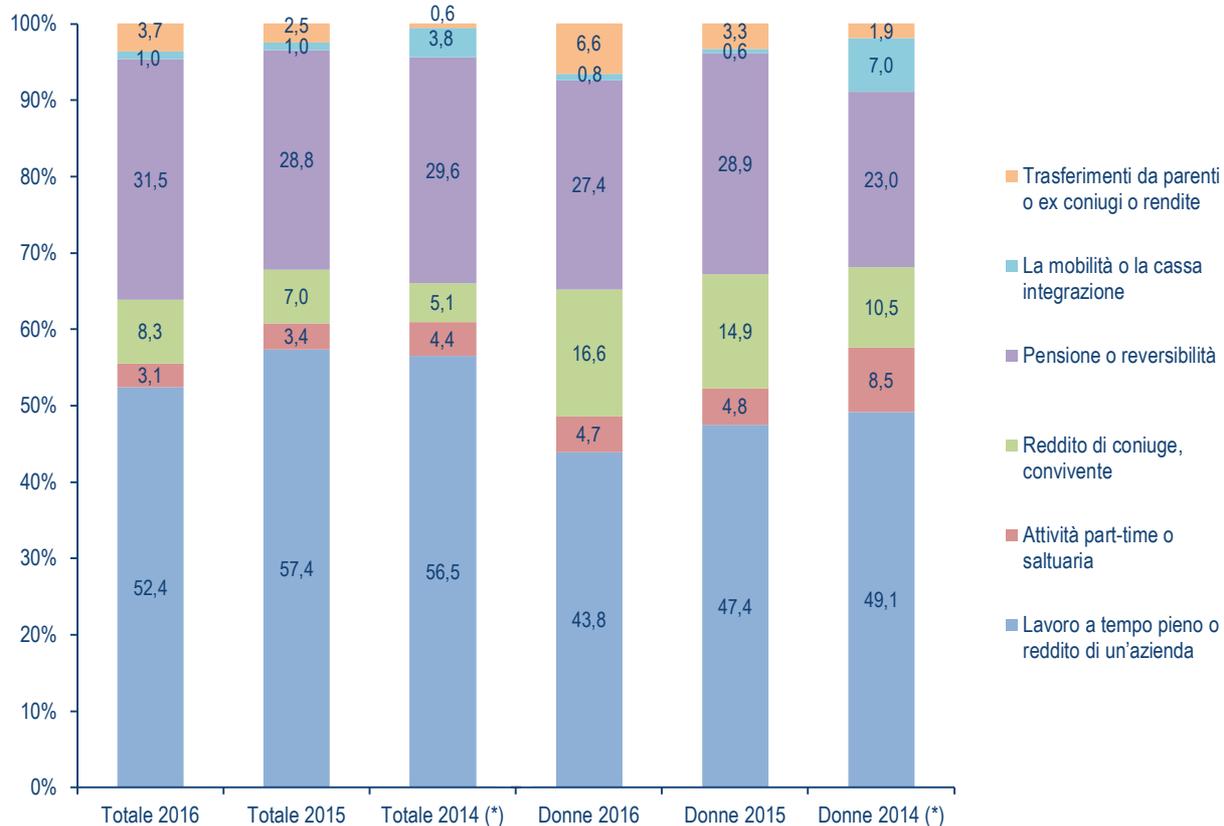
Per le donne è rilevante anche la riduzione del ruolo dei lavori part-time e saltuari (dall'8,5 al 4,7 per cento), che invece perdono solo un punto a livello complessivo e non cambiano dunque per gli uomini. Il riferimento al reddito del coniuge aumenta di oltre 6 punti percentuali per le donne e di poco più di 3 punti a livello complessivo, anche in questo caso denotando una sostanziale invarianza per gli uomini (+1,5 per cento); se a questo si aggiungono i trasferimenti da parenti o ex coniugi, per le donne i trasferimenti privati come sorgente principale di reddito aumentano di quasi 11 punti percentuali, mentre per gli uomini la situazione è immutata. La stessa considerazione vale per i trasferimenti pensionistici, che sono citati dalle donne come fonte principale di reddito nel 27,4 per cento dei casi, contro il 23 per cento del

¹ Per queste e altre considerazioni sui rapporti tra *welfare* e demografia, si veda *Tendenze demografiche e trasformazioni sociali: nuove sfide per il sistema di welfare*, Roma, Istat, 2014.

² Si noti, tuttavia, che alcuni studi (per esempio, M. Baldini, C. Torricelli e M.C. Urzi Brancati, *Family Ties: Occupational Responses to Cope with a Household Income Shock*, CeRP, 2014, WP 141/14) indicano che la probabilità di transizione verso la forza lavoro o l'occupazione è positivamente correlata con shock negativi del reddito familiare. La rilevazione per le età superiori ai 55 anni è coerente anche con questa ipotesi, così pure i lievi incrementi osservati per i tassi di occupazione in quasi tutte le fasce d'età.

2014. Per le donne la mobilità o la cassa integrazione perdono 6,2 punti percentuali, azzerandosi in tre anni e suggerendo forse una definitiva perdita dell'occupazione piuttosto che un ritorno al lavoro.

Figura 2.5 – «Su quali entrate mensili Lei può regolarmente contare?»
(entrata principale; valori percentuali)

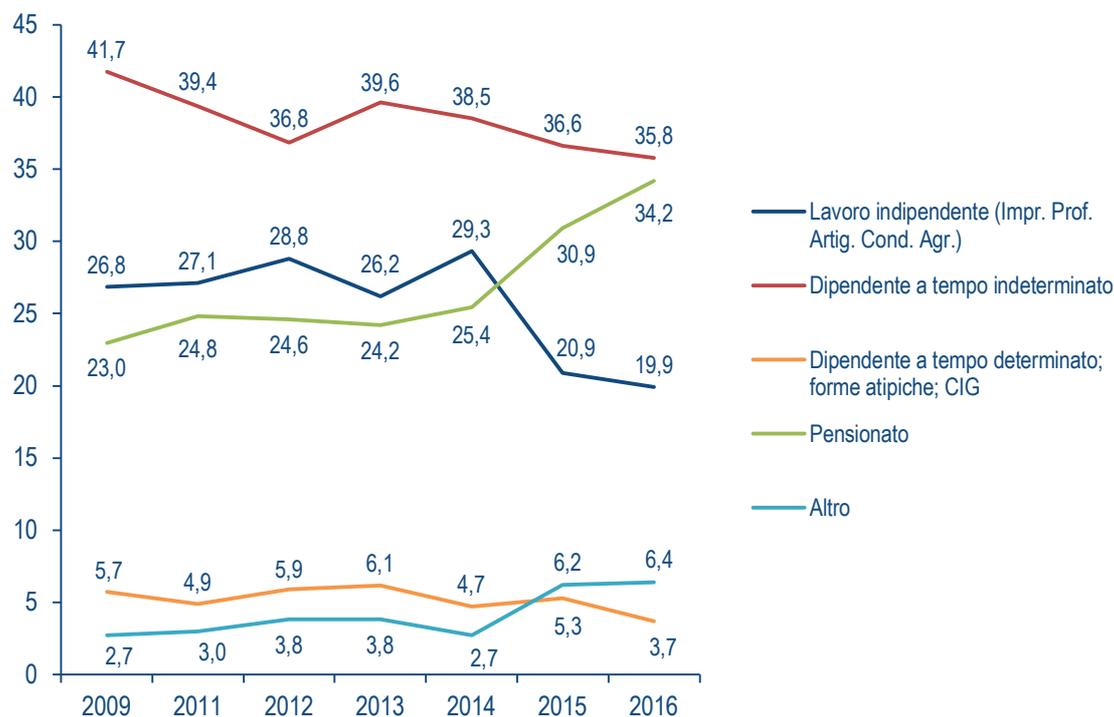


(*) Dato del 2014 riponderato per tener conto della composizione del campione nel 2015

Il «ritorno alla famiglia» di alcuni soggetti che vedono una perdita o una limitazione della propria indipendenza finanziaria è presumibilmente, almeno in parte, compensato dal contributo del loro lavoro all'interno del nucleo familiare. È doveroso, a questo punto, ricordare che in circa il 23 per cento dei casi l'intervistato non coincide con il capofamiglia, il che porta immediatamente a chiedersi come si sia evoluta negli ultimi anni la posizione lavorativa di quest'ultimo (figura 2.6). Nel grafico il dato del 2015 è rappresentativo della popolazione italiana del 2015, e non è stato riponderato sulla composizione del campione del 2014 (come, al contrario, è avvenuto l'anno passato); questo significa che l'andamento delle curve riflette, tra il 2014 e il 2015, sia l'effetto del ciclo economico sia i cambiamenti strutturali della popolazione avvenuti in un periodo più lungo, ma in qualche modo «condensati» nella modifica della composizione del campione avvenuta nel 2015³.

³ Dunque il salto osservabile per alcune variabili tra il 2014 e il 2015 non è indicativo dell'effettiva variazione tra i due anni, giacché nel 2015 è stata aggiornata la composizione del campione che aveva, nel tempo, perso di rappresentatività. Tuttavia, rimane indicativo l'andamento di medio periodo tra il 2009 e il 2016, anni entrambi nei quali il campione è sicuramente rappresentativo dell'intera popolazione, così come è indicativa la variazione tra il 2015 e il 2016.

Figura 2.6 – Posizione lavorativa del capofamiglia
(valori percentuali)



Il lavoro dipendente, che riguardava il 41,7 per cento dei capifamiglia nel 2009, nel 2016 riguarda solo più il 35,8 per cento, mentre il lavoro indipendente passa, nello stesso periodo, da più di un quarto a meno di un quinto della popolazione dei capifamiglia. I capifamiglia pensionati, dal 23 per cento del 2009, salgono nel 2016 al 34,2 per cento della popolazione. Sia per quanto riguarda il lavoro indipendente sia per i pensionati, è evidente l'effetto della modifica della struttura demografica, catturato dal cambio di campione del 2015.

Le posizioni di lavoro a tempo determinato, che si erano mantenute tra circa il 5 e circa il 6 per cento per lo più fino all'*Indagine* 2013, scendono al 3,7 per cento nel 2016. La voce «altro» rimane sostanzialmente invariata rispetto a un anno fa, ma dal 2009 a oggi è passata da meno del 3 per cento a più del 6 per cento dei capifamiglia; inoltre, nel 2016 è costituita per quasi il 60 per cento da disoccupati o soggetti in cerca di prima occupazione (erano circa il 40 per cento nel 2009, ma circa il 70 per cento nel 2015).

Nel complesso, tuttavia, nel periodo successivo alla crisi i capifamiglia hanno continuato a godere di una posizione che garantisce una certa stabilità del reddito, siano essi dipendenti a tempo indeterminato o lavoratori indipendenti o anche, ovviamente, pensionati. Tali posizioni riguardavano il 91,5 per cento dei capifamiglia nel 2009 e riguardano l'89,9 per cento di essi nel 2016; quest'anno, inoltre, si osserva un miglioramento rispetto all'88,4 per cento del 2015.

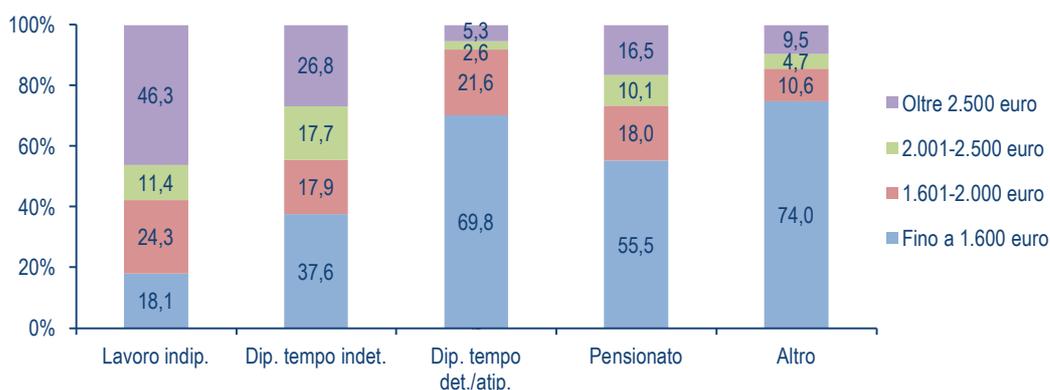
Rispetto a un anno fa, i dati sembrano suggerire che l'assestamento è ancora in corso, che riguarda da vicino il ruolo e il percorso lavorativo della donna e che si combina necessariamente in sinergia con l'allungamento dei percorsi formativi in età giovanile, mentre appare in contrasto con l'obiettivo di incrementare rapidamente i tassi di partecipazione femminile al mercato del lavoro. Al contrario, quelli degli anziani sono incrementati «per legge» con le

riforme delle pensioni, sebbene non a sufficienza (e nemmeno sarebbe possibile chiederlo) per annullare la tendenza di lungo periodo alla diminuzione del rapporto tra lavoratori e pensionati.

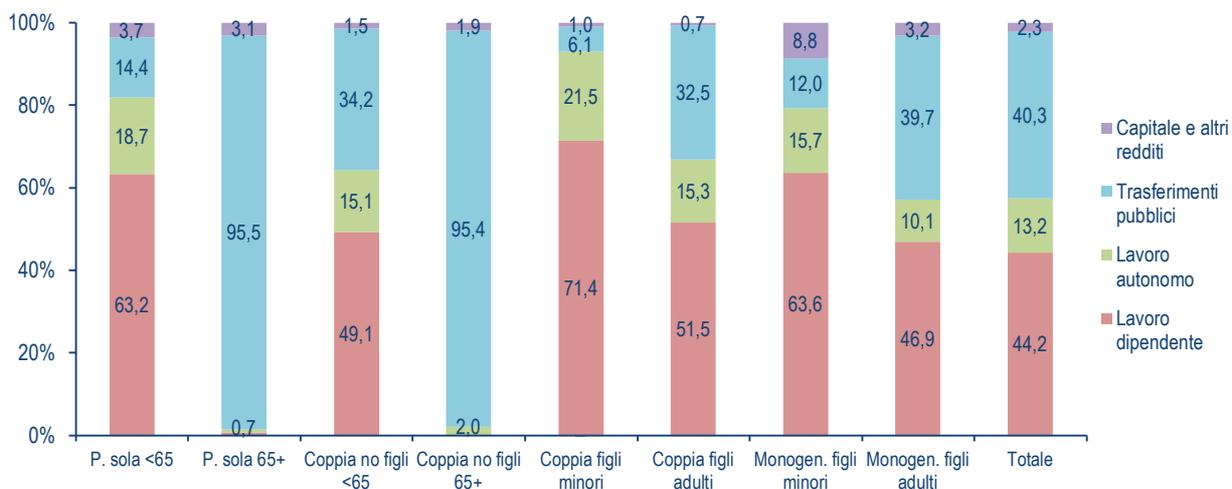
2.4. Il reddito tra sobrietà e incertezza

Da quanto appena visto deriva che molte famiglie potrebbero aver perso il sostegno monetario dei componenti in condizioni occupazionali in qualche modo precarie. Tuttavia, va ricordato che la grande maggioranza delle famiglie può contare su una posizione lavorativa consolidata, oppure sulla pensione, del capofamiglia, e questo, se unito a un ridimensionamento delle aspettative, può essere compatibile con la diagnosi dell'anno passato, che vedeva la famiglia riappropriarsi del controllo del proprio bilancio e il timido ritorno della capacità di risparmiare. Resta da vedere se tali strutture famigliari, che saranno guidate sempre meno da lavoratori e sempre più da pensionati, avranno la forza di «agganciare» la ripresa.

Figura 2.7 – Reddito familiare mensile netto per posizione lavorativa del capofamiglia...



...e principale fonte di reddito per tipologia familiare (valori percentuali)



Fonti: *Indagine sul Risparmio 2016* (primo grafico) ed elaborazioni Centro Einaudi su dati Istat 2013 (secondo grafico; i trasferimenti pubblici includono le pensioni)

Il primo grafico della figura 2.7 viene dalla nostra *Indagine* e mostra che poco meno del 36 per cento delle famiglie il cui capofamiglia gode di un lavoro a tempo indeterminato ricadono in una fascia di reddito media (tra 1.600 e 2.500 euro netti al mese), mentre quasi il 27 per cento ha un reddito superiore a 2.500 euro al mese e poco meno del 38 per cento si ferma al di sotto dei 1.600 euro. Purtroppo, abbiamo visto (figura 2.6) come l'incidenza sul totale delle famiglie di questa tipologia relativamente solida dal punto di vista del reddito si sia via via ridotta. Un forte calo ha subito anche l'incidenza delle famiglie guidate da un lavoratore indipendente: tra esse, circa il 36 per cento appartiene alla fascia media di reddito, ma ben il 46,3 per cento ha un reddito superiore ai 2.500 euro e solo il 18,1 per cento è sotto i 1.600 euro. I capifamiglia pensionati sono invece molto aumentati dal 2009 a oggi e, benché godano di un reddito stabile, più di metà delle loro famiglie si colloca al di sotto dei 1.600 euro al mese⁴. Infine, è evidente come le due rimanenti posizioni lavorative (tempo determinato/lavoro atipico, «altro») siano caratterizzate da condizioni reddituali della famiglia alquanto deboli.

Tutto questo sembra indicare che il ruolo della famiglia come «ammortizzatore sociale di lungo periodo» – ruolo che, si è detto, dovrebbe accompagnare la ripresa – si stia esaurendo con il progressivo invecchiamento della popolazione. Il secondo grafico della figura 2.7 riporta la principale fonte del reddito familiare sulla base della tipologia del nucleo: si osserva, prima di tutto, che il 34,2 per cento delle coppie in età lavorativa senza figli conta sui trasferimenti pubblici come entrata primaria. Non si tratta, presumibilmente, di un portato della crisi (i dati della figura non hanno subito grandi variazioni dal 2007) quanto piuttosto del fatto che i nuclei, anche giovani, con i maggiori problemi economici hanno pure più difficoltà nell'espandere la famiglia.

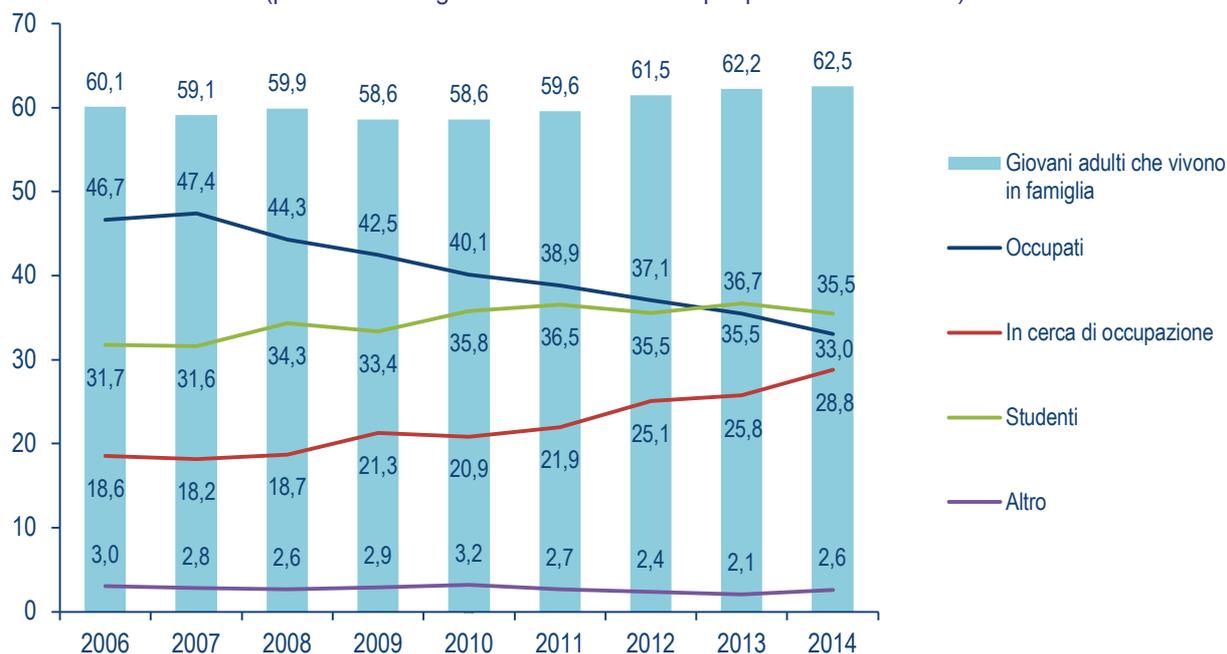
È altresì strutturale, legato all'età e al sistema di *welfare*, il fatto che il reddito da pensione costituisca di gran lunga l'entrata principale (in oltre il 95 per cento dei casi) per gli anziani soli e le coppie anziane senza figli; al contrario, come è d'altra parte auspicabile, la quasi totalità (93 per cento) delle coppie con figli minori si sostiene con un reddito da lavoro dipendente o autonomo.

I trasferimenti pubblici tornano a giocare un ruolo di rilievo – presumibilmente, anche in questo caso, legato all'età – per il 32,5 per cento delle coppie con figli adulti e per il 40 per cento dei nuclei monogenitoriali con figli adulti. Questo può indicare situazioni di vulnerabilità laddove sul reddito del capofamiglia pensionato venga a gravare il sostegno dei figli che hanno perduto o non riescono ad accedere al lavoro.

Un caso particolare è quello dei giovani adulti che vivono in famiglia: la figura 2.8 mostra come circa il 60 per cento dei 18-34enni viva in famiglia con almeno un genitore. Si tratta di un valore abbastanza stabile, che ha conosciuto una lieve riduzione tra il 2006 e il 2010 e un lieve incremento tra il 2010 e il 2014. Tuttavia, pare azzardato dedurre che la crisi del 2008 sia stata determinante per la scelta dei giovani adulti tra rimanere in famiglia e fondare un nucleo autonomo.

⁴ Si noti che per quanto alto possa essere il rapporto tra pensione e retribuzione, è sostanzialmente impossibile che sia superiore all'80 per cento della retribuzione nel pieno della carriera. Questo significa che possiamo ragionevolmente aspettarci che i lavoratori con un reddito nella fascia 1.601-2.000 euro ricadano, da pensionati, nella fascia fino a 1.600 euro, salve eventuali fonti di reddito diverse dalla pensione.

Figura 2.8 – Giovani celibi e nubili tra i 18 e i 34 anni che vivono in famiglia con almeno un genitore
(percentuali sui giovani adulti e divisione per posizione lavorativa)



Elaborazioni Centro Einaudi su dati Istat

I dati mostrano in modo chiaro, invece, che la crisi ha minato la capacità di questi giovani di contribuire al sostegno economico del nucleo familiare: quasi metà di essi risultano occupati nel 2007, mentre dal 2008 la discesa è continua e nel 2014 gli occupati sono solo un terzo; al contempo, i soggetti in cerca di occupazione passano dal 18,6 per cento del totale a quasi il 29 per cento⁵. È certamente possibile, come si è più sopra accennato, che una parte di tali giovani, soprattutto nella fascia tra 18 e 24 anni, abbia deciso di allungare il percorso formativo. Tuttavia, gli studenti tra il 2006 e il 2014 non sono aumentati di molto, passando da poco meno di un terzo a poco più di un terzo (dal 31,7 al 35,5 per cento) del totale.

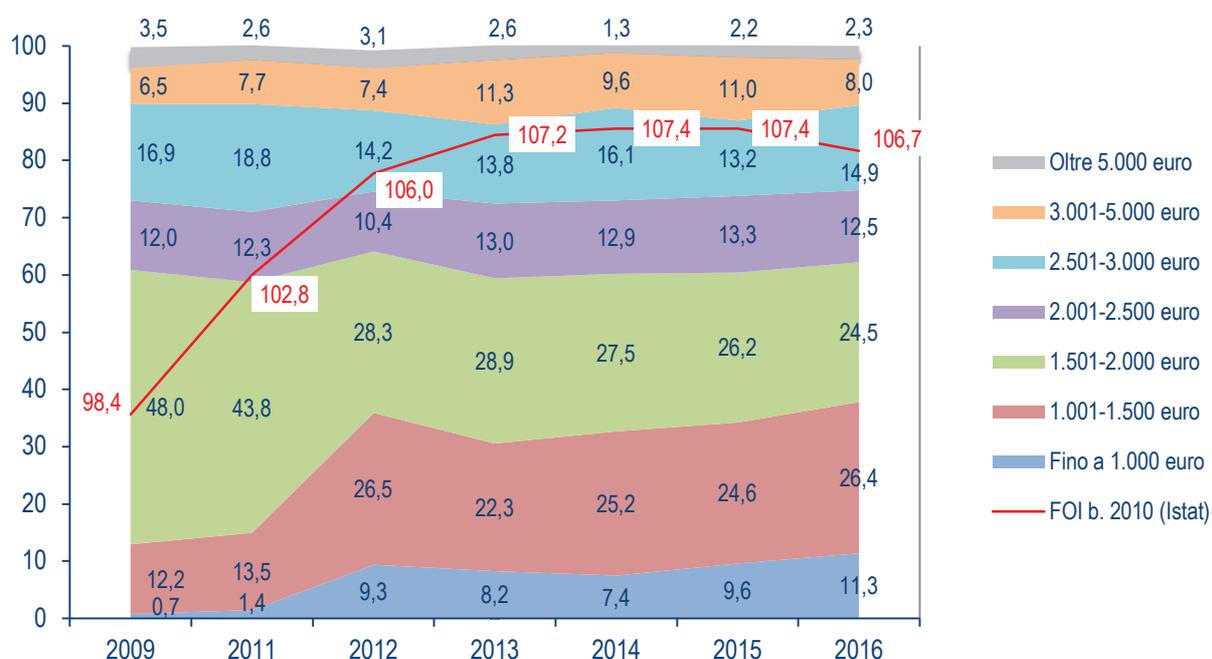
La lettura congiunta di questi dati mostra come una certa solidità reddituale sia legata alla formazione della famiglia «tradizionale» (coppia con figli minori). Potrebbe invece essersi indebolita, e indebolirsi in prospettiva, la capacità della famiglia di sostenere a lungo termine i figli adulti, che a causa della crisi ritardano l'accesso al mondo del lavoro o perdono l'occupazione. Tutto questo a fronte di una riduzione del reddito familiare, probabilmente dovuta non solo alla crisi ma anche a una tendenza demografica di lungo periodo.

La serie storica del reddito mensile familiare netto (figura 2.9) mostra come si sia drasticamente ridotta, a partire dal 2009, la fascia di reddito intermedia (tra 1.500 e 2.000 euro): da circa la metà della popolazione, è passata a poco più di un quarto nel 2015, fino a meno di un quarto nel 2016. All'opposto, le fasce di reddito superiore ai 2.000 euro mensili vedono una sostanziale stabilità, aumentando di poco più di un punto percentuale negli ultimi otto

⁵ Si tratta di un andamento compatibile con l'eliminazione delle posizioni di lavoro precarie in seguito alla crisi economica. Si ricordi, infatti, che per l'Istat è occupato chi, nella settimana in cui viene effettuata la rilevazione, ha svolto almeno un'ora di lavoro in una qualsiasi attività che preveda un corrispettivo monetario.

anni, mentre l'ampliarsi delle fasce più deboli è evidente: tra i 1.000 e i 1.500 euro si passa da circa il 12 a circa il 27 per cento in otto anni; la fascia sotto i 1.000 euro, quasi inesistente nel 2009, riguarda nel 2016 l'11,3 per cento delle famiglie. Entrambi i gruppi sono cresciuti di circa 2 punti percentuali nell'ultimo anno.

Figura 2.9 – Reddito mensile netto della famiglia e indice dei prezzi (FOI)
(valori percentuali)



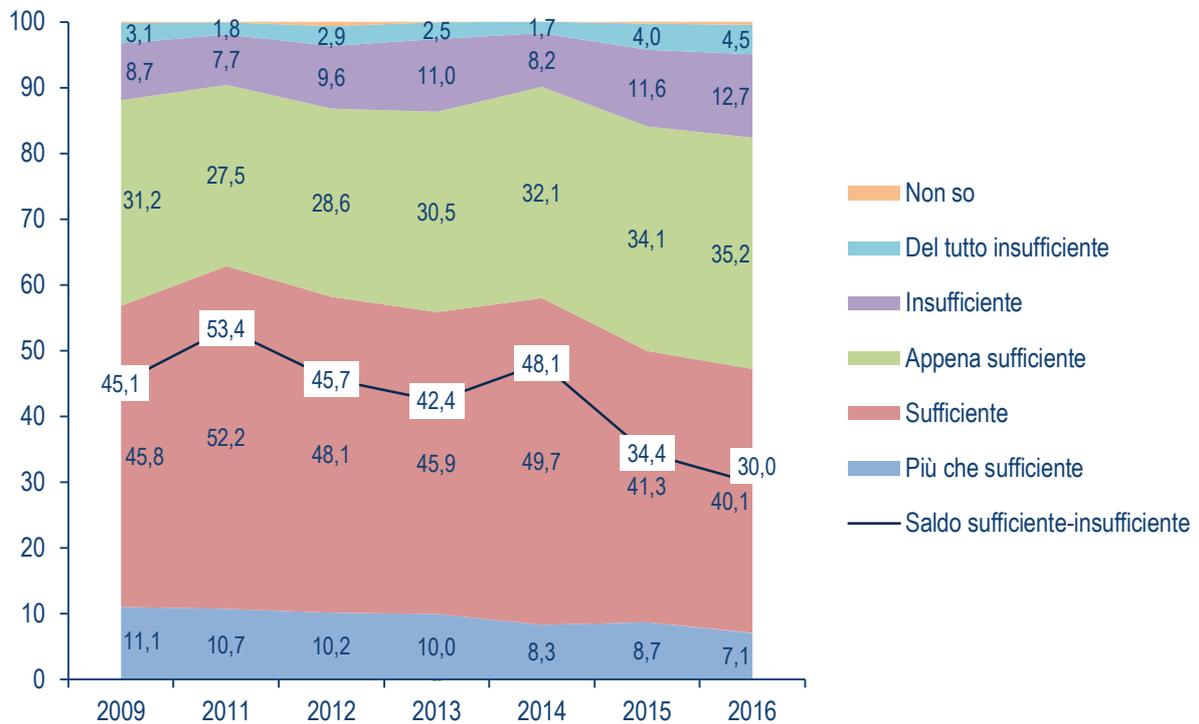
Per avere, tuttavia, un'idea precisa della capacità di riprendere un percorso di crescita, è importante confrontare il reddito con le esigenze delle persone. In presenza di un reddito più basso, infatti, il ridimensionamento delle esigenze potrebbe comunque consentire un percorso di accumulo, nel quadro di uno stile di vita più sobrio ma pur sempre orientato alla progettazione del futuro: ricostruire quel che si è perduto sarà faticoso quanto possibile, si era detto l'anno passato.

È stato così chiesto agli intervistati se ritenessero il loro reddito «sufficiente» o «insufficiente» (figura 2.10). Su questo fronte ritroviamo, rafforzate, le ambiguità del 2015. Tra l'Indagine del 2009 e quella di quest'anno, coloro che ritengono il reddito sufficiente sono scesi da circa il 46 per cento a circa il 40 per cento, e la tendenza è continuata nell'ultimo anno. Parallelamente, sono diminuiti coloro che considerano il reddito «più che sufficiente», sicché, negli ultimi otto anni, i giudizi positivi sul reddito sono passati da quasi il 57 per cento a poco più del 47 per cento.

Si conferma anche nel 2015 l'allargamento della fascia, o, meglio, della linea di incertezza di coloro che giudicano il loro reddito «appena sufficiente»: essi costituivano poco più di un quarto della popolazione nel 2011, superano il 35 per cento nel 2016. Quante più persone si «affollano» su tale linea di confine, tante più persone tenderanno a passare, da un anno all'altro, nell'area della sufficienza o in quella dell'insufficienza del reddito; a quest'ultima, che raccoglieva poco meno del 10 per cento degli intervistati nel 2011, appartiene oggi oltre il 17 per cento.

Figura 2.10 – «Lei ha in questo momento un reddito sufficiente o insufficiente?»

(tenendo conto anche di eventuali pensioni, risparmi e altre fonti di reddito della famiglia; valori percentuali)



Al contempo, e per conseguenza, l'allargamento dell'area di incertezza produce importanti variazioni, da un anno all'altro, del saldo tra coloro che ritengono il loro reddito sufficiente e coloro che lo ritengono insufficiente. Vediamo così, negli ultimi otto anni, due importanti oscillazioni positive (nel 2011 e nel 2014) di tale saldo, ma tra il 2015 e il 2016⁶ ne rileviamo anche la riduzione di ben 4 punti percentuali, a completamento di una non felice evoluzione di medio periodo (–15 punti tra il 2009 e il 2016).

Il peggioramento di un saldo tra percentuali è qualcosa di più complicato di quanto non appaia a prima vista. Ne deriva che ogni tentativo di scomporlo per categorie (figura 2.11) deve essere interpretato con cautela, poiché la variazione del saldo complessivo dipende sia dalla variazione rilevata all'interno di una singola categoria (uomini, donne, fasce d'età, eccetera) da un anno all'altro, sia dall'eventuale modifica del peso delle singole categorie all'interno della popolazione⁷.

Ciò nondimeno, appare possibile proporre alcune osservazioni sul peggioramento tra l'Indagine del 2015 e quella di quest'anno. I dati mostrano che gli uomini e le donne contribuiscono in modo sostanzialmente equivalente alla variazione complessiva, contrariamente a quel-

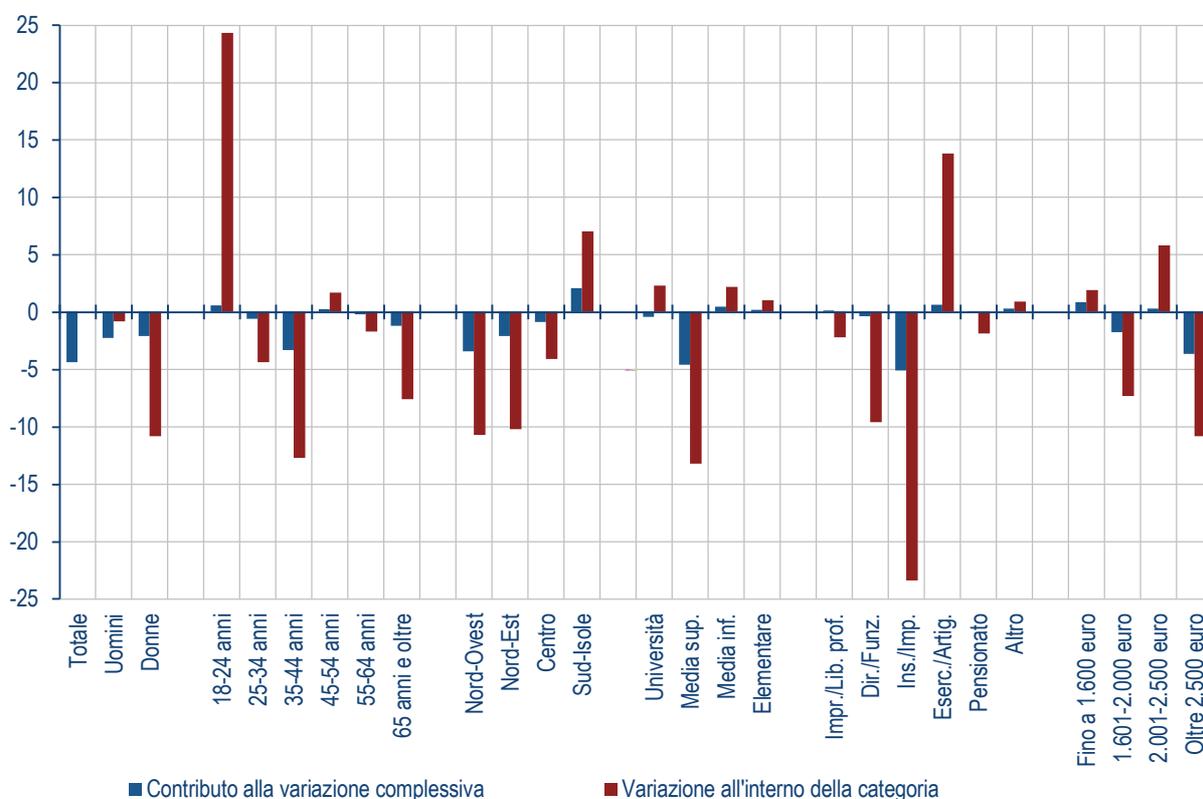
⁶ La riduzione di 14 punti percentuali tra il 2014 e il 2015 è dovuta, per circa 9 punti, all'aggiornamento del campione a cui si è già accennato; ma è effettiva, e tutta nell'anno, quella tra il 2015 e il 2016, così come è effettiva la riduzione dal 2009.

⁷ Si consideri, ad esempio, di voler scomporre la differenza di 4 punti percentuali tra il 2016 e il 2015 attribuendone una parte agli uomini e una parte alle donne. La parte relativa agli uomini (e, simmetricamente, quella relativa alle donne) potrebbe essere così scritta: $s(u, 15)q(u, 15) - s(u, 16)q(u, 16)$, dove $s(u, x)$ indica il saldo relativo alla popolazione maschile, e in proporzione a tale popolazione, nell'anno x , mentre $q(u, x)$ indica la quota di uomini sulla popolazione complessiva nell'anno x .

lo che accadeva l'anno passato, quando il contributo delle donne era più rilevante. D'altra parte, al suo interno, la categoria donne peggiora di oltre 10 punti, a fronte di un dato negativo molto più contenuto della categoria uomini.

Scomponendo la variazione per fasce d'età, si osserva che essa è quasi tutta dovuta ai 35-44enni, il cui contributo era invece sostanzialmente nullo nel 2015. Si tratta della fascia più colpita anche al proprio interno, per la quale, forse, la progressione del reddito non va di pari passo con le esigenze che si hanno nel pieno della vita familiare. Anche gli over 65 fanno registrare un peggioramento non irrilevante al proprio interno, ma contribuiscono poco alla variazione complessiva.

Figura 2.11 – Scomposizione del peggioramento del saldo di percezione del proprio reddito
(valori percentuali)



Dal punto di vista geografico troviamo, all'opposto dell'anno passato, il Sud in controtendenza e il Centro-Nord responsabile del peggioramento. Il dato è coerente con quanto accade all'interno delle varie aree: infatti, la percezione dell'adeguatezza del reddito peggiora radicalmente nel Nord, è in linea con la media nazionale nel Centro, migliora nel Sud. Si tratta di un fatto interessante, considerato che i primi segnali di dinamismo economico vengono dal Nord; ma occorre sempre ricordare che il termine «reddito sufficiente» è legato anche all'evoluzione delle esigenze e non solo a quella delle entrate.

Coloro che hanno un'istruzione media superiore, le professioni impiegatizie e i redditi più alti sono gli altri gruppi che contribuiscono in modo rilevante al peggioramento del saldo complessivo, in linea con quanto ritroviamo all'interno delle singole categorie. D'altra parte, si tratta di gruppi, ovviamente, in qualche modo legati tra loro: al netto peggioramento del saldo

di chi ha un'istruzione media superiore fa riscontro, presumibilmente, il forte peggioramento delle professioni impiegatizie, ancorché soffrano anche quelle dirigenziali (a fronte di una sostanziale invarianza di chi ha un'istruzione universitaria). In difficoltà rispetto alle proprie esigenze si trova chi ha un reddito medio-basso (tra 1.600 e 2.000 euro netti al mese) e chi ha un reddito alto (superiore a 2.500 euro), mentre sembrano meglio adattare le esigenze alle proprie entrate le categorie a reddito medio (tra 2.000 e 2.500 euro) e basso (inferiore a 1.600 euro).

La ripresa, in definitiva, non sembra essersi ancora trasmessa chiaramente alle famiglie. Molte, come si è visto nelle precedenti edizioni dell'*Indagine*, hanno modificato in senso più sobrio le abitudini di vita e di consumo. Forse questo adattamento non è ancora sufficientemente diffuso o completo, e il risultato sulle abitudini di consumo e sul risparmio deve essere indagato.

2.5. Consumi: la prudenza si consolida, ma cambiano le aspettative

Uno dei punti forse più chiari emersi dall'*Indagine* dell'anno scorso è che le famiglie sono state capaci di adattare il proprio stile di vita al mutato, e peggiorato, contesto economico. Un punto altrettanto chiaro dell'*Indagine* di quest'anno è che non hanno smesso di farlo (figura 2.12).

Nel 2014 il numero di coloro che dichiaravano che la loro famiglia aveva dovuto rivedere le spese nell'ultimo triennio faceva registrare una contrazione per quasi tutte le voci di spesa. La tendenza non era più confermata nel 2015 ed è del tutto assente nel 2016: quest'anno, anzi, per quasi tutte le voci gli intervistati che dichiarano una riduzione nell'ultimo triennio sono pari o superiori a quelli del 2015.

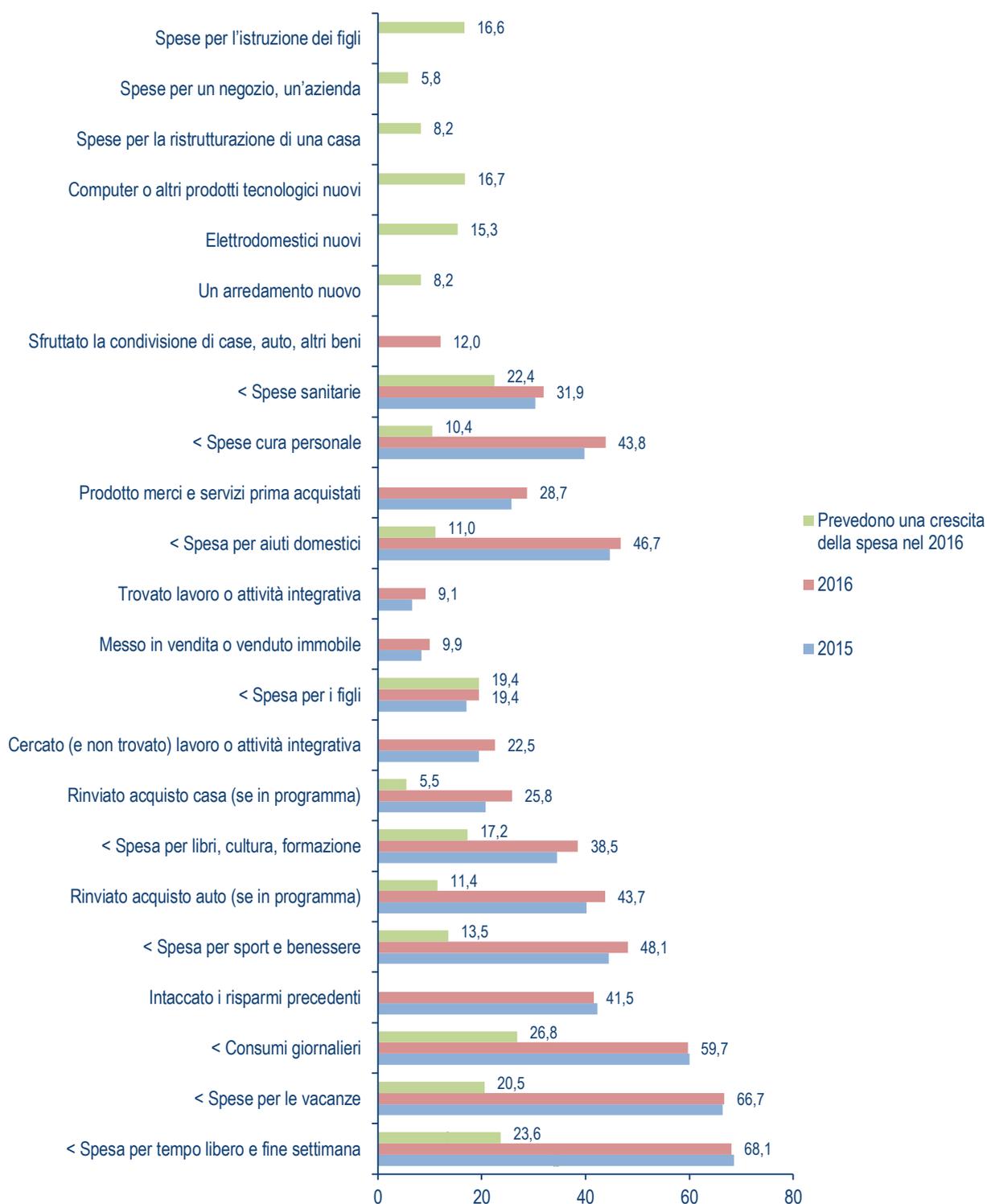
In particolare, in linea con il 2015⁸, il 59,7 per cento delle famiglie ha ridotto i consumi giornalieri, il 66,7 per cento le spese per le vacanze e il 68,1 per cento le spese per il tempo libero e per il fine settimana; quasi un quinto ha ridotto le spese per i figli. Lievi incrementi si rilevano per le famiglie che riducono le spese sanitarie (che raggiungono circa il 32 per cento) e così per tutte le altre voci, tra le quali si conferma importante la rinuncia agli aiuti domestici, che riguarda quasi la metà delle famiglie. Alquanto preoccupanti, per gli effetti sulla crescita nel breve e nel lungo periodo, sono il rinvio dell'acquisto di beni durevoli e la riduzione delle spese per la cultura e la formazione.

L'*Indagine* 2016 mostra anche che più di un quarto delle famiglie ha dovuto, negli ultimi tre anni, rinunciare all'acquisto di un immobile: questo testimonia, da un lato, l'esistenza di una domanda potenziale ancora viva per il bene casa, dall'altro la chiara difficoltà di tradurla in uno stimolo reale al settore delle costruzioni. Il fatto che più del 28 per cento delle famiglie abbia deciso di produrre al suo interno beni e servizi prima acquistati all'esterno può essere

⁸ Vale la pena ricordare, anche quest'anno, che la domanda si riferisce ai tre anni precedenti, dunque la variazione tra un anno e l'altro rappresenta sempre un saldo tra le famiglie che hanno adottato comportamenti di difesa nell'ultimo anno e quelle che lo avevano già fatto tre anni prima e quindi non sono più conteggiate.

in qualche modo legato al ritorno alla produzione domestica di alcuni soggetti che hanno perso il lavoro; d'altra parte, più di un quinto delle famiglie ha sperimentato la ricerca infruttuosa di un lavoro o di un'attività integrativa.

Figura 2.12 – «In conseguenza della crisi iniziata nel 2008, la Sua famiglia, negli ultimi tre anni, ha...»
(valori percentuali; per confronto, sono state inserite le voci che la famiglia pensa di poter incrementare nel 2016 prevedendo una ripresa)



A partire dall'*Indagine* di quest'anno si è anche deciso di chiedere se, a fronte della ritrovata crescita del PIL nel 2015, si programmasse per il 2016 qualche spesa aggiuntiva. Le famiglie che pensano di poter incrementare la spesa sono una decisa minoranza per tutte le voci, ma il dato, letto in modo forse un po' ottimistico, segnala comunque un recupero rispetto ai comportamenti difensivi adottati nel triennio precedente. Se dunque quasi un quinto delle famiglie aveva ridotto la spesa per i figli, altrettante ritengono di poterla incrementare nel 2016; le spese sanitarie crescerebbero per il 22 per cento delle famiglie (recuperando così gran parte della riduzione); poco più di un quarto delle famiglie pensa di poter aumentare i consumi giornalieri, poco meno di un quarto le spese per il tempo libero; il 20 per cento immagina di spendere di più per le vacanze; ampiamente sotto il 20 per cento si ferma chi intende incrementare le spese per sport e benessere, l'automobile, la cultura, gli aiuti domestici, ossia le voci che erano state maggiormente tagliate nel triennio precedente e per le quali, evidentemente, sarà più difficile ripristinare i livelli di spesa. Non basta, infine, un anno di crescita stentata per tradurre in atto nel 2016 la domanda potenziale di abitazioni.

Non stupisce chi scrive, né dovrebbe stupire il lettore, il fatto che le famiglie non reagiscano con entusiasmo alla debole ripresa: è addirittura in qualche modo confortante vedere un recupero di quelle voci che è più penoso tagliare (le spese per la salute e per i figli), mantenendo comunque la prudenza e il controllo del bilancio familiare; ma è un segnale più interessante il netto schiarirsi delle aspettative circa gli effetti della crisi (figura 2.13) rispetto all'*Indagine* 2015.

Nel 2015 oltre la metà del campione prevedeva nell'anno un aggravarsi delle conseguenze della crisi: i dati che abbiamo finora analizzato lo confermano. Per il 2016, al contrario, circa il 60 per cento degli intervistati prevede effetti della crisi stabili o in diminuzione. Tra le diverse categorie di persone, è in netta controtendenza chi ha un'istruzione bassa, con il 65 per cento che prevede un aggravamento, mentre i pensionati si dividono più o meno equamente tra coloro che si aspettano un aggravamento e coloro che propendono per una stabilità o un miglioramento, con una lieve prevalenza dei primi.

Quasi i tre quarti di chi ha un'istruzione universitaria prevede un'evoluzione positiva nel 2016, così pure oltre il 90 per cento di chi riveste ruoli dirigenziali e circa il 72 per cento degli imprenditori e liberi professionisti. Tra i lavoratori autonomi (esercenti/artigiani) gli ottimisti raggiungono quasi l'80 per cento, mentre il Nord-Est è l'area geografica con le migliori aspettative.

Nel confronto con l'anno passato (figura 2.14), è evidente la diminuzione, per tutte le categorie considerate, delle aspettative di aggravamento, che rimangono sostanzialmente stabili solo per quanti hanno la licenza elementare e per i pensionati. È confermata, e si rafforza nettamente rispetto al 2015, la tendenza all'incremento dei giudizi di stabilità; anzi, per la prima volta emerge con decisione, e per tutte le categorie, un maggior numero di giudizi di miglioramento.

In estrema sintesi, la crisi non ha ancora lasciato le famiglie italiane, che anche quest'anno hanno rinunciato a molte vecchie abitudini (in effetti, avevano previsto di farlo già l'anno scorso). Tuttavia, finalmente il nostro campione guarda al futuro con una vena di ottimismo. Speriamo che anche questa volta abbia ragione: se così fosse, ne vedremo probabilmente gli effetti sul risparmio nell'*Indagine* del prossimo anno.

Figura 2.13 – «Gli effetti della crisi sul bilancio della Sua famiglia nel 2016 saranno...»
(valori percentuali)

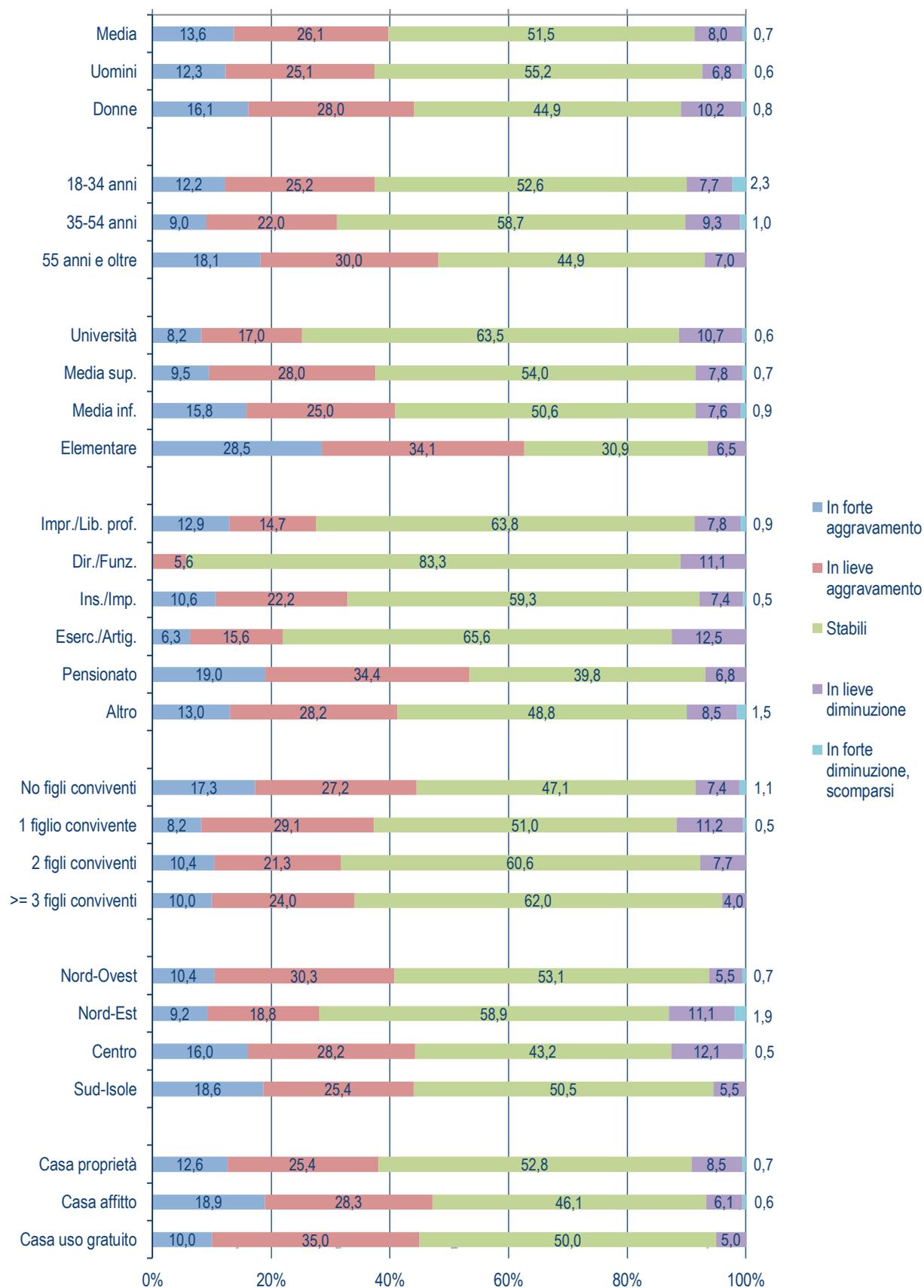
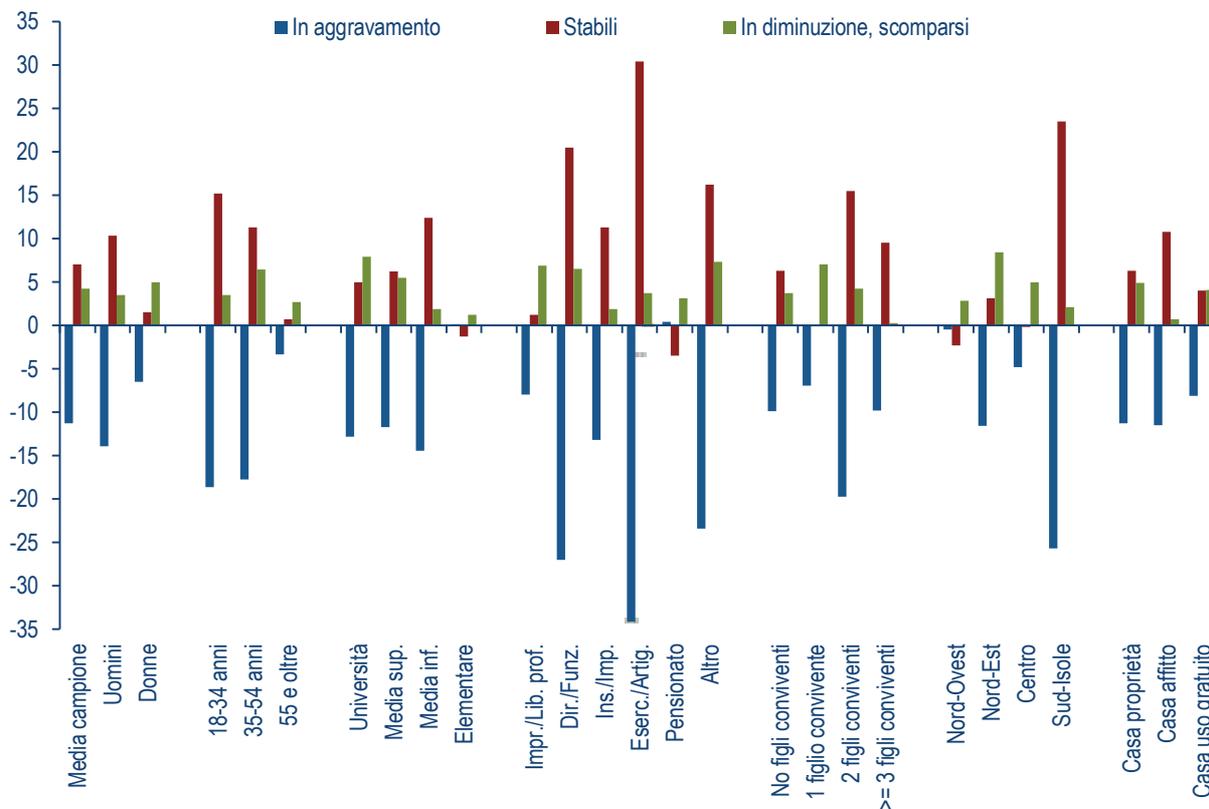


Figura 2.14 – Variazione delle aspettative positive o negative rispetto al 2015
(in percentuale)



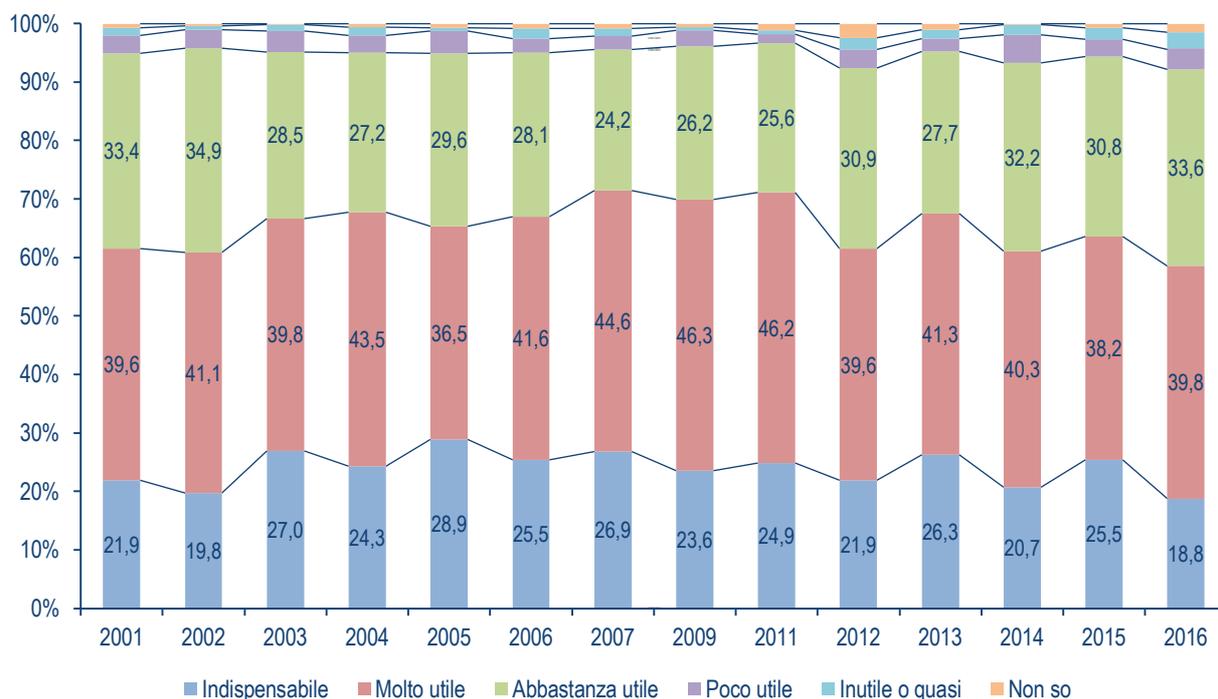
2.6. Il risparmio manda segnali ambigui

Il risparmio è uno strano oggetto, legato nelle intenzioni alle aspettative e a giudizi di valore e, nel concreto, alle abitudini di vita e all'effettiva liquidità disponibile. A fronte di aspettative che nel 2015 non erano ancora così evidentemente positive, di atteggiamenti che restavano prudenti e di una ripresa che non sembrava avere «agganciato» le famiglie, dobbiamo chiederci che cosa sia successo ai risparmiatori nell'arco di un anno.

Le aspettative giustamente variano nel tempo, ma, a parità di condizioni economiche, non sono «tipiche» di un Paese piuttosto che di un altro. I giudizi di valore, per fortuna, sono forse un po' più stabili nel tempo, ma è senz'altro plausibile che, soprattutto in tema di comportamenti economici, ogni cultura abbia le sue sfumature. Ebbene, l'Italia si conferma un Paese che ama il risparmio (figura 2.15).

La quota di famiglie che ritengono il risparmio «molto utile» oscilla continuamente intorno al 40 per cento negli anni dal 2001 a oggi; quelle che lo giudicano «indispensabile» oscillano tra circa il 20 e circa il 30 per cento; rimangono tra circa un quarto e circa un terzo le famiglie che lo considerano «abbastanza utile». In sintesi, a ritenere il risparmio indispensabile o molto utile restano, negli ultimi sedici anni, tra circa il 60 e circa il 70 per cento del campione, mentre coloro che lo ritengono «poco utile» o «inutile o quasi» raramente superano il 5 per cento (con le eccezioni del 2014 e del 2016, quando raggiungono, rispettivamente, il 6,5 e il 6,3 per cento).

Figura 2.15 – «Per una famiglia come la Sua, risparmiare è una cosa...»
(valori percentuali)



Nel 2016, tuttavia, viene rotta una sorta di «resistenza», giacché per la prima volta i giudizi positivi («indispensabile» e «molto utile») scendono al di sotto del 60 per cento (benché di poco: 58,6 per cento); contemporaneamente, si allarga la zona di confine del risparmio «abbastanza utile» (33,6 per cento), mentre i giudizi negativi risalgono ai livelli del 2014.

È alquanto azzardato sostenere che la rottura della «resistenza» del 60 per cento sia sintomo di un cambio di tendenza culturale; non è escluso, tuttavia, che l'evoluzione della struttura demografica e sociale del Paese possa, nel medio-lungo periodo e in modo del tutto indipendente dalla congiuntura, modificare le preferenze aggregate, anche nei confronti del risparmio.

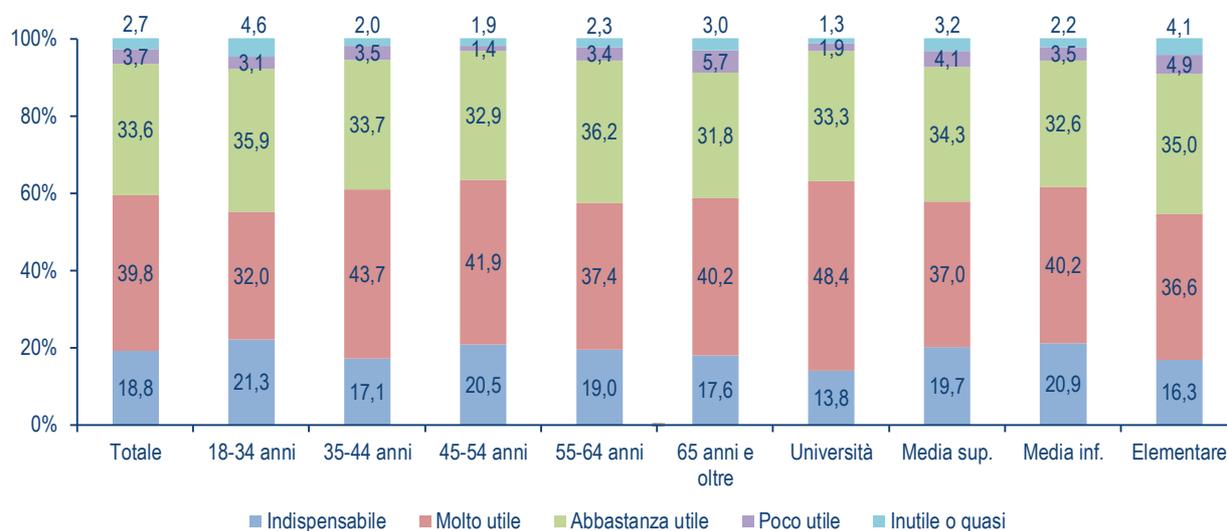
Il primo grafico della figura 2.16 mostra che per alcune fasce d'età e per alcuni livelli d'istruzione la percezione dell'importanza del risparmio è significativamente inferiore alla media del campione: in particolare, coloro che lo reputano molto utile o indispensabile si collocano al di sotto del 60 per cento nella fascia d'età 18-34 anni e nelle fasce d'età superiori ai 55 anni. L'importanza del risparmio è meno sentita per il livello d'istruzione più basso, mentre è sopra la media per chi ha un'istruzione universitaria.

Il fatto che i più giovani e i più anziani siano relativamente meno attenti al risparmio è, tutto sommato, coerente con la teoria economica: i giovani, infatti, tendono a prendere a debito, mentre nel centro della vita si accumula e nell'età avanzata, in teoria, si dovrebbero intaccare i risparmi⁹. L'incremento degli anziani nel medio-lungo periodo (secondo grafico della figu-

⁹ Tutto ciò può essere ovviamente influenzato, nella realtà, da vincoli di liquidità nelle età centrali, per motivi sia congiunturali sia strutturali (come la contribuzione forzata al sistema previdenziale a ripartizione), nonché, in generale, dalla struttura più o meno liquida della ricchezza familiare.

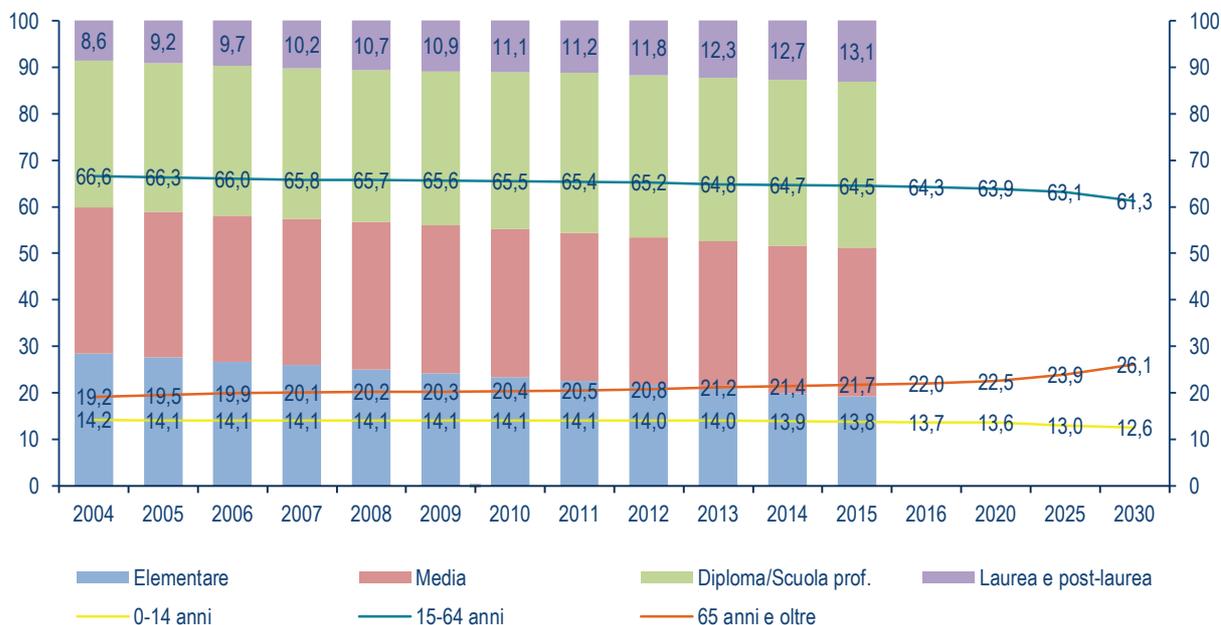
ra 2.16) potrebbe, in questo quadro, influenzare la futura evoluzione, a livello aggregato, della percezione del risparmio. Anche l'aumento dei laureati potrebbe avere un ruolo, ma essi sono ancora una parte decisamente minoritaria della popolazione attiva¹⁰.

Figura 2.16 – «Per una famiglia come la Sua, risparmiare è una cosa...»: a) Confronto per età



b) Confronto per istruzione

(valori percentuali; per i livelli d'istruzione la percentuale è calcolata su chi ha più di 15 anni; le proiezioni demografiche Istat sono riferite allo «scenario centrale»)



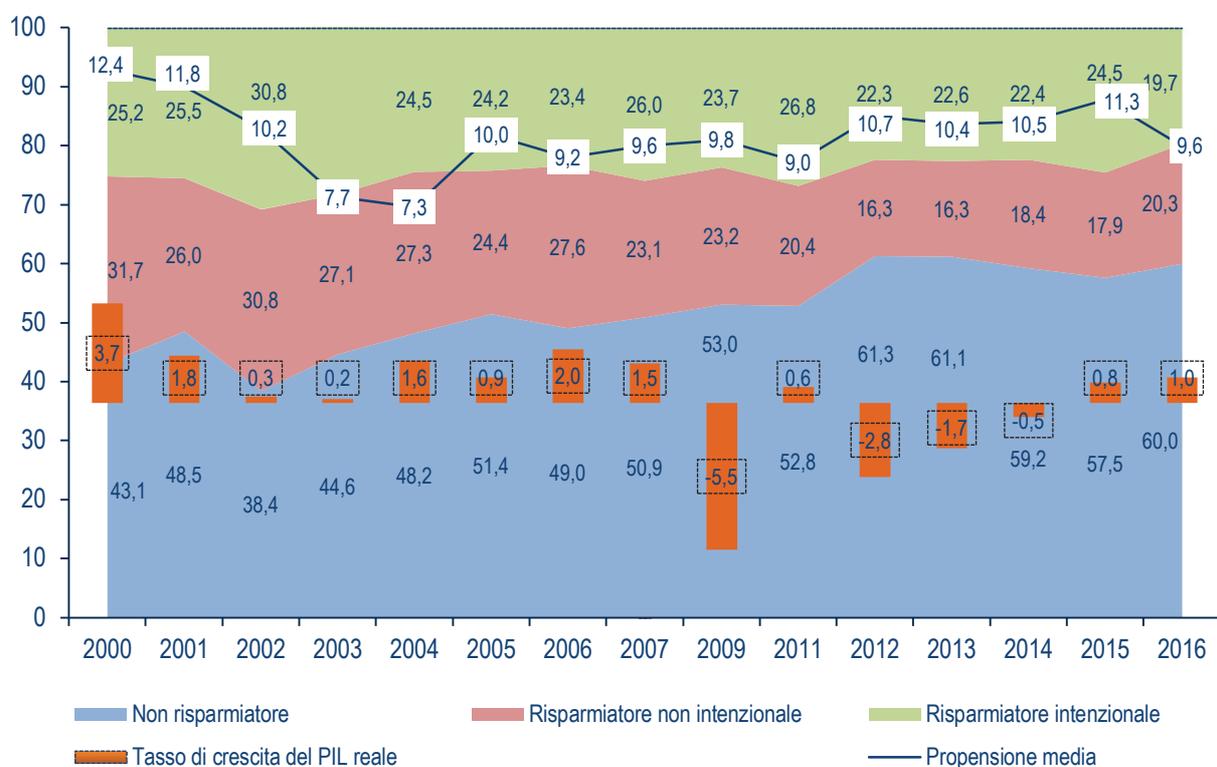
Fonti: *Indagine sul Risparmio 2016* (primo grafico) ed elaborazioni Centro Einaudi su dati Istat 2016 (secondo grafico)

¹⁰ Inoltre, l'effetto non è del tutto chiaro, giacché la percezione del risparmio scomposta per livello di istruzione potrebbe essere correlata alla struttura per età riscontrabile all'interno dei diversi livelli di istruzione.

Non è dunque facile prevedere come le tendenze strutturali di lungo periodo influenzeranno i giudizi di valore. Chi scrive, tuttavia, pensa di poter sostenere che gli italiani sono affezionati al risparmio e lo saranno presumibilmente ancora a lungo. Resta da stabilire se, al di là della percezione positiva, essi siano stati in grado di risparmiare nell'ultimo anno.

La figura 2.17 mostra la forte compressione dei risparmiatori negli ultimi sedici anni. Se nel 2000 costituivano quasi il 57 per cento della popolazione, nel 2007 (poco prima che il PIL cominciasse a scendere) i non risparmiatori hanno superato i risparmiatori: questi ultimi hanno subito una forte contrazione nel 2012-2013, che li ha portati al di sotto dei due quinti della popolazione intervistata. È seguita una graduale rimonta, del tutto azzerata, però, proprio nell'anno in corso, quando i non risparmiatori hanno toccato nuovamente il 60 per cento.

Figura 2.17 – Distribuzione degli intervistati tra risparmiatori e non risparmiatori nei dodici mesi precedenti l'indagine, propensione media al risparmio e tasso di variazione del PIL (valori percentuali)



Fonti per il tasso di crescita del PIL: Istat per gli anni dal 2000 al 2015, FMI per la stima 2016

La domanda sul risparmio divide i risparmiatori in due gruppi: il primo è costituito da chi ha risparmiato con un'intenzione precisa, il secondo racchiude coloro che hanno potuto mantenere nell'anno un certo controllo del bilancio familiare, sicché alla fine dell'anno, pur senza aver avuto uno scopo preciso, si trovano ad aver speso meno di quanto hanno guadagnato.

Il risparmio intenzionale, nel corso degli anni, ha riguardato una quota relativamente stabile, quasi sempre poco al di sotto del 25 per cento della popolazione; l'Indagine di quest'anno lo rileva però, per la prima volta in sedici anni, al di sotto del 20 per cento, in calo di 5 punti percentuali rispetto al 2015.

A fronte di questa riduzione, i risparmiatori non intenzionali aumentano di circa 2 punti e mezzo, così come i non risparmiatori. A questo fa riscontro il calo della propensione media al risparmio, che scende dall'11,3 per cento al 9,6 per cento.

Abbiamo calcolato la propensione media al risparmio chiedendo agli intervistati quale percentuale del loro reddito fossero riusciti ad accantonare. Il dato medio è ponderato per il numero di soggetti, ma non per l'entità del reddito, ed è quasi sempre in controtendenza con le variazioni dei risparmiatori non intenzionali (anche quest'anno è avvenuto così). L'ipotesi è che i risparmiatori non intenzionali abbiano un tasso di risparmio particolarmente basso: quando aumentano, dunque, si riduce la propensione media al risparmio. Il risparmio non intenzionale si forma probabilmente in aree di reddito debole: si tratta di famiglie che sono riuscite a controllare le spese, con esiti positivi, ma certo limitati, in termini di tasso di risparmio¹¹.

I segnali di quest'anno sono di più difficile interpretazione rispetto a quelli del 2015, che vedeva un incremento complessivo dei risparmiatori. È quasi certo, dai dati finora esaminati, che la crisi abbia continuato a pesare sul reddito delle famiglie: in questo quadro, la maggiore difficoltà a risparmiare è coerente con l'aumento degli intervistati che dichiarano di avere un reddito insufficiente o appena sufficiente.

Molte delle famiglie che l'anno scorso erano forse riuscite a controllare le spese e anche a risparmiare, nel 2016 potrebbero essere passate tra i non risparmiatori. D'altra parte, si è visto (figura 2.11) che il confronto tra il reddito e le esigenze è peggiorato nell'ultimo anno quasi per tutti: la conseguente maggiore diffusione di atteggiamenti prudentiali (figura 2.12) potrebbe essere la causa dell'accresciuto risparmio non intenzionale.

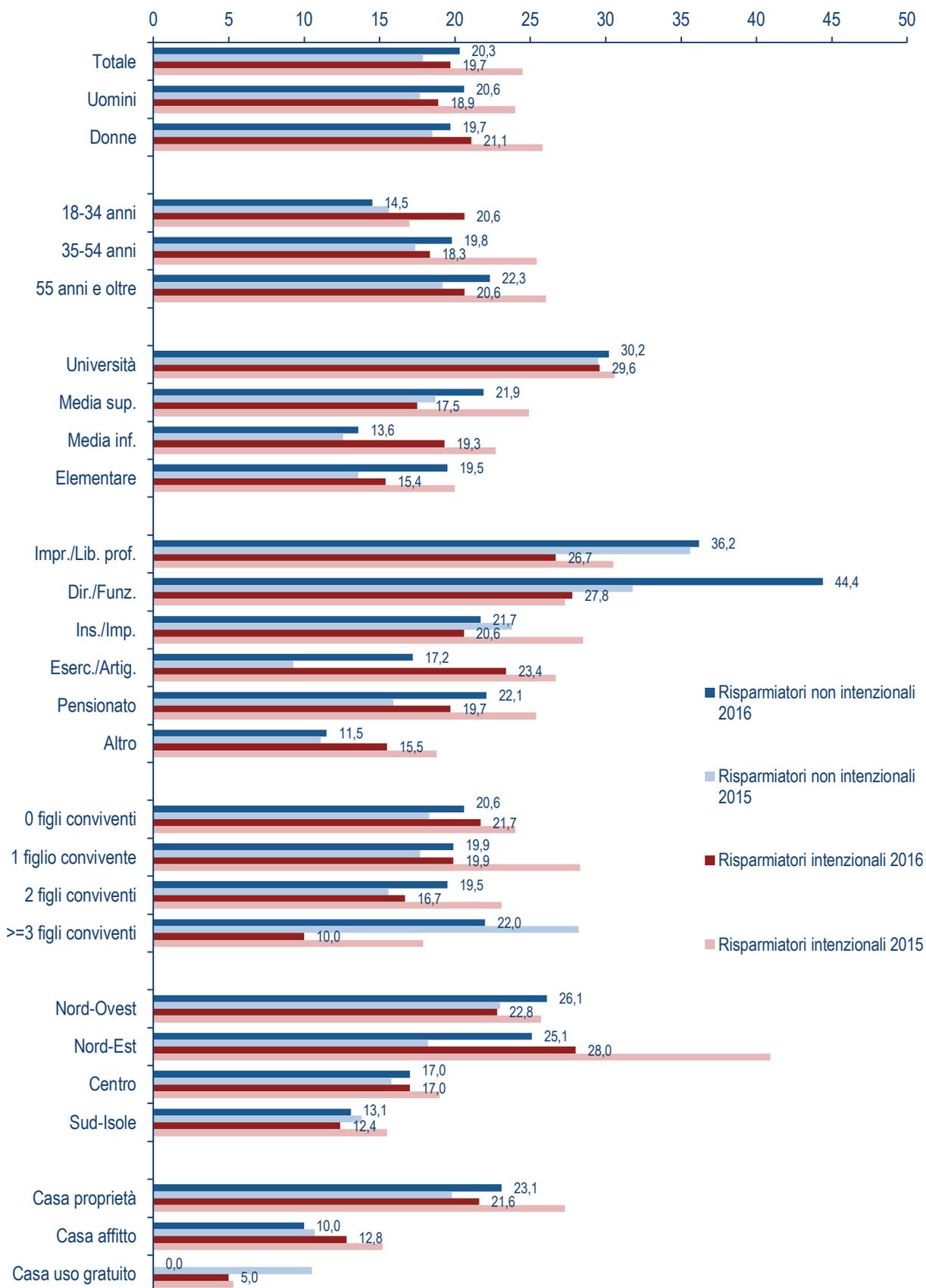
La figura 2.18 ci racconta dove è nato il risparmio nei dodici mesi precedenti l'*Indagine*. Vediamo, prima di tutto, che non si riscontrano sostanziali differenze di genere: sia gli uomini sia le donne replicano più o meno i risultati del campione complessivo.

I dati mostrano un risparmio non intenzionale che cresce con l'età: non si osserva dunque la riduzione che ci si potrebbe attendere alla fine e oltre la carriera lavorativa. D'altra parte, nel confronto con il 2015, si nota per la fascia più giovane una diminuzione del risparmio non intenzionale a fronte di un incremento di quello intenzionale, ossia un'evoluzione opposta a quella che riguarda le altre fasce d'età e il campione nel suo complesso.

Chi ha un livello d'istruzione più elevato riesce più agevolmente a controllare il proprio bilancio, non solo, probabilmente, a causa dell'istruzione, ma anche a causa del fatto che a essa è facilmente legata la posizione lavorativa: in effetti, chi esercita una libera professione o ricopre ruoli dirigenziali vede i più elevati tassi di risparmio non intenzionale. Per i dirigenti e alti funzionari, in particolare, si osserva, rispetto all'*Indagine* del 2015, tanto un notevole incremento del risparmio non intenzionale quanto un lieve incremento di quello intenzionale.

¹¹ Ancorché non si possa escludere che un certo numero di soggetti, pur appartenenti a una fascia di reddito relativamente elevata, mal si adattino agli effetti della crisi e tendano a vivere ai limiti delle proprie possibilità.

Figura 2.18 – Dove nasce il risparmio
(percentuali di risparmiatori non intenzionali e intenzionali)

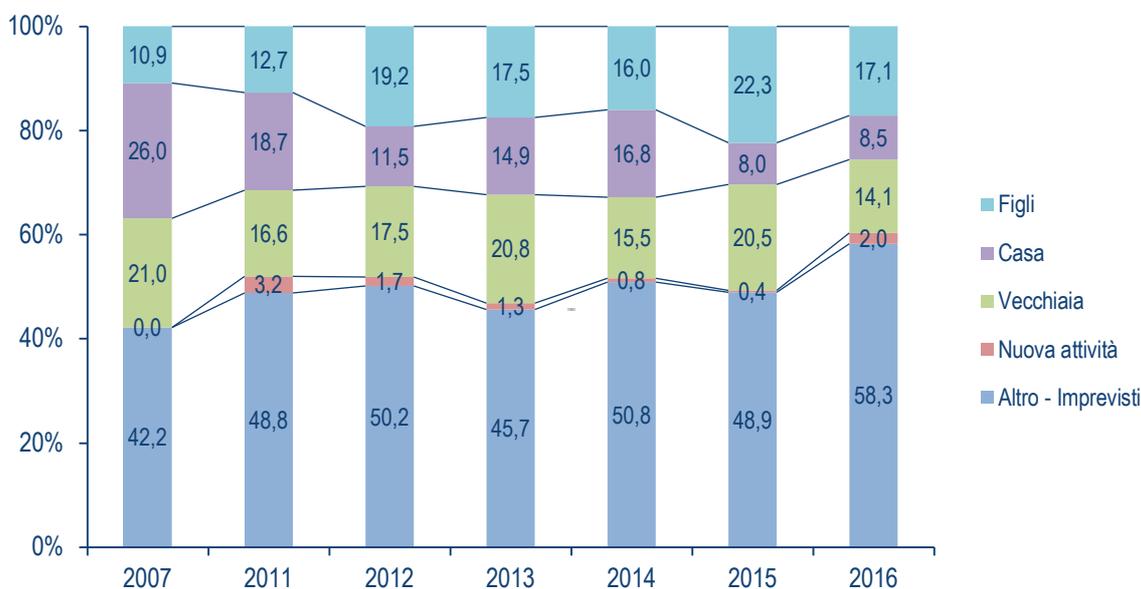


Un segnale univoco di maggiore difficoltà a gestire il proprio bilancio, con una riduzione sia del risparmio non intenzionale sia di quello intenzionale, si riscontra in chi svolge professioni impiegatizie e nelle famiglie numerose; queste ultime, tuttavia, nonostante il peggioramento particolarmente marcato rispetto al 2015, anche nel 2016 fanno meglio delle altre tipologie famigliari.

L'esame delle motivazioni del risparmio intenzionale (figura 2.19) mostra una riduzione, tra l'*Indagine* 2015 e quest'anno, di quelle legate ai figli, che includono sia i motivi ereditari, sia l'istruzione, sia il generico aiuto per «mettere su casa». Rimane stabile la quota di chi risparmia per acquistare o ristrutturare un'abitazione (8,5 per cento), fa capolino chi prova a mettere in piedi una nuova attività (2 per cento), mentre aumenta decisamente la quota di coloro che risparmiano a fini precauzionali, che, da poco meno della metà, arrivano a quasi i tre quinti dei risparmiatori intenzionali.

Figura 2.19 – Le motivazioni del risparmio

(una sola risposta ammessa; valori percentuali sui risparmiatori intenzionali)



I dati vanno interpretati congiuntamente, alla luce sia degli effetti della crisi sia delle dinamiche economiche e demografiche di lungo periodo. In linea di principio, il progressivo invecchiamento della popolazione, soprattutto in presenza di bassa fecondità, non è incoerente con una riduzione del risparmio: il tasso di risparmio individuale, infatti, tende a ridursi dopo i 60 anni (ancorché in Italia meno che in altri Paesi) e, in Italia in particolare, a stabilizzarsi dopo i 70. Il risultato aggregato è meno ovvio poiché dipende dall'evoluzione della struttura delle famiglie¹²: non è escluso, però, che vada nella stessa direzione. D'altra parte, il risparmio non intenzionale potrebbe risultare da una pianificata riduzione del consumo di beni non durevoli, legata sia, come già ricordato, a comportamenti generalizzati di difesa dalla crisi,

¹² Si veda ad esempio, per gli effetti aggregati, C. Casarosa e L. Spataro, *Rate of Growth of Population, Saving and Wealth in the Basic Life-Cycle Model When the Household Is the Decision Unit*, CeRP, 2007, WP 64/07; per i profili individuali, F. Lambert e M. Pignatti, *Saving Behavior Over the Life-Cycle Does Not Differ Across Countries. Portfolio Choices Do*, European Central Bank, 2008.

sia all'approssimarsi della pensione¹³ per le fasce d'età più anziane. Inoltre, il fatto che nel 2015 la ripresa non abbia ancora raggiunto l'economia delle famiglie e la persistente incertezza sul reddito possono aver contribuito all'incremento del risparmio intenzionale a scopi precauzionali nelle fasce d'età più giovani¹⁴, che, al contempo, potrebbero aver ridotto il risparmio per la vecchiaia, dato il già rilevante peso del sistema previdenziale pubblico.

In sintesi, gli anziani potrebbero aver contribuito all'incremento dei risparmiatori non intenzionali; mentre sia i giovani sia gli anziani, per ragioni diverse¹⁵, hanno probabilmente determinato, da un lato, la riduzione dei risparmiatori nel loro complesso, dall'altro l'incremento del risparmio intenzionale a scopi precauzionali e la diminuzione di quello per la vecchiaia.

2.7. Pensare alla vecchiaia non è l'unico problema dei giovani: il risparmio previdenziale

Se il sistema previdenziale, dal punto di vista individuale, può essere visto nel corso della vita lavorativa come una forma di risparmio, nelle età anziane le erogazioni pensionistiche possono invece essere viste individualmente come una fase di decumulo.

Stanti le elevate aliquote di contribuzione, inoltre, i giovani si vedono costretti ad allocare una quota non indifferente del proprio reddito al sistema previdenziale pubblico (e questo può avere effetti su altre forme di risparmio), mentre gli anziani ricevono dal sistema pubblico una buona parte del loro reddito¹⁶.

È quindi in qualche modo sorprendente il risultato che abbiamo ottenuto (figura 2.20) quando abbiamo chiesto al nostro campione, e in particolare agli intervistati che lavorano ancora, se si fossero «fatti i conti» dell'effetto delle ultime riforme pensionistiche.

Quasi la metà del campione non ha pensato agli effetti delle riforme di un sistema che preleva forzosamente circa un terzo del reddito lordo; ancora più sorprendente è il fatto che il disinteresse, riguardo sia all'età del pensionamento sia all'ammontare della pensione, si riscontri principalmente nelle età centrali della vita lavorativa.

Al contrario, con l'avanzare dell'età e della carriera, tra i 45 anni e i 54 anni, il 50,3 per cento degli intervistati comincia a fare i conti sull'età del pensionamento (e il 44,6 per cento sull'ammontare della propria pensione). Solo il 39,5 per cento di coloro che hanno tra 55 e 64 anni ancora non si è chiesto quando andrà in pensione (e il 40,4 per cento con quale asse-

¹³ M. Borella, F. Coda Moscarola e M. Rossi, *(Un)expected Retirement and the Consumption Puzzle*, CeRP, 2011, WP 126/11.

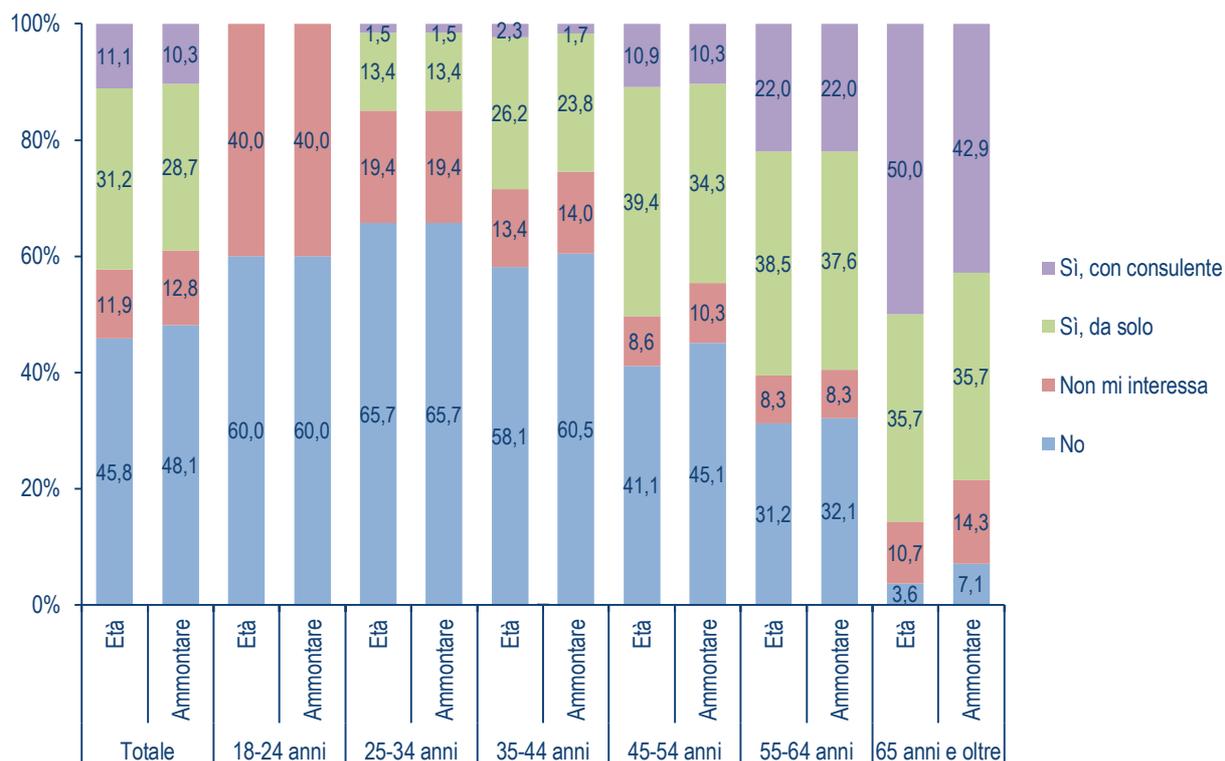
¹⁴ M.S. Kimball, «Precautionary Saving in the Small and in the Large», *Econometrica*, 58, 1990, n. 1, pp. 53-73.

¹⁵ I giovani per motivi più legati alla crisi e al reddito insufficiente, gli anziani anche per motivi più strutturali, legati all'ottimizzazione del profilo consumo-risparmio nel corso della vita.

¹⁶ Tuttavia, essendo il sistema a ripartizione, né il risparmio «forzoso» nel sistema pubblico né le erogazioni delle relative pensioni hanno necessariamente lo stesso effetto macroeconomico del risparmio e del consumo. I contributi, infatti, non si traducono in investimenti se non per quella parte di pensioni che eventualmente sia risparmiata e investita. Il sistema previdenziale a ripartizione, al di là di come lo si vede individualmente, rimane sempre, a livello aggregato, una forma di redistribuzione, che trasferisce dai giovani agli anziani la scelta tra consumo e risparmio.

gno); cominciano inoltre a giocare un ruolo non trascurabile le consulenze professionali, che riguardano più di un quinto del campione. Ovviamente (e auspicabilmente), oltre i 65 anni la quasi totalità degli intervistati considera il problema: la metà ha richiesto una consulenza sull'età del pensionamento, oltre il 40 per cento sull'ammontare della pensione.

Figura 2.20 – «A seguito della riforma Fornero, Lei si è fatto i conti, o se li è fatti fare rivolgendosi a uno specialista, sull'età a cui potrà andare effettivamente in pensione e sull'ammontare della stessa?»
(domanda posta agli intervistati che lavorano; valori percentuali)



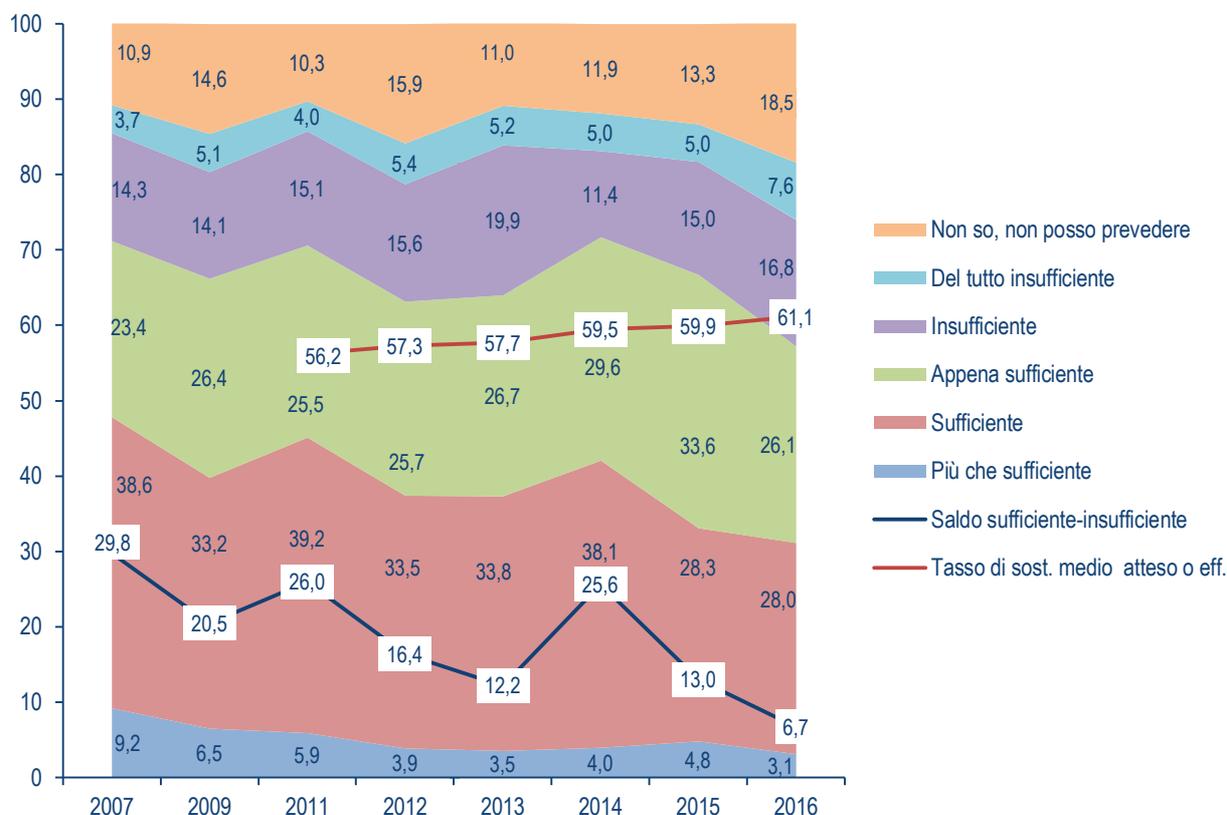
Un dato da considerare è la percentuale relativamente modesta (fatta eccezione per i giovani tra i 18 e i 24 anni) di soggetti che dichiarano di non essere interessati al problema; lo scarso impegno nel fare i conti forse non è motivato, dunque, da scarso interesse, ma, più probabilmente, dai continui cambiamenti normativi, che rendono difficile la pianificazione di lungo periodo giacché l'assetto del sistema non è considerato definitivo. Il risultato si vede quando chiediamo agli intervistati con meno di 60 anni una previsione sul reddito nell'età della pensione (figura 2.21).

In primo luogo, a conferma di quanto appena ipotizzato, si osserva che l'area d'incertezza della previsione passa da circa l'11 per cento del 2007 a oltre il 18 per cento del 2016. Contemporaneamente si allarga, da meno di un quinto nel 2007 a più di un terzo nel 2015, l'area di chi prevede nell'età anziana un reddito «appena sufficiente»¹⁷, area che peraltro torna a ridursi nell'*Indagine* di quest'anno. Inoltre, il fatto che tra un quarto e un terzo delle persone si affollino su questa linea di confine rende instabile il saldo tra gli «ottimisti» e i «pessimisti», che nel 2016 peggiora portandosi al livello più basso dal 2007.

¹⁷ Non sorprende che alcuni studi (si veda la nota 13) trovino che le persone pianificano una riduzione del consumo dopo il pensionamento.

Figura 2.21 – «E Lei pensa che quando avrà 65-70 anni [non lavorerà più, per gli intervistati occupati] avrà un reddito...»

(domanda posta agli intervistati con meno di 60 anni; valori percentuali)



L'incertezza, comunque, soprattutto se prolungata, non fa mai bene alle previsioni: prima della crisi quasi metà degli intervistati ritenevano che avrebbero passato la vecchiaia con un reddito sufficiente o più che sufficiente, nel 2016 si riducono a meno di un terzo. È pur vero che il tasso di sostituzione atteso conosce un costante incremento¹⁸, ma si ferma a livelli che chi scrive, soprattutto alla luce dell'ultima riforma, ritiene alquanto bassi: i calcoli mostrano che i dipendenti del settore privato che oggi hanno da 30 a 60 anni avranno tassi di sostituzione tra circa il 70 per cento (per le donne oggi più giovani) e circa l'80 per cento (per gli uomini oggi più anziani)¹⁹; per i lavoratori autonomi la forchetta sarà leggermente più ampia (tra circa il 60 e circa l'80 per cento).

Il metodo contributivo stabilizza la spesa pensionistica sul PIL. In questo quadro, l'indicizzazione dell'età pensionabile all'aspettativa di vita, prevista dalla riforma Fornero, non serve tanto a garantire la sostenibilità del sistema quanto proprio a garantire una pensione adeguata.

¹⁸ Il tasso di sostituzione medio è riportato nella figura 2.21: è il rapporto tra la pensione attesa (o effettiva) e la retribuzione, ed è calcolato sulla base delle risposte a una specifica domanda, inserita nel questionario a partire dal 2011, rivolta fino al 2012 ai soli intervistati che lavoravano e successivamente a tutti gli intervistati con meno di 60 anni di età. È indicato il valore atteso per coloro che non sono ancora in pensione e ovviamente quello effettivo per i pensionati (ampiamente minoritari, comunque, tra gli intervistati che hanno meno di 60 anni).

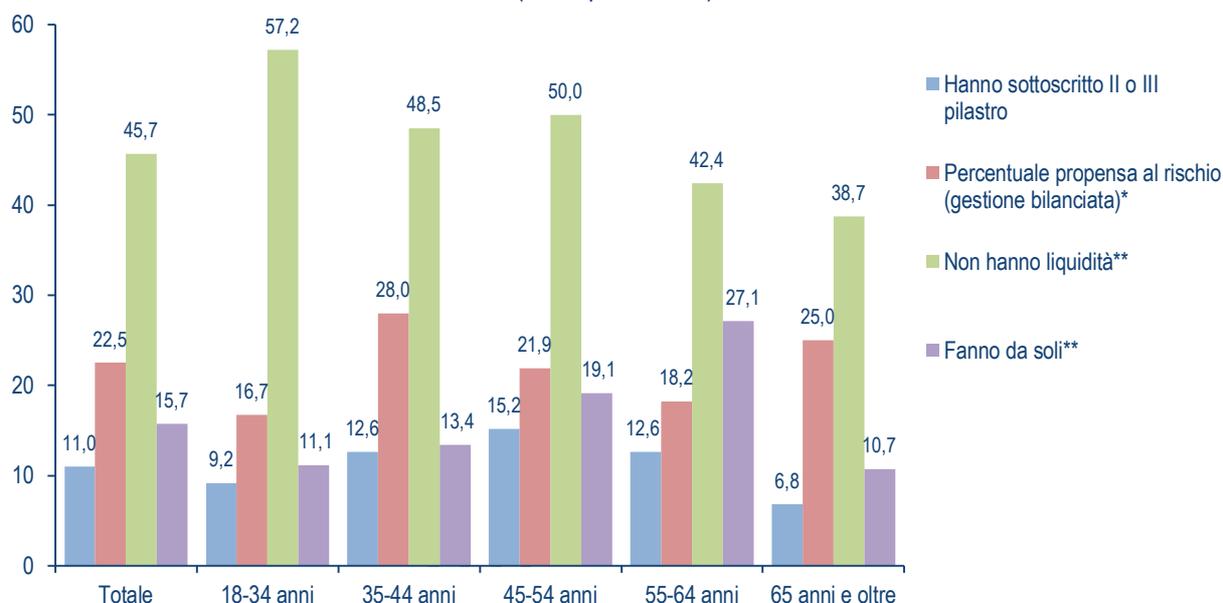
¹⁹ Si veda M. Borella e F. Coda Moscarola, *The 2011 Pension Reform in Italy and Its Effects on Current and Future Retirees*, CeRP, 2015, WP 151/15.

ta. Si tratta di una circostanza che non sembra essere stata del tutto colta dai lavoratori, anche se è probabile che tale consapevolezza si formerà nel tempo. D'altra parte, l'incremento dell'età pensionabile trova un limite nella capacità dell'economia di assorbire forza lavoro anziana: una capacità, a oggi, che appare limitata ai lavoratori più qualificati, mentre per gli altri rischiano di aprirsi le porte della disoccupazione in età anziana²⁰.

Che le previsioni siano troppo pessimistiche rispetto a quanto molto probabilmente accadrà è, tutto sommato, una buona notizia, anche perché il contesto attuale sembra rendere difficile allocare il riscatto risparmio a integrazione della pensione.

La figura 2.22 illustra in modo molto sintetico l'atteggiamento nei confronti della previdenza integrativa: al livello del campione nel suo complesso, si nota che solo l'11 per cento ha aderito a qualche forma di piano di accumulo a scopo previdenziale; inoltre, tra coloro che hanno aderito, poco più di un quinto manifesta una certa propensione al rischio.

Figura 2.22 – Sottoscrittori di forme di previdenza integrativa e propensione al rischio; non sottoscrittori che dichiarano di non avere risorse da destinare a un fondo pensione (valori percentuali)



* Percentuale calcolata sui soggetti che hanno sottoscritto una forma di previdenza integrativa

** Percentuale calcolata sui soggetti che non sono interessati ad aderire o ad aumentare la partecipazione a fondi pensione nonostante i vantaggi fiscali

Tra chi non è interessato ad aderire ai fondi pensione, nonostante i vantaggi fiscali, il 45,7 per cento motiva la scelta per carenza di liquidità²¹: le ragguardevoli dimensioni del sistema previdenziale pubblico vincolano obbligatoriamente una buona parte del reddito a fini previdenziali, sicché quello che rimane disponibile è conteso tra una molteplicità di scopi e non

²⁰ Si veda T. Treu (a cura di), *L'importanza di essere vecchi. Politiche attive per la terza età*, Bologna, Il Mulino, 2012.

²¹ Si noti che il 56,7 per cento del campione dichiara di non essere a conoscenza degli incentivi fiscali; il 19,4 per cento dichiara di esserne stato informato, ma di non ricordarlo più.

rimane molto spazio per la previdenza integrativa²². I dati divengono ancora più interessanti se esaminati per fasce d'età. Notiamo così che prima dei 35 anni la partecipazione a forme di previdenza integrativa scende al 9,2 per cento, fra i 35 e i 44 riguarda il 12,6 per cento del campione, sale al 15,2 per cento fra i 45 e i 54 anni; le coorti più anziane sono state in gioventù meno interessate dal problema, ed è intuitivo che non rinnovino oggi l'interesse.

La propensione al rischio fra i sottoscrittori di forme integrative (misurata dalla percentuale di chi sottoscrive gestioni bilanciate) è bassa prima dei 35 anni, raggiunge il massimo fra i 35 e i 44 e ritorna relativamente bassa fra i 55 e i 64 anni, mentre ben un quarto degli over 65 hanno sottoscritto gestioni bilanciate²³. I vincoli di liquidità sono molto stringenti nella fascia d'età più giovane e colpiscono in modo rilevante le fasce che più dovrebbero essere interessate alla costruzione del risparmio previdenziale: fra i 35 e i 54 anni, la metà di coloro che non sottoscrivono forme di previdenza integrativa (o non incrementano la loro partecipazione a esse) lo fa perché non ha liquidità.

D'altra parte, il reddito nell'età anziana non sembra essere l'unica area di rischio alla quale gli intervistati si sentono vulnerabili: la percezione della vulnerabilità è legata sia alla probabilità di verificarsi di un evento dannoso, sia all'entità del danno, sia alle azioni che ciascuno è in grado di compiere per mitigarne gli effetti e alle coperture disponibili.

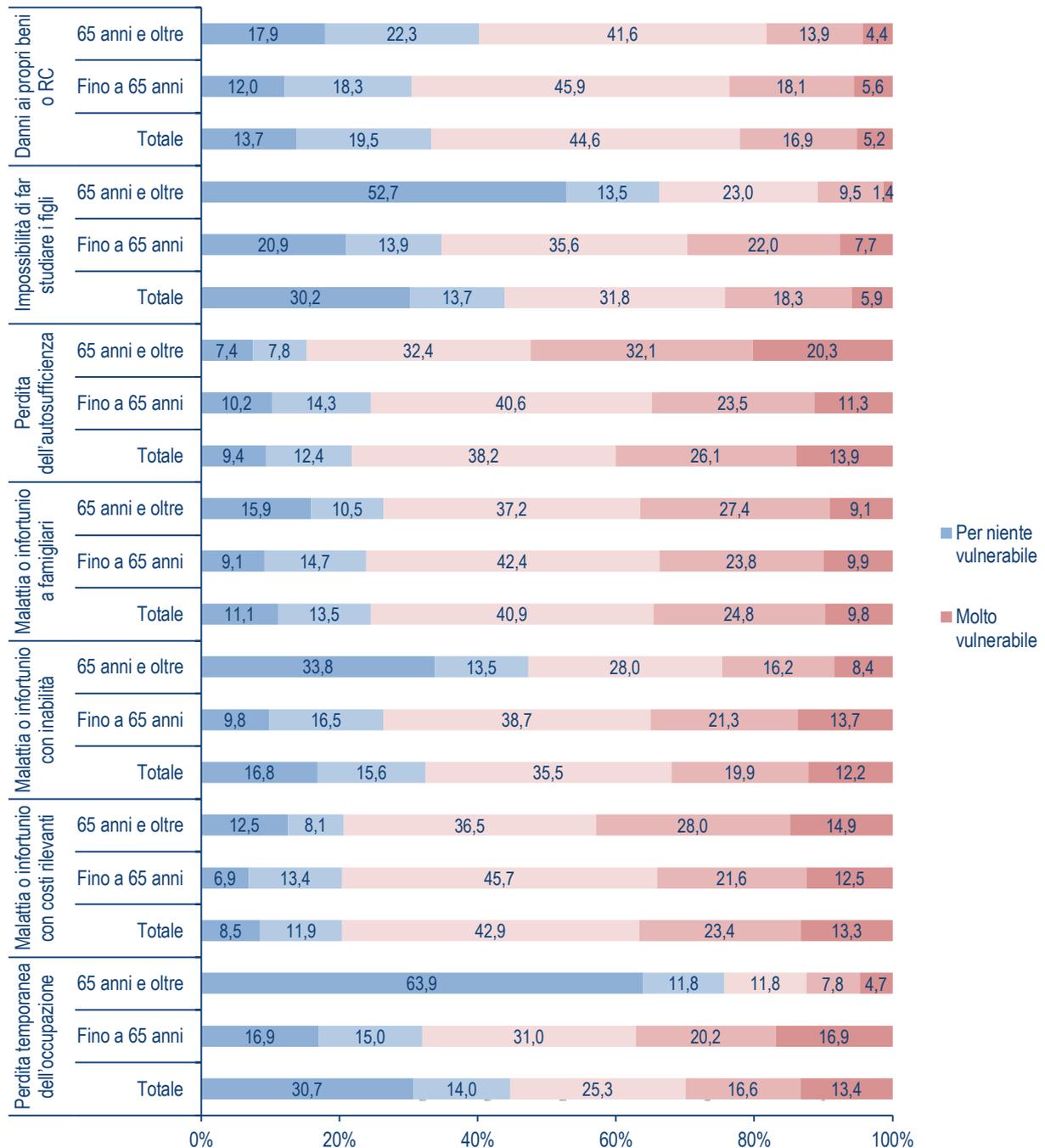
A tal proposito rileviamo che oltre la metà degli anziani teme la perdita dell'autosufficienza (figura 2.23); erano poco meno della metà nell'*Indagine* del 2015. Si tratta di un pericolo, comunque, rispetto al quale si sente vulnerabile anche il 40 per cento del campione nel suo complesso. La malattia o l'infortunio dei famigliari è un'eventualità temuta da poco più di un terzo degli intervistati; il 37 per cento si sente vulnerabile a infortuni che comportino spese rilevanti. Tra coloro che hanno meno di 65 anni, la stessa percentuale teme la perdita temporanea dell'occupazione e circa il 30 per cento l'impossibilità di fare studiare i figli. I danni ai propri beni o la responsabilità civile sono un'area poco temuta, anche, evidentemente, per le possibili e sostenibili coperture assicurative.

Il quadro non è particolarmente cambiato rispetto all'anno passato, e testimonia che ci sono esigenze di copertura da rischi che vanno oltre la portata del risparmio previdenziale. Per alcuni rischi il settore privato, e anche quello pubblico, offre qualche soluzione: si pensi alle polizze *long term care* o, in ambito pubblico, all'assicurazione per la malattia o l'infortunio dei lavoratori, o alle provvidenze in caso di perdita del lavoro. Tuttavia, evidentemente, non per tutti questo è sufficiente, o, in alcuni casi, le soluzioni potrebbero essere ritenute semplicemente troppo onerose; inoltre, nel particolare sistema italiano di *welfare* la copertura di diversi rischi dipende dalla posizione lavorativa e non sempre tutela adeguatamente l'intero nucleo familiare, o chi ha carriere discontinue.

²² Un sistema previdenziale a ripartizione molto oneroso sottrae alla libera scelta tra consumo e risparmio una quota rilevante delle risorse. Tale sistema, dunque, soprattutto in presenza di vincoli di liquidità, ancorché «equo» in senso attuariale, non si può dire neutrale sulle scelte di consumo e di portafoglio degli individui.

²³ Si tratta di dati che probabilmente scontano effetti di composizione: è possibile, ad esempio, che la piccola percentuale di anziani che aderiscono a forme di accumulo sia quella con la maggiore e più diversificata ricchezza.

Figura 2.23 – Percezione della vulnerabilità a diverse aree di rischio
(valori percentuali)



In ogni caso, solo il 4,4 per cento degli intervistati ha sottoscritto una polizza contro la perdita dell'autosufficienza, ma il 29,2 per cento la vorrebbe; il 16 per cento ha un'assicurazione «caso morte», che sarebbe desiderata dal 26 per cento; l'assicurazione contro gli infortuni e la disabilità è sottoscritta dal 13,5 per cento, contro il 31 per cento che la vorrebbe; il 28 per cento preferirebbe essere assicurato contro la malattia, ma solo il 12,4 per cento lo è.

In Italia la spesa per la protezione sociale costituisce circa il 30 per cento del PIL, quasi un punto in più della media europea; oltre metà di queste risorse è però destinata solo alle pen-

sioni (contro circa il 40 per cento in Europa). Occupiamo invece le ultime posizioni per spesa destinata alla salute (circa il 25 per cento) e per le risorse dedicate alle famiglie (circa il 5 per cento), come il sostegno del reddito a tutela della maternità e paternità, gli assegni familiari, gli asili nido, le strutture residenziali per le famiglie con minori, l'assistenza domiciliare per famiglie numerose²⁴.

In sintesi, l'esigenza di pensare fin dalla giovane età al proprio reddito pensionistico deve confrontarsi con una serie di motivazioni precauzionali al risparmio, in presenza di un accantonamento previdenziale forzoso già molto elevato.

Se a questo si aggiunge la diffusa e, dopo la crisi, forse più illiquida proprietà immobiliare, ancorché gli italiani si confermino un popolo di risparmiatori non è facile pensare a un'adeguata diversificazione del loro portafoglio.

In questo quadro, la scelta di dedicare il *focus* di quest'anno alla casa è ben giustificata, non solo da ragioni legate al ruolo del settore immobiliare negli eventi dell'ultimo decennio, ma anche dalla posizione che la proprietà immobiliare ricopre nel patrimonio consistente e diffuso delle famiglie italiane.

2.8. La casa riparte, forse

Un dato stabile dal 2000 a oggi è che oltre i tre quarti degli intervistati vive in un'abitazione di proprietà della famiglia; nel 2016 il valore supera l'80 per cento, ed è il più alto rilevato dal 2000. Il fatto che, in sedici anni, prima la bassa crescita dell'economia, poi la recessione, i problemi di liquidità, l'invecchiamento della popolazione non abbiano mutato questa costante tipicamente italiana, è segno che la proprietà dell'immobile in cui si abita incarna per le famiglie italiane, come si è detto l'anno scorso, un coacervo di valori che vanno al di là di quelli economici.

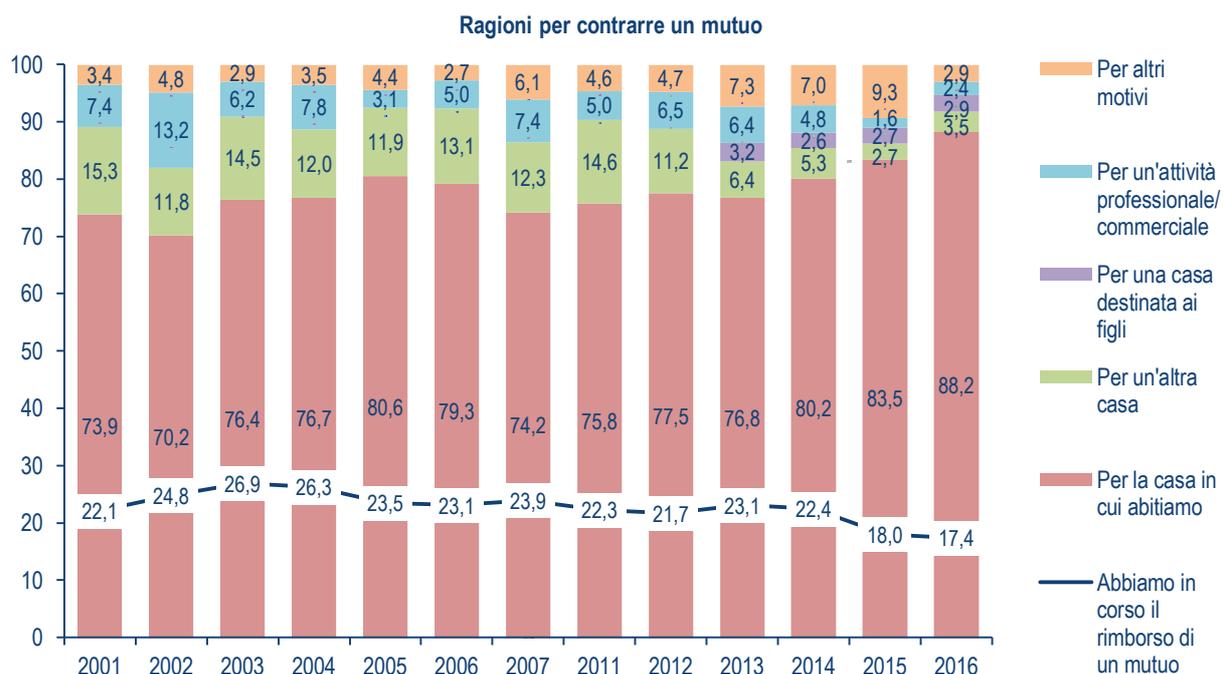
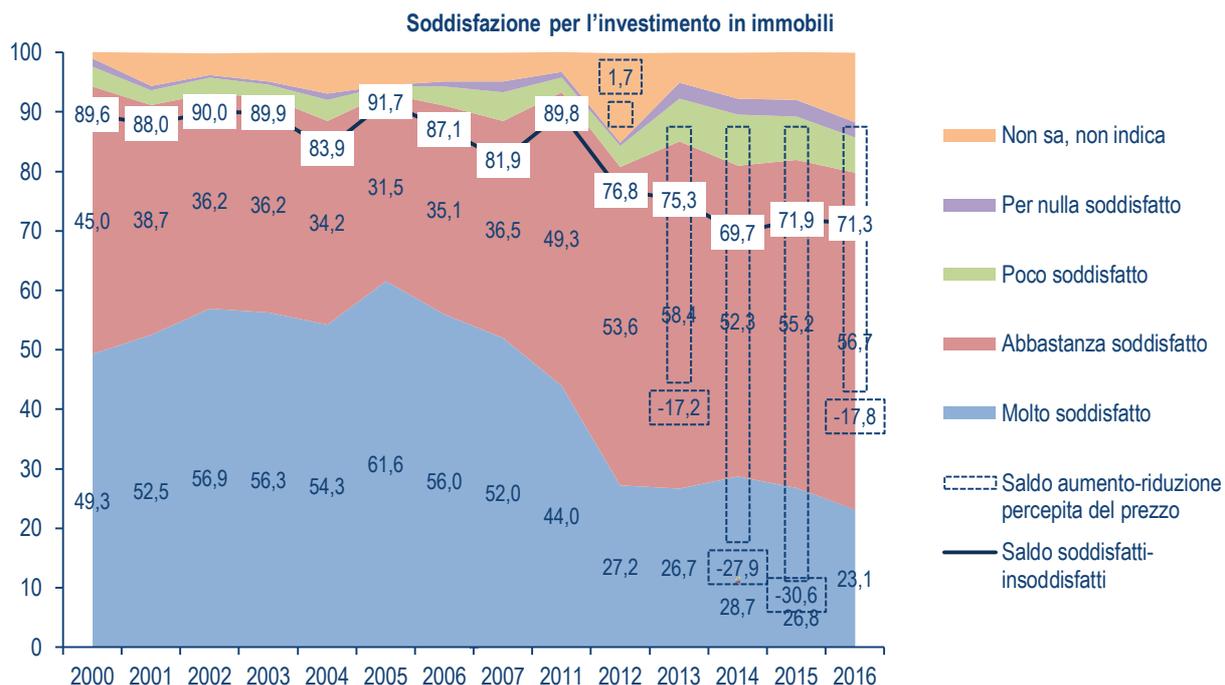
Si vuole resistere, in questa sezione, alla tentazione di dilungarsi sulla casa, per lasciare al lettore la curiosità di leggere un *focus* (cfr. il capitolo 4) del quale da tempo si avvertiva l'esigenza. Tuttavia, quanto meno una premessa è doverosa anche in questa sede, per ribadire tre situazioni che la crisi non ha mutato, né esse hanno conosciuto, peraltro, variazioni di rilievo nell'ultimo anno (figura 2.24).

In primo luogo, è normale che la soddisfazione per l'investimento immobiliare sia variata. Coloro che si dichiarano «molto soddisfatti», che avevano raggiunto il massimo poco prima della crisi superando il 60 per cento del campione, nel 2016 costituiscono meno di un quarto del totale. Notiamo, peraltro, anche come la riduzione percepita del valore degli immobili di proprietà sia decisamente superiore rispetto all'effettiva variazione del prezzo degli immobili usati, che tra il 2014 e il 2015 è di poco inferiore al 3 per cento, ben lontana dal 17,8 per cento percepito. È un po' come se la memoria dell'intervistato si fosse fermata a poco prima

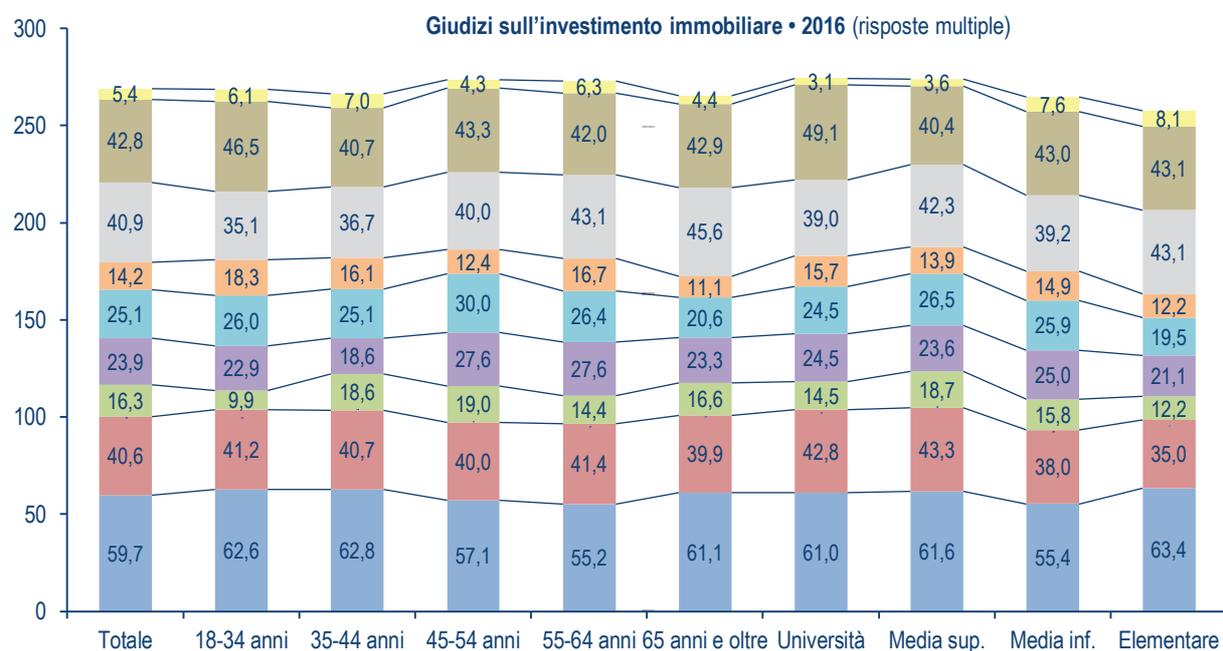
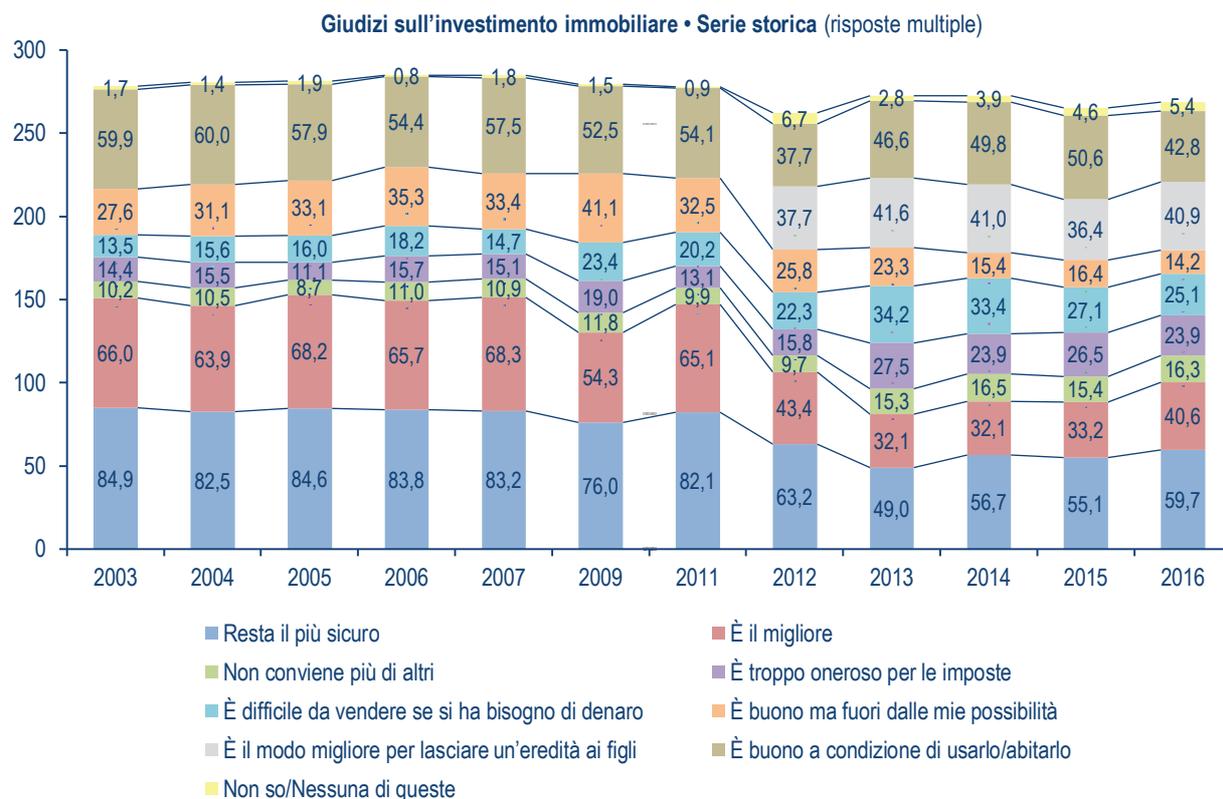
²⁴ Secondo la classificazione ESSPROS, rientra, ad esempio, tra i benefici *in kind* il supporto finanziario al pagamento di un operatore specializzato per badare ai bambini durante il giorno.

della crisi e questi non si fosse reso conto del graduale scivolamento dei prezzi. Per contro, coloro che non sono più «molto soddisfatti» neppure si dichiarano delusi: si allarga molto, infatti, l'area degli «abbastanza soddisfatti», sicché, se consideriamo tutti i giudizi positivi, erano il 94 per cento nel 2000 e sono comunque quasi l'80 per cento nel 2016. Nonostante la crisi, insomma, chi ha investito nella casa nel complesso non se ne è pentito, pur avendo accusato il colpo.

Figura 2.24 – La percezione dell'investimento immobiliare
(valori percentuali)



[segue Figura 2.24]



D'altra parte – e questo è il secondo elemento che vogliamo mettere in luce – le famiglie italiane sono poco indebitate²⁵: solo il 17,4 per cento dichiara di avere in corso il rimborso di un mutuo nel 2016, e il dato non subisce rilevanti variazioni nell'ultimo quindicennio. A fronte di questo, sembra che per le famiglie del nostro campione l'unica buona ragione per indebitarsi

²⁵ Si veda anche F. Lambert e M. Pignatti, *op.cit.*

sia l'acquisto della casa di abitazione, che riguarda nel 2016 l'88 per cento dei mutuatari; nel 2001 erano circa il 74 per cento (ma un ulteriore 15 per cento rimborsava un mutuo per una seconda casa), mentre fra il 2013 e il 2015 assume un minimo rilievo anche chi ha contratto un mutuo per «altri motivi», tra i quali non è difficile scorgere le esigenze di liquidità dovute al mordere della crisi. Tali motivi quasi spariscono quest'anno.

Il terzo aspetto interessante è che la crisi non sembra aver mutato di molto il giudizio generale sull'investimento in immobili, ancorché qualcosa sia cambiato nelle posizioni più nette: nel 2007, per l'83 per cento del campione l'immobile era l'investimento più sicuro, oggi siamo a circa il 60 per cento; sempre nel 2007, il 68 per cento riteneva l'investimento in immobili il migliore possibile, nel 2016 tale giudizio è citato dal 40 per cento degli intervistati. Aumenta a partire dal 2012, e si mantiene più o meno stabile, la quota di chi pensa che quello immobiliare sia un investimento che non conviene più di altri. Analogamente, sale e rimane stabile la percezione concreta dell'illiquidità di tale investimento, citata nel 2016 da più di un quarto del campione (era il 14,7 per cento nel 2007). A partire dall'*Indagine* del 2013 – era ovvio aspettarcelo – rileviamo poi l'aumento della percezione dell'onerosità fiscale degli immobili.

Tuttavia, permangono positivi i giudizi relativi a particolari funzioni che l'immobile svolgerebbe all'interno della famiglia: il motivo ereditario si mantiene intorno al 40 per cento, il giudizio positivo sull'investimento a condizione di usare o abitare l'immobile emerge per circa il 43 per cento del campione nel 2016 (era oltre il 50 per cento l'anno scorso e il 57,5 per cento nel 2007). Infine, vale la pena ricordare (si veda l'ultimo grafico della figura 2.24) come i giudizi in merito all'investimento immobiliare siano sostanzialmente invariati rispetto alle classi di età e ai livelli di istruzione²⁶.

Nel complesso, la crisi ci ha insegnato quali sono i rischi dell'investimento immobiliare, ma non sembra aver mutato i giudizi più collegati a quell'insieme di valori per i quali alle famiglie italiane, in definitiva, piace vivere in una casa di proprietà. Sicuramente, la speranza delle famiglie italiane, ma anche di chi scrive, data la funzione senza dubbio trainante dell'edilizia²⁷, è che il settore delle costruzioni riprenda la strada della crescita, che ha abbandonato prima degli altri e che stenta a ritrovare.

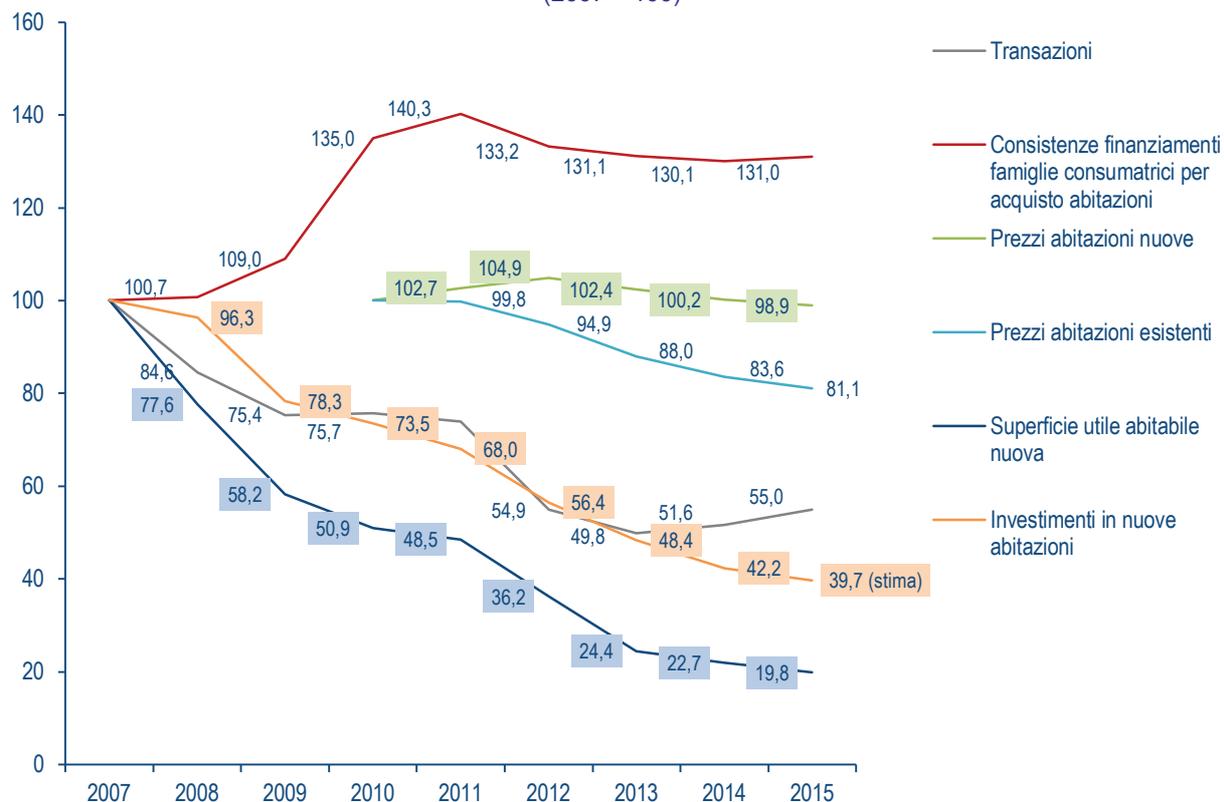
La figura 2.25 propone la serie storica delle principali grandezze che sintetizzano l'andamento del settore delle abitazioni. Si osserva, accanto all'effetto della crisi, qualche segnale di ripresa, tanto che, secondo le stime ANCE, il 2016 potrebbe essere l'anno della svolta²⁸. Per quanto riguarda la produzione, dal 2007 al 2015 gli investimenti in nuove abitazioni sono diminuiti di circa il 60 per cento, tuttavia il calo ha visto negli ultimi due anni un notevole rallentamento. La superficie utile abitabile costruita si è ridotta di oltre l'80 per cento dal 2007, ma anch'essa ha rallentato la caduta nell'ultimo biennio.

²⁶ Si noti, tuttavia, che in letteratura esistono evidenze del fatto che, con l'aumentare della cultura specificamente finanziaria, le famiglie tendono a tenere una quota relativamente minore di ricchezza illiquida. Ciò è più vero nelle età anziane, quando, secondo l'ipotesi del ciclo vitale, si dovrebbe decumulare il patrimonio. Si veda R. Calcagno e M.C. Urzi Brancati, «Do More Financially Literate Households Invest Less in Housing? Evidence from Italy», *Economics Bulletin*, 34, 2014, n. 1.

²⁷ Si veda ANCE-ISTAT, *L'industria delle costruzioni: struttura, interdipendenze settoriali e crescita economica*, 2016, o anche G. Russo e M. Belloni, *Capitale infrastrutturale, interdipendenze settoriali e crescita*, STEP Ricerche, febbraio 2008.

²⁸ ANCE, *Osservatorio congiunturale sull'industria delle costruzioni*, dicembre 2015.

Figura 2.25 – Indicatori sintetici del settore delle costruzioni
(2007 = 100)



Elaborazioni Centro Einaudi su dati Istat, Banca d'Italia, Agenzia del Territorio, ANCE

Sul fronte del mercato, le transazioni di edilizia residenziale fino al 2013 si sono più che dimezzate, ma a partire da tale anno hanno visto un graduale recupero. I prezzi hanno cominciato a scendere dal 2011 per le abitazioni usate e dal 2012 per quelle nuove: le prime si sono mantenute intorno ai livelli del 2010, le seconde hanno perso dal 2010 circa il 19 per cento. Per entrambe, la dinamica negativa sta rallentando.

Infine, il credito alle famiglie per l'acquisto dell'abitazione mostra chiari segnali di ripresa: le consistenze dei finanziamenti hanno continuato a crescere fino al 2011, per poi cominciare a ridursi, ma tra il 2014 e il 2015 sono nuovamente aumentate²⁹.

È evidente che ci vorrà del tempo prima che l'incremento delle transazioni immobiliari si traduca in un incremento degli investimenti per la costruzione di nuove abitazioni. Tuttavia, il risveglio del credito alle famiglie e l'atteso attenuarsi degli effetti della crisi sui bilanci familiari potrebbero innescare un processo virtuoso.

Si confermano i segnali positivi rilevati lo scorso anno nel rapporto con le banche: i soggetti continuano a rivolgersi, per il finanziamento, alla propria banca abituale, senza necessità di

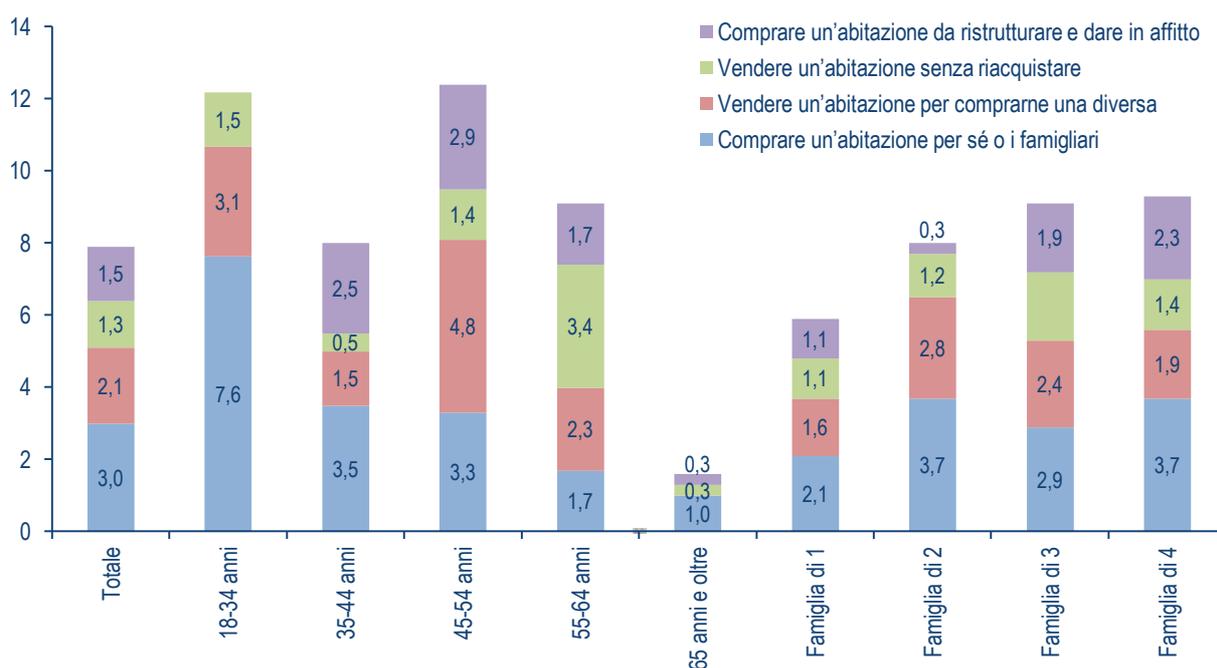
²⁹ Si ricorda che si tratta della variazione di uno stock e non dei nuovi mutui erogati anno per anno. Una crescita significa dunque che le posizioni aperte superano quelle chiuse (o entrate in sofferenza) e non che ogni anno vengono erogati più mutui rispetto all'anno precedente. Così pure, *mutatis mutandis*, vale per una riduzione.

«emigrare» per ottenere condizioni migliori o semplicemente perché la propria banca non avrebbe concesso il mutuo, e ritengono in gran maggioranza adeguato il finanziamento sotto il profilo dell'importo, dei tempi di istruttoria e del costo. Per contro, nonostante la normalizzazione dell'offerta del credito, continua a rimanere statica la domanda: gli intervistati che nei dodici mesi precedenti l'*Indagine* hanno esaminato, richiesto, trasferito, cambiato o rinegoziato un mutuo sono passati, dal 12,3 per cento nel 2012, al 7,3 per cento nel 2015 e al 6,5 per cento nel 2016.

Riguardo alla domanda potenziale (figura 2.26), anche quest'anno abbiamo chiesto al nostro campione le intenzioni relative agli immobili nell'immediato futuro: il segnale, per quanto molto approssimativo, è confortante.

Figura 2.26 – «E nel corso dei prossimi mesi o del futuro imminente Lei ha forse in mente di realizzare uno di questi programmi?»

(valori percentuali)



Si ritrova anche quest'anno una certa eterogeneità tra le classi di età e le tipologie familiari. Il desiderio di comprare un'abitazione per sé è particolarmente sentito dai più giovani e cala con l'aumentare dell'età, un risultato che appare ragionevole e si riscontrava anche nel 2015. Nella fascia d'età fra i 45 e i 54 anni si pensa a cambiare abitazione, forse per la crescita professionale e familiare: questo potrebbe essere correlato al fatto che tale esigenza è più presente nelle famiglie di due o tre persone. La casa da mettere a reddito sembra allettante, in particolare, nel pieno della carriera lavorativa³⁰.

Di maggior interesse è l'esame del campione complessivo tra il 2012 e il 2016. In primo luogo, si riduce gradualmente la quota di persone che intendono operare sul mercato immobiliare, che passa da quasi il 13 per cento a meno dell'8 per cento; in secondo luogo, chi intende vendere rappresenta sempre una percentuale pari e spesso inferiore a quella di chi intende comprare.

Ci piace anche quest'anno immaginare che se i piani si realizzassero per i circa 25 milioni di famiglie italiane, staremmo parlando di un'offerta di circa 850 mila e di una domanda di circa 1.125.000 abitazioni: cifre ragguardevoli, se si considera che nel 2015 le transazioni di edilizia residenziale sul territorio nazionale sono state poco più di 440 mila.

2.9. L'attesa prudente

Si pensava, nel 2015, che le famiglie si fossero avviate, pur con grande fatica, verso un definitivo consolidamento del reddito e una ritrovata capacità di risparmiare; un passo irrinunciabile, si disse, per pensare al futuro con un minimo di ottimismo. In realtà, nell'ultimo anno l'incertezza sul reddito ha ancora pesato: la crisi ha fatto scivolare nella dipendenza economica le situazioni precarie (questo si era già rilevato nell'*Indagine* del 2015) e sembra avere anche innescato un processo con una certa inerzia, che ancora trascina soggetti indipendenti verso un'area di precarietà.

In questo quadro, i dati confermano un ritorno dell'economia familiare come sostegno nelle rotture strutturali, per le quali in generale i sistemi di *welfare* non sono, né potrebbero essere, adeguati. Tuttavia, l'*Indagine* rileva una riduzione del reddito familiare, probabilmente dovuta non solo alla crisi, ma anche a una tendenza demografica di lungo periodo che vede sempre più capifamiglia passare dalla vita attiva al pensionamento. In prospettiva, dunque, potrebbe indebolirsi la capacità della famiglia di sostenere a lungo termine i figli adulti, che a causa della crisi, ma non solo, ritardano l'accesso al mondo del lavoro o perdono l'occupazione, mentre sulle donne più giovani potrebbe ricadere un onere non irrilevante di assistenza agli anziani.

Le famiglie non hanno reagito con entusiasmo alla debole ripresa: prevedono, nel corso del 2016, un recupero di quelle voci di spesa che è più penoso tagliare (le spese per la salute e per i figli), ma mantengono la prudenza che le ha portate, anche quest'anno, a rinunciare a molte vecchie abitudini.

³⁰ Si noti, tuttavia, che questi dati riguardano poche persone e cambiano rispetto al 2015; è quindi probabile che siano influenzati da normali errori campionari.

Una nota positiva è il miglioramento delle aspettative: come si è detto, le risposte alla domanda sugli effetti attesi della crisi nel 2016 mostrano che il nostro campione comincia a guardare al futuro con una vena di ottimismo, e, se le aspettative sono corrette, ne vedremo probabilmente gli effetti sul risparmio nell'*Indagine* del 2017.

Su questo fronte, i segnali di quest'anno sono di più difficile interpretazione rispetto all'anno scorso, quando si è rilevato un incremento complessivo dei risparmiatori. L'*Indagine* 2016 fa registrare, al contrario, una diminuzione del totale dei risparmiatori (coerente con l'indebolimento delle condizioni reddituali), una riduzione dei risparmiatori intenzionali e un aumento di quelli non intenzionali; tra i risparmiatori intenzionali, inoltre, si osserva una crescita degli accantonamenti a scopo genericamente precauzionale.

La diminuzione dei risparmiatori è un segnale negativo non tanto, e non solo, perché il tasso di risparmio costituisce uno dei motori della crescita di lungo periodo; si potrebbe infatti discutere a lungo se, data la congiuntura attuale, sia più utile risparmiare o consumare. La preoccupazione nasce dal fatto che la riduzione del risparmio non deriva da una preferenza per il consumo, bensì dal riaffacciarsi della difficoltà di controllare il proprio bilancio, poiché la ripresa non ha ancora «agganciato» le famiglie.

D'altra parte, le famiglie italiane sono poco indebitate, e la ricchezza diffusa, consolidata nella proprietà immobiliare, potrebbe costituire per loro un punto di forza. Occorre tuttavia che il settore delle costruzioni riprenda la strada della crescita e che la proprietà immobiliare torni a essere meno illiquida. I primi segnali ci sono, insieme alla conferma della normalizzazione del credito.

L'attesa della ripresa non è ancora finita per le famiglie italiane. L'atteggiamento prudente, unito a una certa sobrietà – frutti sofferti degli anni di crisi – non saranno abbandonati tanto facilmente. Al contrario, è facile che, non appena la ripresa arriverà a esercitare il suo influsso benefico sul reddito familiare, emergerà nuovamente anche il risparmio.

Capitolo 3 ▪ Investimenti congelati e investitori liquidi: l'effetto dei tassi a zero e dei mercati finanziari volatili

3.1. Sempre di più la sicurezza prevale sul rendimento

Il 2015 è stato il primo anno della ripresa. Sia i redditi sia l'occupazione hanno infatti fatto segnare la prima variazione reale positiva. L'uscita dalla crisi, tuttavia, si è mostrata più lenta del previsto. Hanno pesato la crisi finanziaria cinese, la caduta dei prezzi petroliferi nonché la recessione in alcune economie emergenti. Per agevolare la ripresa europea e per combattere il rischio di deflazione, la Banca Centrale Europea ha compiuto nei primi mesi dell'anno il passo estremo di associare politiche monetarie convenzionali (manovra dei tassi) e non convenzionali (acquisto di titoli sui mercati, con il fine di schiacciare i rendimenti) in modo da facilitare i consumi e gli investimenti in tutta l'eurozona e contrastare la discesa dei prezzi, che costituisce un rischio per la domanda aggregata di consumi.

Sul fronte finanziario, le politiche monetarie espansive hanno ridotto i rendimenti per gli investitori nei titoli obbligazionari di maggiore qualità. La ricerca del rendimento via l'investimento nelle classi di attività più rischiose, come la Borsa, ha però mostrato, proprio all'inizio del 2016, l'altra faccia della medaglia: i rendimenti attesi, superiori alla media nel lungo periodo, sottopongono gli investimenti alla volatilità nel breve periodo, come si è visto nei primi tre mesi dell'anno.

È uno scenario del tutto nuovo quello nel quale i risparmiatori devono fare le loro scelte, ed è inoltre destinato a durare almeno fino al 2017 – quando potrebbe terminare il *quantitative easing* (QE) della BCE – e probabilmente oltre, se si considera che la Federal Reserve, a più di un anno dal termine del suo QE, non riesce a ripristinare un livello normale dei tassi di interesse.

Oltre a operare in uno scenario inedito, gli investitori affrontano un fenomeno mai visto prima lungo un arco di tempo di alcune generazioni: per trovare una variazione negativa dei prezzi occorre infatti, nella storia d'Italia, andare indietro fino al 1959.

Come si comportano i risparmiatori al momento di decidere se e quanto accantonare, e di scegliere quali investimenti effettuare in presenza di prezzi, tassi e rendimenti intorno a zero?

Il primo punto è che, vista la debolezza dei redditi reali e vista la modestia dei rendimenti certi e la volatilità di quelli rischiosi, i risparmiatori non abbandonano la ricerca della sicurezza negli investimenti. Come già rilevato nella scorsa edizione di questa *Indagine*, in un passato ormai lontano si stava facendo strada un approccio più articolato da parte dei risparmiatori, i quali dedicavano una certa attenzione a tutte le principali caratteristiche di un investimento: la liquidità, la sicurezza e il rendimento di breve e di lungo periodo. Adesso non è più così. Con i tassi a zero, una perdita in un investimento sbagliato non è più recuperata dagli investimenti «azzeccati», pertanto la sicurezza diventa la caratteristica essenziale.

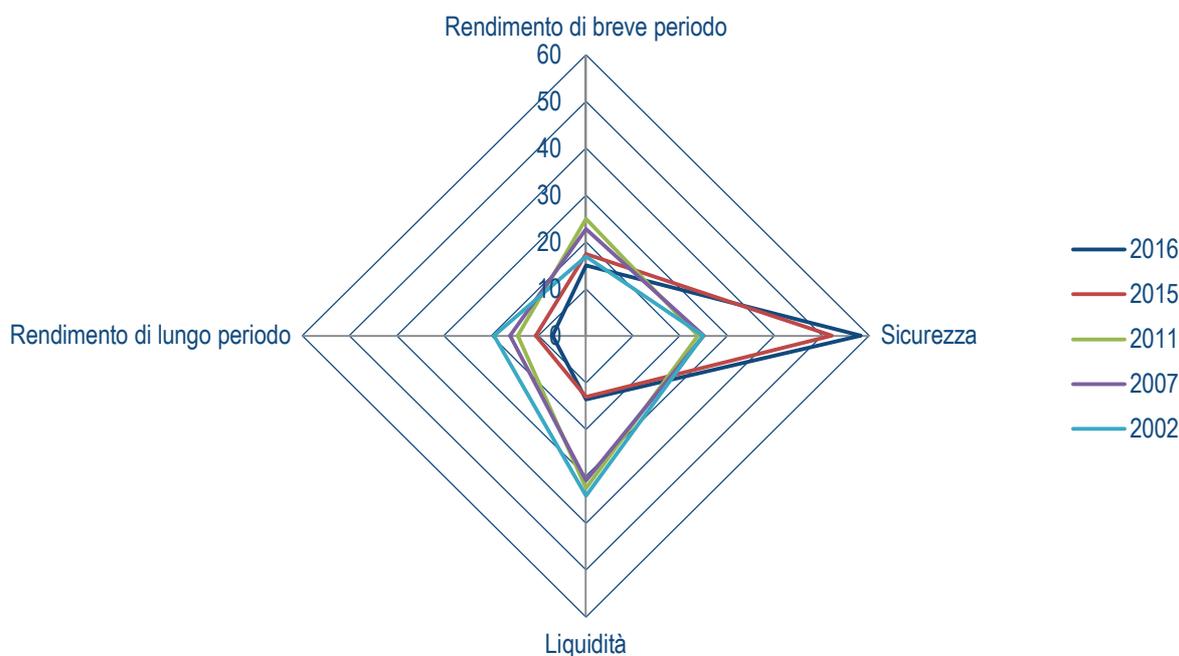
E così il 58,3 per cento degli intervistati mette al primo posto, tra gli obiettivi dei propri investimenti, la ricerca della sicurezza; erano il 52 per cento l'anno scorso e appena il 23,8 per cento nel 2011 (figura 3.1). Se includiamo anche le motivazioni citate al secondo posto, più

di quattro investitori su cinque (81,7 per cento) dichiarano di prestare attenzione a questo aspetto nel momento in cui decidono dove allocare i propri averi.

Scende la quota di coloro che ritengono importanti il rendimento di breve periodo (dal 17,5 per cento dell'anno scorso al 14,9 per cento di quest'anno) e di lungo periodo (dal 10,6 al 7 per cento). In epoca di inflazione zero, la ricerca di rendimenti soddisfacenti è peraltro più difficile ed è immaginabile che i risparmiatori abbiano, in un certo senso, messo «in secondo piano» questo aspetto.

Sostanzialmente stabili (13,6 per cento contro 13 per cento), e su livelli nettamente inferiori a quelli pre-crisi, risultano i risparmiatori che attribuiscono rilevanza alla liquidità e alla possibilità di disinvestire con facilità nel momento in cui emerge l'esigenza di disporre nuovamente dei propri averi.

Figura 3.1 – Il diamante del risparmio. Gli obiettivi degli investimenti privilegiati dagli intervistati
(aspetti citati al primo posto; valori percentuali)

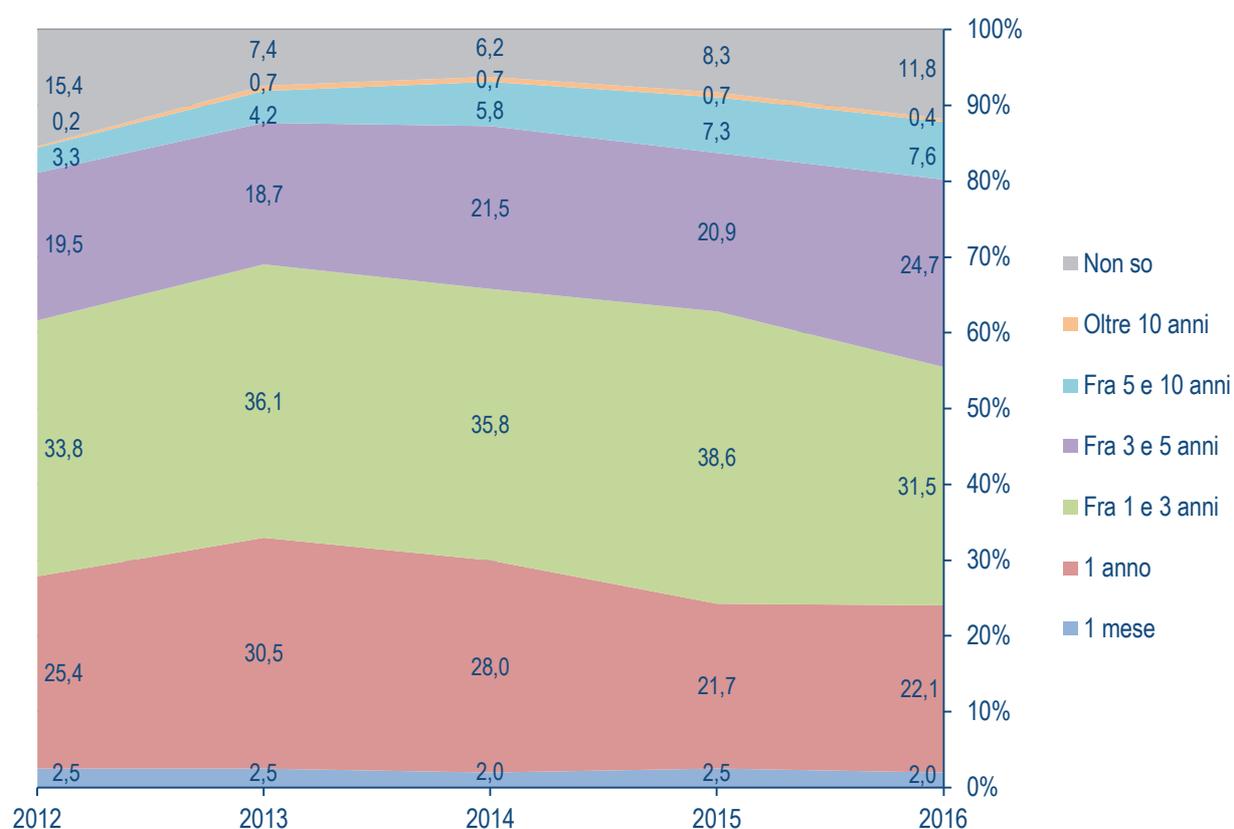


L'aumento della «domanda di sicurezza» si riscontra anche analizzando la propensione al rischio dichiarata dagli intervistati. Torna infatti a crescere, dal 66 per cento dell'anno scorso al 74,2 per cento di quest'anno (un cospicuo 8,2 per cento di aumento) la quota di coloro che si considerano poco o per niente favorevoli a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari al fine di aumentarne il rendimento atteso. Si tratta di una tendenza che riscontriamo da diversi anni, da quando risparmiare è diventato più difficile e nello stesso tempo più essenziale; su questo potrebbero aver influito le vicende nazionali che hanno riguardato le obbligazioni subordinate di alcuni emittenti bancari. Per quanto il fenomeno sia stato quantitativamente circoscritto (erano, ad esempio, circa 10 mila i possessori di subordinati emessi dalle quattro banche fallite, per un investimento complessivo di poco più di 300 milioni di euro), l'impatto mediatico è stato generalizzato e la conseguente reazione comportamentale, per certi versi comprensibile, è l'enfaticizzazione della ricerca di impieghi non rischiosi.

Per questa ragione diminuiscono ancora, dal 27,1 al 19,7 per cento, gli intervistati che si dichiarano mediamente favorevoli a rischiare, mentre passano dal 6,9 al 6,1 per cento coloro che sono favorevoli o molto favorevoli.

Sono più prudenti le donne (l'80,1 per cento delle intervistate sono poco o per niente propense a rischiare, contro il 71 per cento degli uomini), gli over 65 e i pensionati (79,8 per cento e 80,3 per cento), coloro che non risparmiano (80,9 per cento), i piccoli risparmiatori (75,4 per cento). La propensione al rischio è inoltre inversamente proporzionale al grado di istruzione e al livello di reddito, in coerenza con l'utilità marginale decrescente delle somme di denaro a disposizione.

Figura 3.2 – L'orizzonte ottimale per la valutazione del rendimento di un investimento finanziario
(valori percentuali)



Dato il clima di incertezza sulla ripresa generale, avvalorato dalla volatilità dei mercati, e dati i rendimenti senza rischio pari a zero, parte dei risparmiatori decide di cercare un po' di rendimento allungando l'orizzonte temporale dei propri impieghi.

Si tratta di una reazione comprensibile, per quanto non premiata particolarmente dai mercati. I mercati obbligazionari hanno infatti compresso generalmente il «premio per il termine», dati gli acquisti sulle lunghe scadenze effettuati dalle banche centrali. A ogni modo, appena il 24 per cento degli intervistati considera ideale un orizzonte inferiore all'anno: erano il 24,3 per cento nel 2015, ma ben il 33 per cento due anni prima, nel 2013. Viceversa, l'8 per cento giudica ottimale un orizzonte superiore a cinque anni (contro il 3,5 per cento osservato nel 2012).

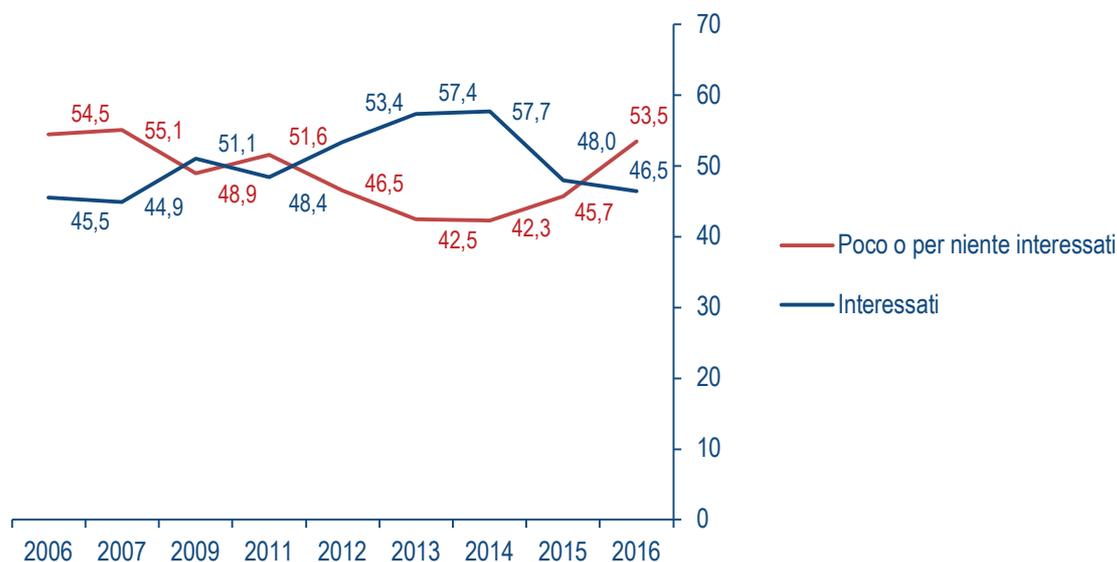
3.2. Educazione finanziaria, il vero gap da colmare

Dal 2009 l'OCSE promuove l'istruzione finanziaria, riconoscendone l'importanza pratica nelle economie contemporanee¹. L'allungamento della vita media, unito al contenimento delle spese pensionistiche, alla tendenza alla frammentazione delle carriere lavorative e alla diffusione della micro-imprenditorialità in diversi stadi della vita delle persone, comporta che una società finanziariamente sicura si componga di soggetti informati e responsabili nelle scelte di risparmio e di investimento.

Nonostante questo tema sia all'attenzione dei governi europei, esso non è considerato prioritario dalla maggior parte del campione, che, anzi, presenta un aumento della quota di intervistati che dichiarano di nutrire scarso interesse per l'informazione in materia.

La causa di questo atteggiamento, che conferma la tendenza osservata nella scorsa edizione dell'*Indagine*, sta nel fatto che «l'allarme della crisi è cessato». In sostanza, confidando un po' troppo nel destino, gli italiani si sforzano di comprendere meglio le dinamiche economiche e finanziarie soltanto durante le crisi. Così, dopo cinque anni di recessione e, per conseguenza, di attenzione crescente verso gli argomenti economici, tornano a prevalere coloro i quali si dichiarano poco o per niente interessati (53,5 per cento) rispetto a coloro che si dichiarano interessati (46,5 per cento) (figura 3.3).

Figura 3.3 – Intervistati interessati agli argomenti di informazione e analisi finanziaria
(valori percentuali)



Se la diminuzione dell'interesse osservata nella scorsa *Indagine*, arrivata dopo anni di crisi, poteva apparire quasi fisiologica, il dilagante agnosticismo finanziario rappresenta un elemento cui prestare attenzione, perché da un lato va nella direzione opposta a quanto sarebbe auspicabile, dall'altro responsabilizza gli intermediari finanziari sulla qualità del servizio che offrono alla clientela e sulla loro capacità di adattarlo alle esigenze dei risparmiatori, anche quando queste, pur esistenti, resterebbero in parte inesprese.

¹ <http://www.oecd.org/finance/financial-education/>.

Tra i meno attenti all'informazione sull'economia troviamo gli over 65 (63,8 per cento poco o per niente interessati), per i quali, in definitiva, è arrivato il momento della raccolta ed è finito quello della semina. Da considerare che, anche in questo caso, un atteggiamento corretto prevederebbe un certo impegno, al fine di trarre il massimo rendimento netto da quanto è stato messo da parte.

In lieve controtendenza rispetto alle ultime edizioni dell'*Indagine*, i giovanissimi (18-24 anni) si dichiarano in prevalenza interessati (56,5 per cento). Un buon segnale al quale però non fa seguito, come vedremo nell'analisi delle prossime risposte, un impegno nel seguire attivamente le tematiche finanziarie, probabilmente perché si tratta del gruppo del campione con il minore risparmio accantonato.

Il livello di interesse è poi direttamente correlato al grado di istruzione: il 67,9 per cento di coloro che hanno un titolo di studio universitario si dichiara interessato contro appena il 24,4 per cento di coloro che hanno una licenza elementare. La variabilità è elevata anche tra le professioni, con il 67,2 per cento di interessati tra gli imprenditori e liberi professionisti e il 77,7 per cento tra i dirigenti, a fronte di appena il 37,5 per cento tra i pensionati e il 46,9 per cento tra gli esercenti e artigiani (solo un poco più interessati risultano i lavoratori dipendenti, con il 55 per cento).

Come diretta conseguenza della diminuzione dell'interesse verso le tematiche economiche osserviamo, purtroppo, un piccolo aumento della quota di persone che non dedicano tempo agli approfondimenti e all'informazione finanziaria (50,8 per cento versus 49 per cento dell'anno passato); pressoché invariata, invece, la quota di chi vi dedica al massimo un'ora alla settimana (33,6 per cento versus 33,7 per cento del 2015).

Tra coloro che guardano meno all'informazione finanziaria ci sono i giovani tra 18 e 24 anni. Nonostante l'asserito interesse, come si è detto, il 91,3 per cento degli intervistati di questa fascia di età dichiara di non dedicare tempo o di dedicare al massimo un'ora alla settimana all'informazione finanziaria; nessuno vi dedica più di due ore. Relativamente più impegnati su questo fronte sono invece gli intervistati della fascia di età intermedia (45-54 anni) e coloro che sono vicini alla pensione (55-64 anni), per una naturale esigenza di seguire più da vicino le vicende finanziarie al fine di tutelare i propri risparmi in vista del ritiro dalla vita lavorativa. Come ci si poteva aspettare, l'agnosticismo finanziario è inoltre funzione inversa del livello di istruzione. I grandi risparmiatori sono normalmente e naturalmente piuttosto attenti: «solo» il 29,9 per cento non dedica neppure un minuto del proprio tempo all'informazione finanziaria al fine di tutelare i risparmi nel modo ritenuto più appropriato.

Se da un lato all'economia e ai mercati si presta attenzione quando c'è la recessione, dall'altro il sollievo della ripresa non elimina una delle questioni di fondo. I risparmiatori al dettaglio hanno a disposizione un panorama di mercati, divise, strumenti obbligazionari e azionari, ibridi, portafogli, strumenti complessi, inclusi i derivati, che rappresentano un mare certo non facile nel quale navigare. L'industria finanziaria non ha lesinato nell'innovare gli strumenti e la liberalizzazione dei mercati dei capitali ha fatto il resto. Per evitare rischi eccessivi e soprattutto inconsapevoli è intervenuto il legislatore europeo, con le direttive MIFID, ma basterà?

In concreto, per il 45,7 per cento degli intervistati è diventato più difficile, rispetto all'anno precedente, prendere decisioni su come investire, soprattutto per quanto riguarda la compren-

sione del rischio, la scelta del momento nel quale disinvestire e la corretta allocazione dei risparmi tra i diversi investimenti possibili (figura 3.4).

Figura 3.4 – Aspetti ritenuti di maggior complessità nell'effettuare scelte di investimento
(due risposte ammesse; valori percentuali)



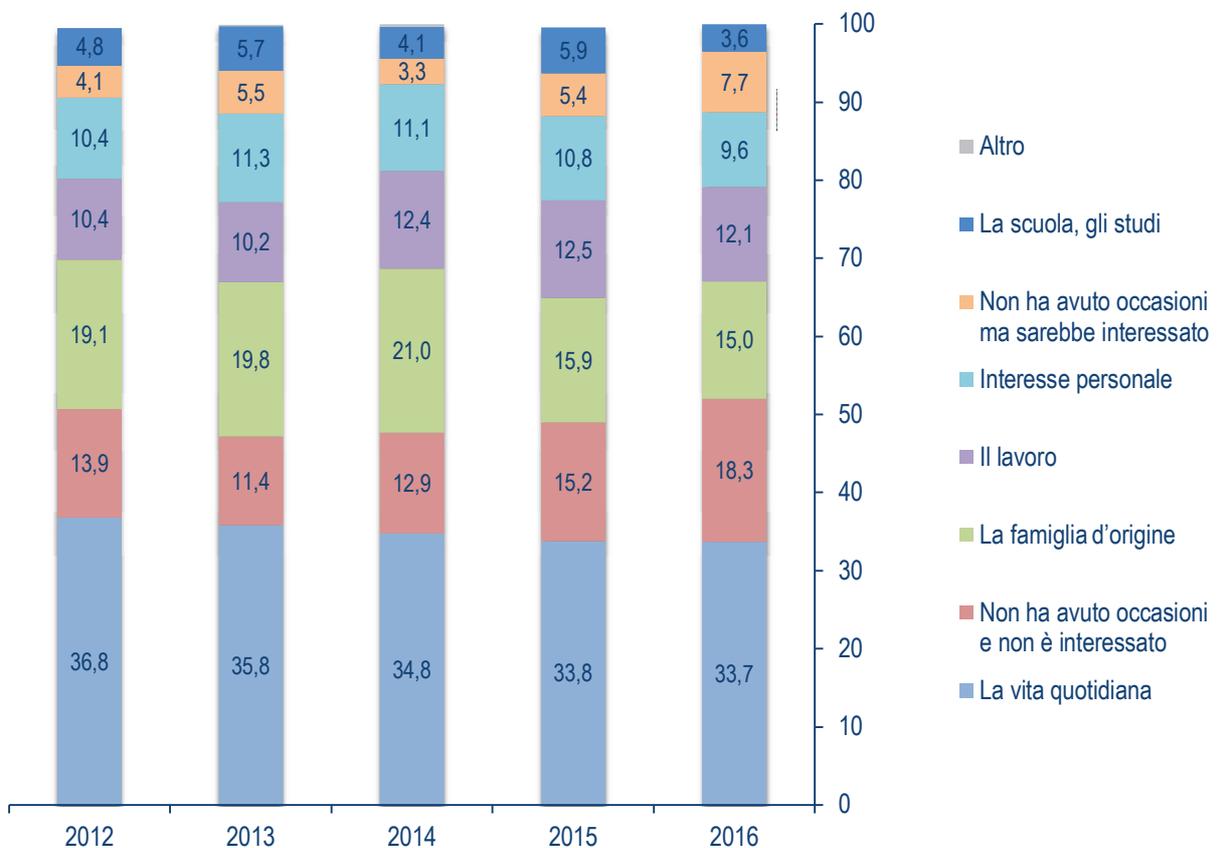
Nel dettaglio, la comprensione del rischio associato alle proposte di investimento risulta essere l'aspetto ritenuto maggiormente complesso. Al fine di ridurre il rischio, il comportamento corretto è quello di diversificare i propri investimenti. Tuttavia, proprio qui subentra la seconda difficoltà: circa quattro investitori su dieci fanno fatica a trovare il giusto modo per suddividere i risparmi tra le diverse possibili allocazioni. La scelta del momento in cui disinvestire, per massimizzare i ritorni o evitare eventuali perdite, rappresenta il terzo elemento di criticità.

Per superare queste difficoltà, gli intervistati si muovono in modo differenziato. Circa un quinto (21,2 per cento) dichiara di aver analizzato le più recenti proposte di investimento con il supporto della propria banca, mentre il 6,2 per cento lo ha fatto con il promotore o il private banker dal quale è solito farsi seguire. Insomma, per un terzo circa del campione l'industria finanziaria deve fornire consulenza, oltre che investimenti. Altri fanno riferimento a persone di fiducia che ritengono «esperti» (10 per cento), leggono il prospetto illustrativo con attenzione (5,9 per cento) o consultano persone che hanno fatto investimenti simili (5,6 per cento). È estremamente ridotta la quota di coloro che fanno ricorso a Internet (2,6 per cento) o a riviste e periodici economico-finanziari (2 per cento). Questi ultimi dati confermano un fenomeno già rilevato nelle scorse edizioni dell'*Indagine*: la Rete per il momento non si è affermata presso il pubblico italiano come fonte di suggerimenti direttamente utilizzabili dai

risparmiatori. Nei paesi anglosassoni, per contro, sulla Rete si è avviata l'offerta di servizi di *robot-advisory* che, in ragione anche delle limitate condizioni di accesso, sembrano muovere in misura crescente l'interesse dei risparmiatori al dettaglio più giovani, avvezzi alle tecnologie digitali e con saldi disponibili di entità inferiore alla media².

Il declino dei mezzi di informazione tradizionali come fonte di ispirazione e di consiglio degli investimenti è, in questo contesto, piuttosto naturale, dato che le domande che i risparmiatori si pongono sono sempre più legate alle proprie condizioni particolari e richiedono risposte personalizzate in luogo di quelle generali che possono essere offerte dalla carta stampata.

Figura 3.5 – «A che cosa Lei deve principalmente la Sua preparazione sul risparmio, il denaro e gli investimenti?»
(valori percentuali)



Come si è visto nelle scorse edizioni dell'*Indagine*, il vissuto quotidiano pare essere la principale fonte della preparazione su risparmio e investimenti (la cita circa un intervistato su tre; figura 3.5). Seguono la famiglia (15 per cento), il lavoro (12,1 per cento) e la scuola (con un piccolo 3,6 per cento, probabilmente insufficiente rispetto agli standard verso cui l'Italia dovrebbe tendere). Per il 9,6 per cento degli intervistati un livello minimo di preparazione è riconducibile all'interesse personale; circa un quarto di essi, interessati (7,7 per cento) o meno (18,3 per cento), semplicemente non ha avuto occasioni per approfondire queste tematiche.

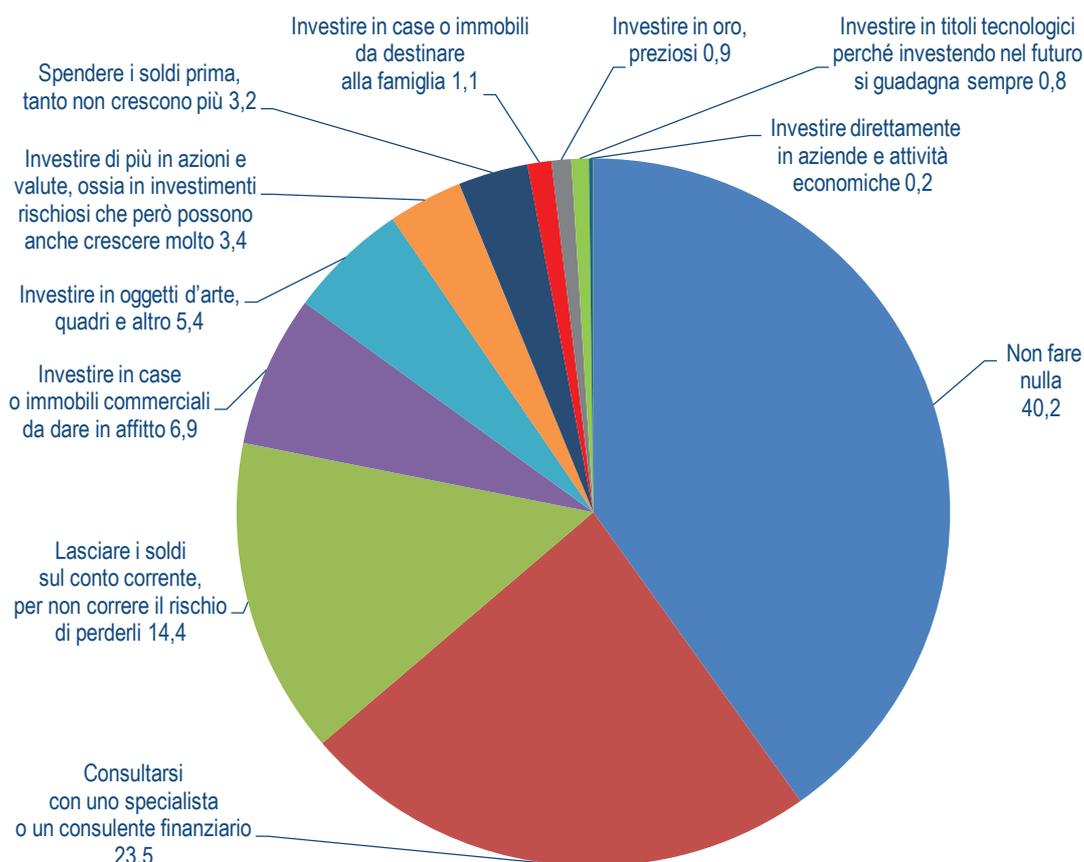
² Per una rassegna di alcune iniziative si rimanda, per esempio, a <http://www.forbes.com/sites/robertberger/2015/02/05/7-robot-advisors-that-make-investing-effortless/2/#6162c3135307>.

3.3. Come si affrontano i rendimenti a zero?

I rendimenti nulli, o quasi, minacciano non tanto il risparmio quanto il reddito atteso da questo, specie se la situazione, anziché provvisoria, dovesse perdurare nel tempo. Che fare in questi casi? (figura 3.6).

Figura 3.6 – «In queste condizioni [di rendimenti a zero] cosa potrebbe fare un piccolo risparmiatore per migliorare il suo investimento?»

(opzione citata al primo posto; valori percentuali)



Il 40,2 per cento dei capifamiglia manifesta il proprio disorientamento: non ha esperienza e ritiene che non si possa o debba fare nulla. Il 23,5 per cento si consulterebbe invece con uno specialista o un consulente finanziario per ottenere un consiglio, mentre il 14,4 per cento giudica sensato lasciare i soldi sul conto corrente, quanto meno per non rischiare di perderli. Sono tutto sommato pochi gli intervistati che cercherebbero davvero alternative agli investimenti finanziari più consueti. Il 6,9 per cento del campione pensa che si dovrebbe investire in case o in immobili commerciali da affittare, che produrrebbero pur sempre un rendimento competitivo con quello delle cedole delle obbligazioni. Pochi (5,4 per cento) citano l'investimento in oggetti d'arte o quadri oppure in oro e preziosi (0,9 per cento). L'1,1 per cento investirebbe in case da destinare alla famiglia, lo 0,8 per cento in titoli tecnologici, legati al futuro. Il 2 per mille cercherebbe di esercitare direttamente un'attività economica. Il 3,2 per cento ritiene invece che spendere subito le proprie disponibilità, vista la mancanza di investimenti redditizi, sia una buona scelta. Infine, solo il 3,4 per cento pensa che allocare le proprie

risorse a investimenti finanziari mediamente più rischiosi, come le azioni, sia una strada da percorrere per cercare quel rendimento che gli strumenti creditizi, influenzati dalle politiche monetarie, non producono più.

In questo contesto di prezzi sostanzialmente stabili, anche piccole oscillazioni possono essere rilevanti. Così, è stato chiesto agli intervistati di quali mercati di beni di investimento seguissero l'andamento dei prezzi, pubblicati su riviste o siti specializzati, al fine di giudicare il valore dei propri investimenti, di cogliere eventuali opportunità o di comprendere quando arriva il momento di disinvestire.

Il mercato maggiormente seguito è risultato, a sorpresa, quello immobiliare. Sebbene negli ultimi anni gli immobili abbiano subito la disaffezione degli investitori al dettaglio, per ragioni spesso relative alla collegata pressione fiscale, un terzo del campione conosce i prezzi degli immobili e si informa: il 4,4 per cento dichiara di verificare addirittura abitualmente il prezzo delle case e il 28 per cento lo fa almeno ogni tanto.

Al mercato azionario, per contro, guarda abitualmente o sporadicamente poco più di un investitore su dieci (11,9 per cento), mentre sono leggermente più seguiti i mercati delle obbligazioni e dei tassi di interesse (16,9 per cento) e dei fondi di investimento (15,5 per cento). I mercati più complessi, quali cambi/valute e derivati, sono i meno «frequentati» dagli intervistati: controllano l'andamento delle quotazioni, rispettivamente, il 7,3 e il 4,5 per cento degli investitori. I prezzi dell'oro sono seguiti dall'11,3 per cento, mentre quelli delle opere d'arte da appena il 5 per cento del campione.

Infine, a titolo un po' provocatorio, è stato chiesto agli intervistati quale sarebbe il consulente ideale del futuro scegliendo tra un robot indipendente su Internet, un robot della banca di fiducia, un consulente della banca o SIM con cui si hanno investimenti in corso o un consulente indipendente. Ebbene, il fattore umano risulta per il momento premiato: solo il 4,8 per cento del campione ha indicato una delle due «opzioni robot». La maggioranza relativa (35,4 per cento) prediligerebbe il consulente della propria banca o SIM, mentre il 15,9 per cento il consulente «del futuro» lo sceglierebbe tra i consulenti indipendenti dagli intermediari, ma pur sempre in carne e ossa.

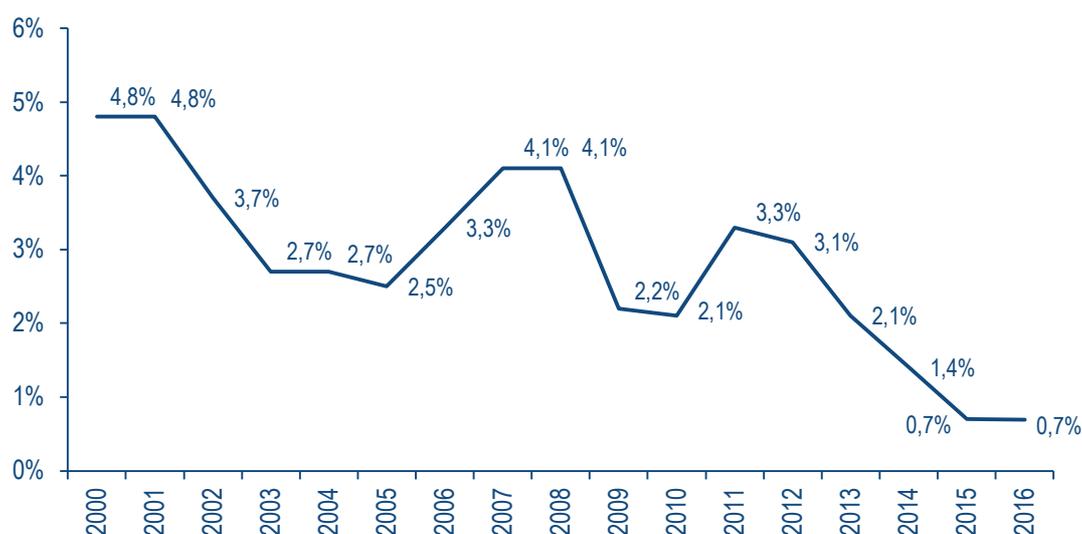
3.4. Gli obbligazionisti prendono le distanze dai bassi rendimenti

L'inflazione contenuta e le politiche espansive delle banche centrali hanno contribuito a mantenere bassi i rendimenti obbligazionari nel corso di tutto il 2015, con tassi modesti anche per le obbligazioni societarie. Per renderci conto di questa diminuzione dei rendimenti, basta osservare i tassi medi all'emissione dei titoli di Stato in Italia negli ultimi quindici anni: in particolare, dal 2011 è evidente un calo costante che ha portato il tasso medio all'emissione su valori prossimi allo zero nel 2016 (figura 3.7).

Dal momento che la diminuzione dei tassi di interesse ha comportato una naturale diminuzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari, è facile comprendere come mai sia scesa la quota di risparmiatori che dichiara di detenerne in portafoglio: si passa dal 21,7 per cento di possessori nel 2012 al 14 per cento nei primi mesi del 2016. L'investimento in obbligazioni

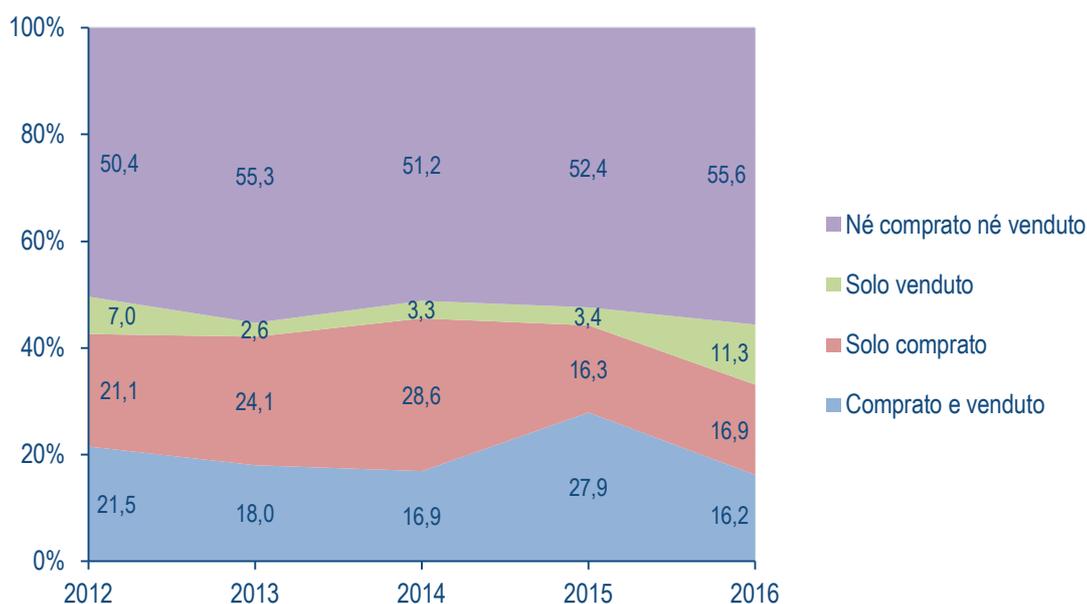
non è più redditizio come in passato, e i risparmiatori hanno cercato rimedio alleggerendo la loro quota in portafoglio. La decisione della Banca Centrale Europea di portare i tassi di rifinanziamento principale a quota zero a marzo del 2016 potrebbe far continuare la tendenza, con il conseguente accumulo di saldi liquidi che, nel corso dell'anno, probabilmente cercheranno un impiego. Va da sé che, coerentemente con questo scenario, la quota del campione che ha dichiarato di avere venduto obbligazioni, senza aver fatto contestualmente altri acquisti, è notevolmente aumentata: dal 3,4 per cento dell'edizione 2015 all'11,3 per cento nel 2016 (figura 3.8).

Figura 3.7 – Tassi medi all'emissione dei titoli di Stato in Italia dal 2000 ai primi mesi del 2016



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro

Figura 3.8 – «Negli ultimi dodici mesi Lei ha comprato o venduto obbligazioni?»
(valori percentuali)



Dato questo quadro di riferimento, non devono quindi sorprendere i numeri riguardanti il possesso di obbligazioni negli ultimi cinque anni: ben l'86 per cento dei risparmiatori italiani ha risposto di non averne possedute in questo arco temporale. La percentuale di coloro che non hanno obbligazioni in portafoglio è in costante aumento dal 2012 a oggi (dal 78,3 all'86 per cento).

Si badi che questo andamento della quota direttamente investita in obbligazioni deve essere comunque letto insieme all'andamento del risparmio gestito, investito completamente o parzialmente in obbligazioni. È un dato di fatto che il segmento del risparmio gestito ha fatto progressivamente breccia nei portafogli degli italiani, a scapito del segmento del risparmio amministrato (dove il gestore è direttamente il risparmiatore, magari con il consiglio della propria banca o del proprio consulente professionale).

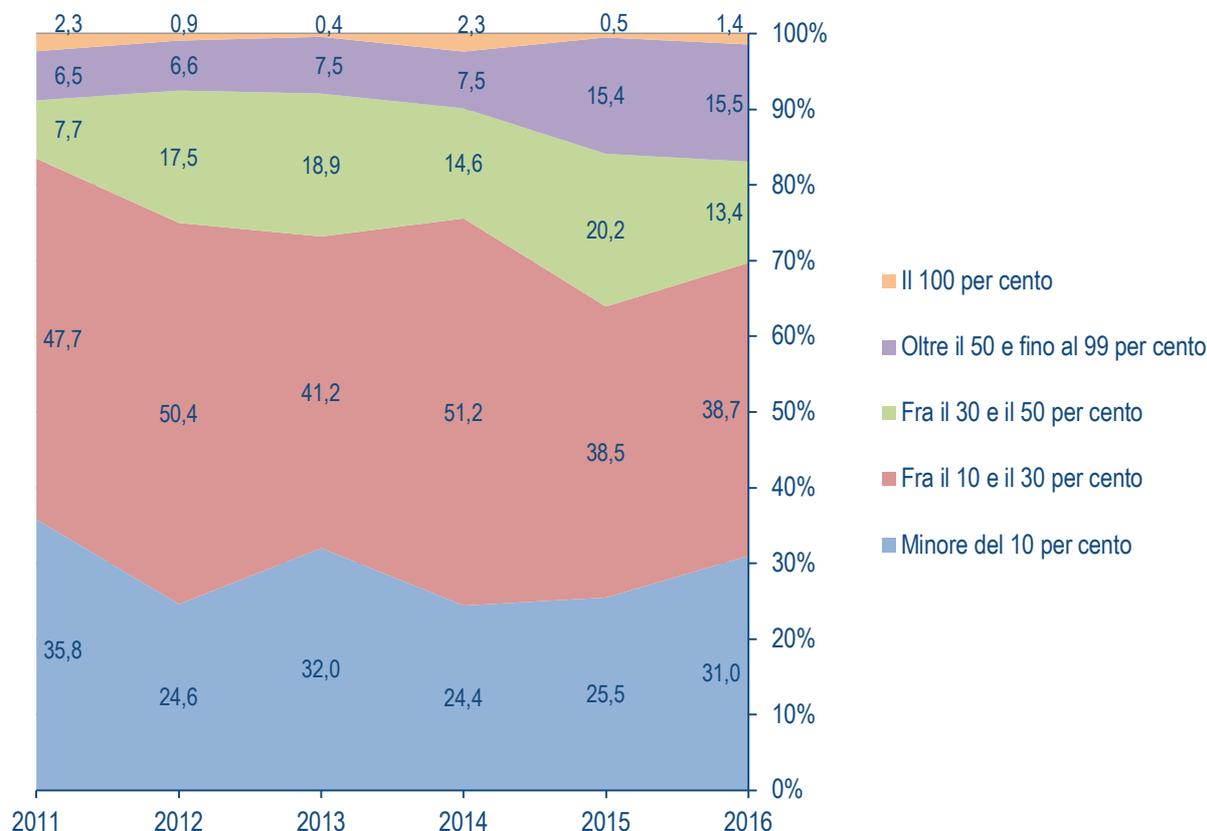
Alla fine del 2015 le masse di attivi in gestione in Italia ammontavano a 1.823 miliardi di euro (+6 per cento rispetto all'anno precedente al netto dell'effetto mercato). Se si considera la sola classe dei fondi aperti di diritto italiano, la quota dei fondi aperti obbligazionari, monetari e bilanciati rappresenta il 54,7 per cento del totale. La caduta dell'interesse per le obbligazioni è quindi una risposta razionale al calo dei rendimenti, ma le obbligazioni continuano a essere un investimento cospicuo, posseduto attraverso i fondi e le gestioni. D'altra parte, come vedremo, l'avvicinamento di masse sempre più importanti di risparmiatori al risparmio gestito è la conseguenza sia della produzione, da parte di questa industria, di «veicoli» a costo moderato, ideali per una platea crescente di risparmiatori al dettaglio, sia della richiesta da parte di questi ultimi di strumenti di investimento intrinsecamente diversificati, quanto meno all'interno della classe di investimenti scelta per il fondo. È appena il caso di ricordare che all'interno di una strategia di diversificazione del portafoglio puramente passiva, ossia fatta per il tramite di un semplice fondo di investimento, le eventuali perdite conseguenti al default di un solo emittente lascerebbero immuni gli investitori da perdite eccessive.

Il possesso di obbligazioni tende a salire con l'età (appena il 4,3 per cento degli under 24 ne ha detenute negli ultimi cinque anni, contro il 19,6 per cento degli over 65) e risulta più diffuso al Nord (in particolar modo nel Nord-Ovest) e tra i grandi risparmiatori, mentre è inversamente proporzionale al titolo di studio e al reddito dell'intervistato.

È da osservare il fatto che i portafogli investiti in obbligazioni sembrano piuttosto concentrati. Il 16,9 per cento di coloro che hanno sottoscritto questi strumenti vi ha allocato, negli ultimi dodici mesi, più di metà del proprio patrimonio (figura 3.9). Tale percentuale è peraltro in crescita rispetto al passato, se consideriamo che, fino al 2014, meno di un investitore su dieci allocava in obbligazioni la maggior parte dei propri risparmi.

Evidentemente, la ricerca di sicurezza prevale sulla ricerca di rendimenti alti per una fetta di risparmiatori che storicamente investe nel comparto e non lo abbandona nonostante i bassi tassi. Per quanto possa sembrare contraddittorio con la rilevata vendita-senza-riacquisto delle obbligazioni da parte di una percentuale del campione, la concentrazione dei portafogli obbligazionari dei possessori è alta. In sostanza, non ci sono mezze misure: chi ritiene che non convenga più avere obbligazioni le lascia per la liquidità o, magari a medio termine, per il risparmio gestito o, forse, per una casa futura; chi non fa questa scelta continua a essere un obbligazionista convinto e probabilmente spera che, come tutti i cicli in economia, anche quello dei tassi a zero prima o poi abbia termine.

Figura 3.9 – Quota del patrimonio investita nel comparto obbligazionario negli ultimi dodici mesi
(valori percentuali)

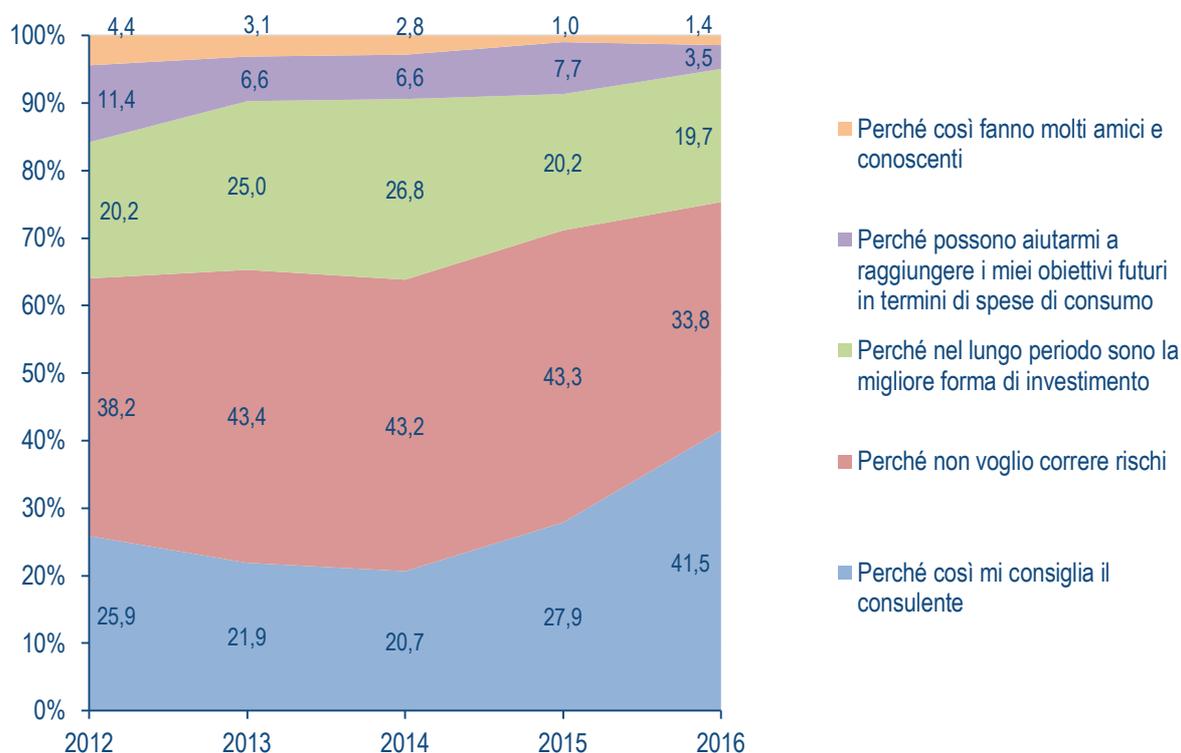


Non esistono investimenti completamente sicuri. A ogni strumento è associato un rischio, o, più correttamente, una serie di rischi. I default obbligazionari, non molto frequenti ma possibili, toccano le corde dei risparmiatori, che nel 2016 modificano la loro opinione sui bond. La quota di coloro che giudicano molto rischioso l'investimento in bond (33,3 per cento) diventa doppia rispetto a quella di coloro che lo ritengono completamente sicuro (16,3 per cento). La percezione del rischio obbligazionario è aumentata considerevolmente (erano il 22 per cento quanti consideravano rischioso l'investimento in obbligazioni nel 2015). La soluzione all'imprevedibilità dei default è solo la diversificazione, da attuarsi direttamente o in modo mediato dal risparmio gestito.

Circa le motivazioni dei risparmiatori a investire in obbligazioni, sempre più spesso è il consiglio del consulente a orientare la scelta (figura 3.10). La varietà di questi strumenti è tale che un consiglio è indispensabile. Come nel caso dei titoli azionari, il risparmiatore fa molto affidamento su una persona che lo possa guidare nell'investimento, forse per evitare i rischi connessi alle scelte poco prudenti.

Il 33,8 per cento non vuole correre rischi ed è disposto a sacrificare parte del rendimento dei propri investimenti in cambio di una maggiore sicurezza di salvaguardare il capitale. Un intervistato su cinque considera le obbligazioni un buon investimento per il lungo periodo, mentre il 3,5 per cento, sulla base di un ragionamento simile, lo giudica positivamente al fine di poter sostenere spese future. Pochi (1,4 per cento) seguono l'esempio di persone non esperte, quali amici e conoscenti.

Figura 3.10 – Le motivazioni alla base dell'investimento in obbligazioni
(valori percentuali)



I risparmiatori italiani sono soddisfatti di questa tipologia di investimento? Il 73,7 per cento si dichiara molto o abbastanza soddisfatto. Comprensibilmente, si tratta di un dato inferiore rispetto all'anno scorso (81,6 per cento), visti i cali dei rendimenti. Specularmente, aumentano – dal 13,6 al 21,1 per cento – coloro che sono poco soddisfatti dell'aver acquistato obbligazioni.

Il pagamento della cedola periodica è ancora la principale motivazione per comprare obbligazioni, anche se la cita al primo posto un numero di intervistati inferiore rispetto a quanto rilevato un anno fa. Segue, al secondo posto, la restituzione del capitale alla pari al termine dell'investimento (un argomento che ci fa ritornare alla ricerca di sicurezza con cui abbiamo iniziato questo capitolo). Ed è sempre la ricerca di sicurezza a muovere verso le obbligazioni gli intervistati (sono il 9,9 per cento), che considerano come un vantaggio ulteriore il fatto che «una volta fatto l'investimento, non ci si pensa più per anni».

La stabilità del prezzo e la relativa liquidità delle obbligazioni, che si possono facilmente vendere sul mercato, interessano (ciascuna) poco meno del 10 per cento del campione. Meno rilevanti ancora risultano la possibilità di scegliere fra tasso fisso e variabile e l'assenza di costi di gestione. Qui il risparmiatore italiano medio si smaschera e mostra evidenza di non avere ben chiaro quali tipi di obbligazione scegliere: cedole a tasso fisso, più remunerative nel breve periodo, potrebbero precludere un aumento del rendimento del titolo nel medio-lungo periodo. In definitiva, anche il mondo delle obbligazioni, che fino a una dozzina di anni fa i risparmiatori frequentavano orientandosi prevalentemente verso i titoli dello Stato che avevano imparato a conoscere bene, si è complicato e richiede sempre di più un accompagnamento.

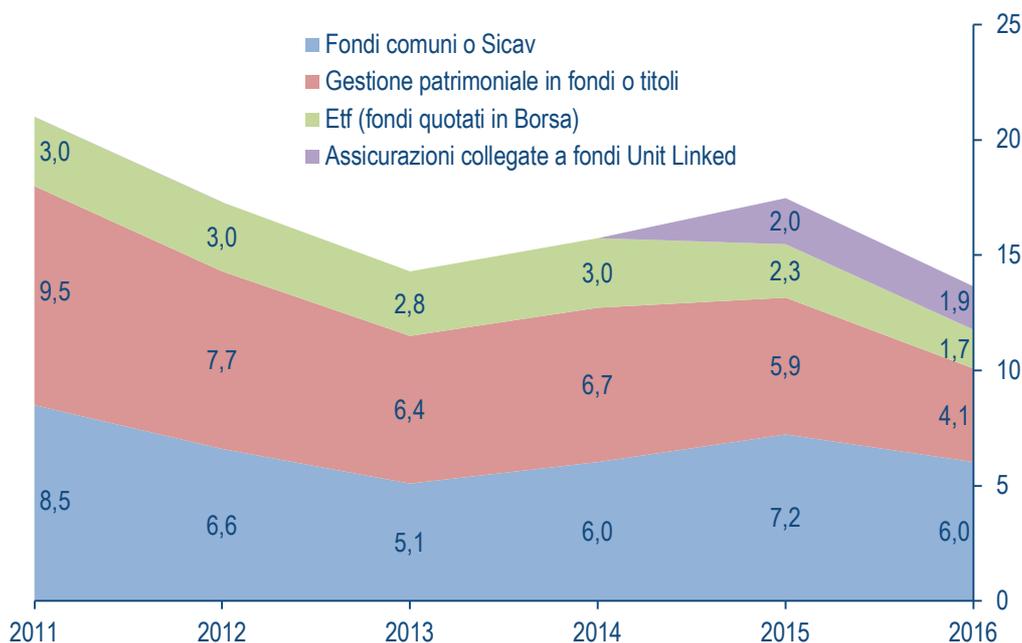
3.5. L'onda del risparmio gestito non si placa in valore, ma la crisi ha determinato la polarizzazione di questi investimenti

A fronte della riduzione dei possessori di obbligazioni, l'*Indagine* di quest'anno vede aumentare gli investimenti nel risparmio gestito: si tratta dei fondi comuni di diritto italiano o estero, Sicav, Etf, prodotti assicurativi collegati a fondi, gestioni patrimoniali in fondi e gestioni patrimoniali monetarie.

Anche secondo il rapporto di marzo dell'Assogestioni sull'andamento del mercato del risparmio gestito³, i due dati vanno quasi letti congiuntamente: si abbassano i rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni, e questo muove i risparmiatori verso il risparmio gestito. Tale fenomeno, insieme alla pro-ciclicità storicamente osservata nel comparto e alla lievissima ripresa del tasso di risparmio, avrebbe contribuito alla crescita delle masse gestite, arrivate a fine 2015 a un valore di 1,83 miliardi di euro contro gli 1,59 miliardi del 31 dicembre 2014.

Nella nostra *Indagine*, dall'anno scorso il perimetro degli investimenti nel risparmio gestito considerato nell'ambito del questionario si è arricchito delle polizze assicurative Unit Linked, che hanno ottenuto un crescente favore del pubblico e attraverso le quali il premio assicurativo viene a sua volta investito in fondi di investimento.

Figura 3.11 – Gli investimenti nel risparmio gestito
(detentori negli ultimi cinque anni; valori percentuali)



Il lieve declino dei possessori di fondi e di risparmio gestito che registriamo nel 2016 contrasta solo apparentemente con la tendenza all'aumento delle masse gestite. La piccola diminuzione della percentuale di possessori non ha infatti una matrice strutturale, ha piuttosto una natura congiunturale. La rilevazione dei dati per l'*Indagine* è stata fatta proprio nel primo trimestre del 2016, caratterizzato da alta volatilità dei mercati. In queste condizioni, gli inter-

³ Si veda *The Italian Asset Management Market Key Figures*, Assogestioni, marzo 2016.

mediari osservano che una parte del risparmio gestito si travasa nell'amministrato o diventa liquido, per poi tornare verso il gestito quando la volatilità si attenua. Inoltre, coloro che hanno comprato fondi e gestioni più di cinque anni fa e non hanno più incrementato l'investimento tendono a dichiarare di non aver posseduto tali strumenti negli ultimi anni, pur continuando a detenerne una quota nel portafoglio. Infine, come facemmo osservare nel 2015 approfondendo il tema del risparmio e degli investimenti del ceto medio, il fenomeno della polarizzazione dei redditi tende a riflettersi anche sul possesso delle attività finanziarie, con meno possessori che detengono un maggior volume di investimenti.

Tra il 2015 e il 2016 passano dal 7,2 al 6 per cento i detentori di fondi comuni o Sicav, dal 5,9 al 4,1 per cento coloro che partecipano a gestioni patrimoniali, dal 2,3 a un risicato 1,7 per cento i possessori di Etf, mentre rimangono sostanzialmente stabili, intorno al 2 per cento, i detentori di polizze Unit Linked. Si osservi infine che, poiché alcuni intervistati hanno investito in diverse forme di risparmio gestito, il totale degli investitori è complessivamente inferiore al 13,7 per cento evidenziato nella figura 3.11.

Se si esplora l'universo degli investitori nel risparmio gestito (tabella 3.1), i «grandi risparmiatori»⁴ e gli intervistati avversi al rischio risultano i primi «consumatori» in assoluto di prodotti di risparmio gestito.

La percentuale di quanti investono nel gestito aumenta al crescere del reddito e del grado di istruzione, oltre a essere concentrata nel Nord. Tra i laureati, i detentori di strumenti di risparmio gestito sono circa uno su cinque (19,5 per cento); si scende al 10,7 per cento tra coloro che hanno un titolo di scuola media superiore, al 5,1 per cento tra coloro che hanno un titolo di scuola media inferiore e appena al 4,1 per cento tra chi ha una licenza elementare. Inoltre, tra gli intervistati che dichiarano di guadagnare più di 2.500 euro mensili i sottoscrittori di risparmio gestito sono circa un quinto (20,4 per cento), mentre tra coloro che guadagnano meno di 1.600 euro mensili solo un esiguo 3 per cento fa parte della categoria.

Non sembra esserci una relazione diretta tra numerosità del nucleo familiare, numero di persone a carico o numero di percettori di reddito in famiglia e la propensione a investire: la scelta di affacciarsi al mondo del risparmio gestito non dipende in maniera determinante dalla condizione familiare, salvo che questa influenzi la capacità di risparmio e, conseguentemente, di investimento.

E che dire dell'età, che dovrebbe essere un fattore determinante nella scelta di investire in tale tipologia di strumenti, con una connotazione anche di medio-lungo periodo? Gli intervistati di età intermedia (45-54 anni) sono i maggiori investitori (l'11,9 per cento possiede strumenti di risparmio gestito), seguiti dai «pensionati o quasi» (55-64 anni, con il 10,3 per cento) e dagli over 65 (8,8 per cento). Il ricorso al risparmio gestito cresce con l'età e i mezzi a disposizione. Gli over 65 detengono meno fondi anche perché la loro esperienza finanziaria si è formata in anni nei quali questi investimenti erano stati appena introdotti.

Come mostra la figura 3.12, tra i detentori di strumenti di risparmio gestito soltanto poco più di un quarto (25,9 per cento) dichiara di aver dedicato a questa forma di investimento meno

⁴ Ossia che risparmiano circa il 20 per cento del reddito disponibile.

Tabella 3.1 – Possessori di risparmio gestito (ultimi cinque anni) per categorie degli intervistati

	Fondi e Sicav	Gestioni patrimoniali	Etf	Polizze Unit Linked	Risparmio gestito
RIS5	10,0	30,0	30,0	10,0	40,0
Grandi risparmiatori	19,0	15,3	7,3	3,6	29,1
RIS4	13,5	11,5	0,0	5,8	21,2
Medi risparmiatori	11,5	8,6	4,3	4,3	20,9
>2.500 euro	11,4	9,8	4,3	3,9	20,4
Università	11,3	8,8	3,1	3,8	19,5
RIS 3	9,0	7,0	2,5	2,5	16,1
TDIP1	3,0	13,4	3,0	1,5	14,9
TDIP2	12,2	2,4	0,0	7,3	14,6
2.001-2.500 euro	8,7	5,6	0,8	0,8	13,5
Nord-Ovest	7,2	7,5	4,2	0,7	12,7
Nord-Est	7,7	5,3	1,4	1,9	12,1
FC3	6,0	6,0	0,0	0,0	12,0
45-54 anni	5,7	5,7	1,0	3,8	11,9
Famiglia a 1	9,5	5,3	2,6	0,5	11,6
>100.000 ab.	7,6	3,8	0,8	4,6	11,3
RIS2	7,5	4,7	1,9	2,8	11,3
<10.000 ab.	9,6	4,5	2,4	0,7	11,3
Famiglia a 4	6,5	2,8	0,5	4,2	11,2
PRED2	6,7	4,6	2,3	2,9	11,1
Casa proprietà	6,7	4,6	1,8	2,0	10,9
Famiglia a 5+	5,4	5,4	0,0	1,4	10,8
Superiori	7,5	4,6	2,2	2,7	10,7
55-64 anni	6,3	3,4	1,1	1,1	10,3
PRED3	8,6	1,4	0,0	0,0	10,0
FC2	5,4	2,7	0,5	3,6	10,0
Femmine	6,1	3,0	0,8	1,7	10,0
FC1	6,1	3,6	1,0	3,6	9,7
Centro	7,8	1,9	0,5	5,3	9,7
Totale 2016	6,0	4,1	1,7	1,9	9,5
Maschi	6,0	4,6	2,2	2,0	9,2
FC0	6,3	4,6	2,6	0,7	9,0
TDIP0	6,0	3,5	1,8	1,8	8,9
>65 anni	6,4	4,4	3,4	1,0	8,8
TDIP3	6,5	2,2	0,0	0,0	8,7
35-44 anni	6,0	2,5	1,0	3,0	8,5
25-34 anni	5,6	4,6	0,0	0,0	8,3
Piccoli risparmiatori	7,3	0,9	0,0	0,0	8,2
Famiglia a 3	5,2	3,3	1,0	1,9	8,1
PRED1	5,1	4,0	1,4	1,2	7,9
Famiglia a 2	4,3	4,3	2,8	1,2	7,7
10.000-100.000 ab.	3,1	3,9	1,7	1,2	7,5
1.601-2.000 euro	5,8	3,1	0,5	2,6	7,3
Medie inferiori	2,8	2,2	0,6	0,6	5,1
Casa uso gratuito	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0
RIS1	3,5	1,5	0,9	0,7	4,6
18-24 anni	4,3	0,0	4,3	0,0	4,3
Elementari	2,4	0,8	0,8	0,0	4,1
Sud-Isole	2,4	1,0	0,0	0,7	4,1
Casa affitto	3,9	2,2	1,1	1,1	3,9
<1.600 euro	2,3	0,7	0,9	0,7	3,0
Non risparmiatori	1,6	1,0	0,2	1,2	2,6

RIS = avversione al rischio, da RIS1 (massima) a RIS5 (minima).

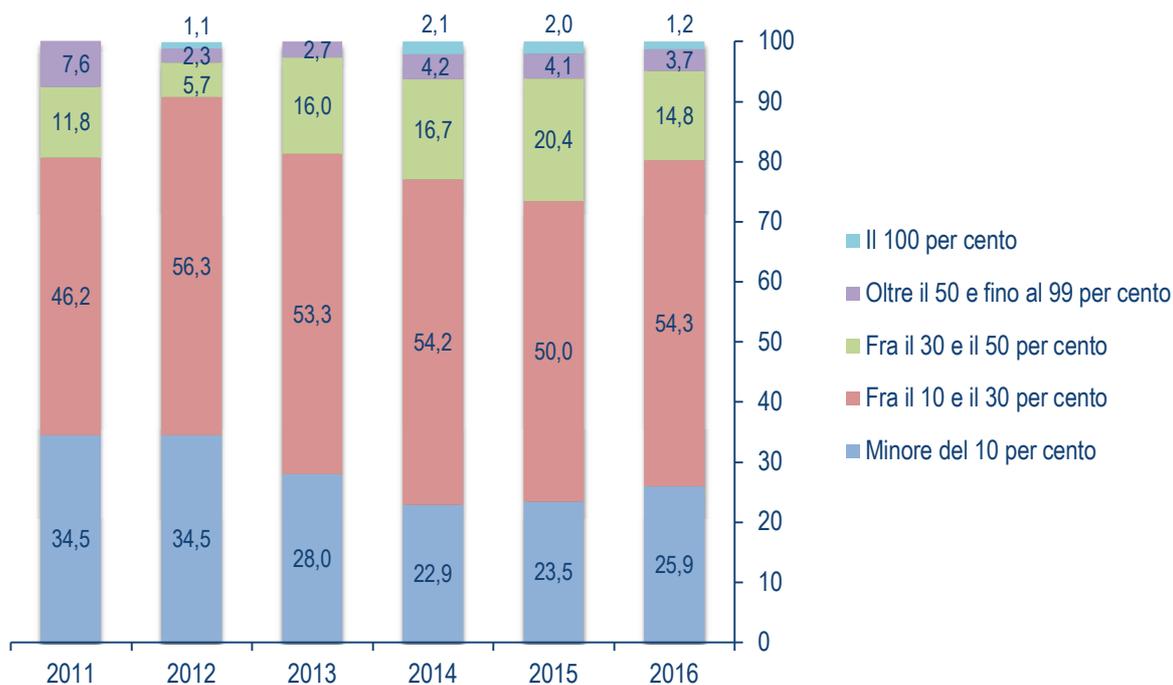
FC = figli conviventi, da nessuno (FC0) a tre (FC3).

PRED = produttori di reddito nella famiglia (da PRED1 a PRED3).

TDIP, tasso di dipendenza, da TDP0 (0 persone a carico) a TDP3 (>3).

del 10 per cento del patrimonio. Più della metà (54,3 per cento) vi investe fra il 10 e il 30 per cento dei propri averi, il 14,8 per cento fra il 30 e il 50 per cento, un risparmiatore su venti addirittura oltre il 50 per cento. Si conferma pertanto una certa fedeltà allo strumento, che va consolidandosi nel tempo e che fornisce un'indicazione indiretta della soddisfazione degli investitori.

Figura 3.12 – Quota del patrimonio finanziario investita in strumenti di risparmio gestito
(valori percentuali)



A riprova del fatto che chi investe nel risparmio gestito cerca come prima cosa la tranquillità, il 38,5 per cento degli intervistati dichiara di preferire questa opzione per «poter affidare i propri risparmi a esperti e non pensarci più, semplificandosi la vita».

Il 40,6 per cento degli investitori pensa che si possano avere rendimenti migliori con il risparmio gestito (rispetto al fai da te). Coloro che vi fanno ricorso perché ritengono di avere prospettivamente un rendimento migliore sono un poco meno numerosi di quanti lo scelgono per ridurre il rischio (45,8 per cento). Il 42,7 per cento si fa gestire i risparmi seguendo il consiglio di una persona di fiducia, un intervistato su due per diversificare o investire in titoli o mercati viceversa ritenuti irraggiungibili, mentre una quota minima (10,4 per cento) cita motivazioni fiscali alla base della scelta.

La liquidità di tali strumenti («poter liquidare in qualsiasi momento l'investimento ai prezzi pubblicati sui giornali»), che nel passato non era un aspetto del tutto trascurabile, interessa ormai soltanto poco più del 2 per cento degli intervistati.

Il canale preferito per l'acquisto dei fondi (anche se fa registrare una lieve flessione rispetto al passato) rimane, per circa sette investitori su dieci, la propria banca di riferimento. Il promotore, il private banker o il consulente finanziario veicolano l'acquisto di fondi verso circa un quarto degli intervistati, mentre poco meno di uno su dieci fa ricorso a una banca

diversa dalla propria. In sintonia con quanto si è visto per gli altri strumenti finanziari, è limitato l'utilizzo di Internet per sottoscrivere i fondi: se ne serve appena l'1 per cento degli intervistati.

Nel corso dell'ultimo anno la quota di coloro che si dichiarano poco soddisfatti della propria scelta di investire nel comparto è passata dal 9,4 al 17,7 per cento. L'arretramento è modesto e riflette, probabilmente, l'andamento meno soddisfacente dei mercati tra il sondaggio del 2015 e quello del 2016. Il quadro resta però piuttosto positivo: il 74 per cento si dichiara infatti abbastanza e il 7,3 per cento molto soddisfatto.

In conclusione, possiamo dire che prosegue la tendenza del risparmio gestito ad affermarsi grazie a prodotti in grado di soddisfare le esigenze di semplificazione e di protezione dei patrimoni dei risparmiatori.

3.6. Azionisti: pochi, ma esperti, consapevoli e internazionalizzati

«Il mercato azionario è semplice. Basta acquistare per una cifra inferiore al loro valore intrinseco quote di una grande azienda gestita da dirigenti integerrimi e capaci, e quindi conservare quelle quote per sempre» (Warren Buffett).

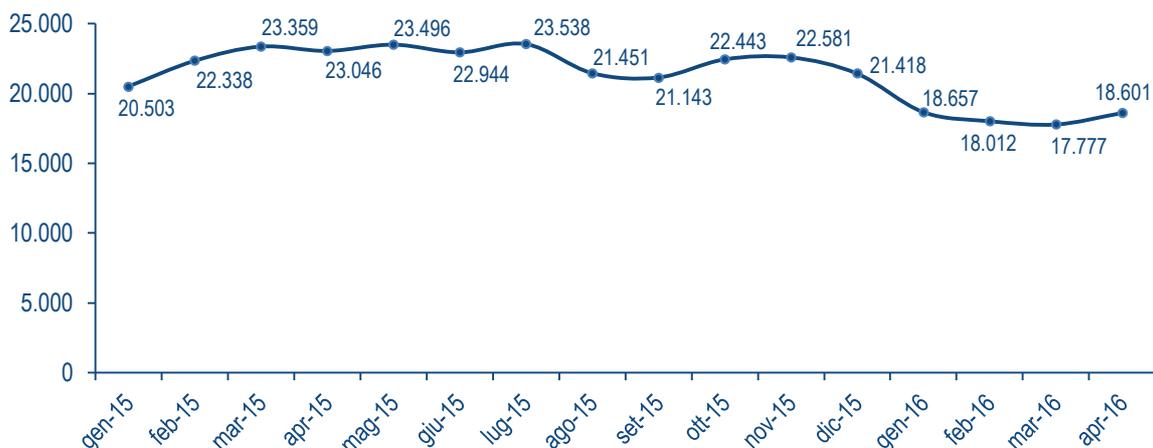
È normale essere d'accordo con chi ha costruito una delle maggiori fortune al mondo investendo nelle azioni. Tuttavia, non è altrettanto semplice seguirne la regola. Non solo perché il giudizio di merito sulle aziende – ossia sul valore fondamentale – è soggettivo ed è complesso, ma anche perché l'orizzonte medio dei risparmiatori italiani non è quello infinito. Inoltre, a «guastare la festa» dei piccoli azionisti è venuta l'interruzione del trend secolare della crescita dei corsi, quanto meno per le azioni italiane, che sono tutto sommato ancora le più note.

È così che, nel tempo, il rapporto tra la Borsa e i risparmiatori, che si era andato consolidando durante la fase delle privatizzazioni, si è via via allentato; in larga parte, è subentrato l'investimento mediato dai fondi.

Il 2015 non è stato un anno favorevole per le Borse. Dopo un inizio quasi «scoppiettante», da aprile in avanti gli eventi che hanno prodotto sostanziosi arretramenti degli indici sono stati più di uno, e in successione. Tra i principali, ricordiamo il contagio della crisi della Borsa cinese e il calo, fino al limite dei 23 dollari, dei prezzi del petrolio, che ha gettato un'ombra sia sulle società petrolifere sia sulle economie emergenti. Verso la fine del 2015, inoltre, i corsi hanno risentito delle attese di aumento dei tassi da parte della Federal Reserve, anche se successivamente la corsa al rialzo è stata frenata dalla stessa presidente della banca centrale americana, Janet Yellen.

Osservando le chiusure della Borsa Italiana FTSE MIB nell'ultimo anno (figura 3.13), emerge appunto il difficile andamento azionario che ha caratterizzato la seconda metà del 2015, con il forte calo a partire dal mese di novembre. Si è pure avuta una notevole volatilità nel primo trimestre del 2016, periodo in cui l'Italia ha dovuto affrontare il tema della ripresa delle sofferenze bancarie, con la ricerca di soluzioni di sistema.

Figura 3.13 – Valori indice del FTSE MIB, gennaio 2015-aprile 2016

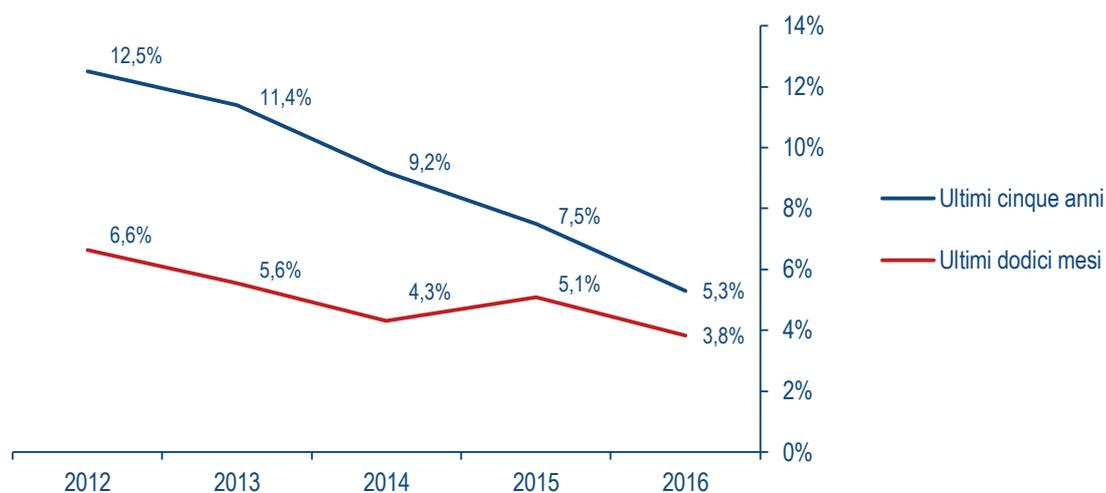


Fonte: Borsa Italiana

Come conseguenza di un anno «caldo», non è strano che la disaffezione verso il mercato azionario da parte degli intervistati si sia accentuata (figura 3.14). Solo il 5,3 per cento dichiara di aver comprato e/o venduto azioni negli ultimi cinque anni. Questo dato è in declino costante dal 2003 (primo anno in cui è stata sottoposta la domanda agli intervistati), quando era pari al 31,9 per cento. Stessa sorte è toccata alla quota di coloro che hanno solamente comprato azioni (senza effettuare contestuali operazioni di vendita): erano il 6,5 per cento nel 2003, prima della crisi, sono appena l'1,2 per cento oggi.

Dal 2012, per monitorare meglio l'evoluzione dell'approccio dei risparmiatori al mercato azionario, abbiamo cominciato a chiedere a coloro che avevano comprato e/o venduto titoli negli ultimi cinque anni che tipo di strategie o azioni avessero intrapreso negli ultimi dodici mesi.

Figura 3.14 – Intervistati che hanno comprato e/o venduto azioni negli ultimi cinque anni/dodici mesi



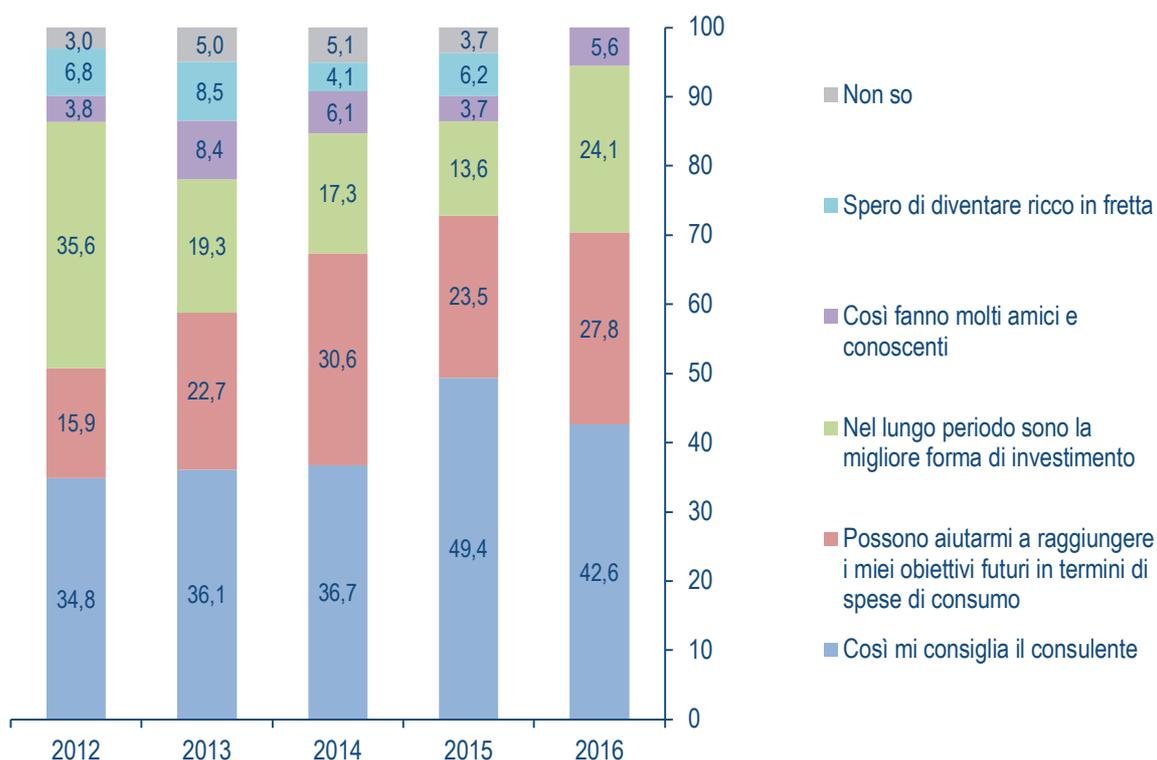
Il trend osservato è stato sostanzialmente il medesimo: anno dopo anno, è diminuita la percentuale di coloro che effettuavano operazioni di compravendita sul mercato. Con l'esclusione degli over 65, la propensione a operare nel mercato azionario cresce con l'età, con

l'aumentare del livello di istruzione e del reddito nonché dell'attitudine a risparmiare. È inoltre più marcata nel Nord-Ovest.

La maggioranza (53,7 per cento) degli intervistati che investono in azioni alloca a questa forma di impiego fra il 10 e il 30 per cento dei propri averi: una quota tutto sommato significativa, ma bilanciata. Circa un quarto (24,1 per cento) investe in azioni una quota ridotta del proprio patrimonio (inferiore al 10 per cento), mentre il 16,7 per cento vi investe fra il 30 e il 50 per cento e il 5,6 per cento addirittura più del 50 per cento.

Quale motivazione spinge i risparmiatori a scegliere di investire in azioni? (figura 3.15). Così come per le obbligazioni, in molti casi ci si affida al consiglio di una persona esperta: il 42,6 per cento segue il parere del consulente, prima ancora di pensare a obiettivi direttamente collegabili all'investimento. Il 27,8 per cento acquista azioni per poter raggiungere i propri obiettivi in termini di spese di consumo e il 24,1 per cento perché le considera la migliore forma di investimento.

Figura 3.15 – Le motivazioni alla base dell'acquisto di azioni
(prima risposta fornita; valori percentuali)



Lo sparuto gruppo residuo di piccoli investitori opera seguendo i consigli degli esperti e in un'ottica di lungo periodo. E se nel 2012 (a crisi già iniziata) il 6,8 per cento degli intervistati ancora nutre speranze di «facili» guadagni, oggi nessuno cita più la possibilità di arricchirsi velocemente quale principale motivazione per l'investimento in azioni.

Il fatto che l'investimento azionario sia considerato come un impiego di lungo periodo è confermato dal tempo medio di permanenza in portafoglio dei titoli. Gli acquisti azionari rimangono nel portafoglio delle famiglie per periodi mediamente lunghi.

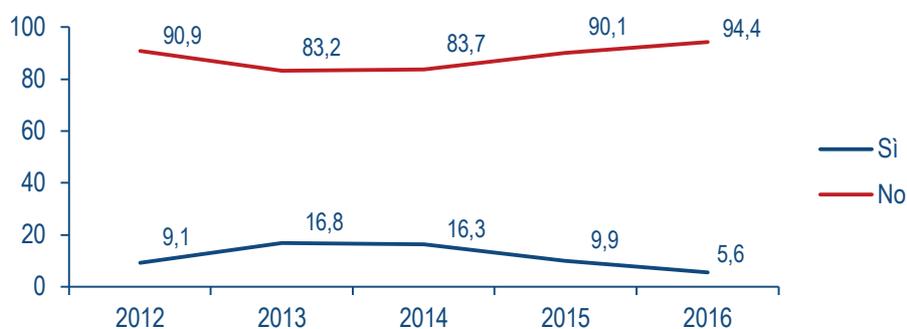
Tra coloro che hanno operato sul mercato azionario negli ultimi cinque anni, la maggior parte (59 per cento) ha mantenuto i titoli in portafoglio per oltre un anno (e il 22,2 per cento per più di tre anni). Insomma, chi compra le azioni lo fa per tenerle e non per sfruttare «l'altalena» dei mercati internazionali. Almeno in questo i piccoli investitori italiani si stanno avvicinando all'ideale investitore di successo descritto da Warren Buffett.

Come si arriva alla scelta dei titoli da acquistare? Quasi la metà degli intervistati (48,1 per cento) ha seguito la raccomandazione della banca o del promotore finanziario prima di effettuare investimenti in azioni. L'altra metà dei piccoli investitori nella Borsa opera sulla base di criteri vari. Alcuni (14,8 per cento) hanno strategie personali, altri (11,1 per cento) seguono il suggerimento di persone che ritengono esperte, altri ancora (5,6 per cento) semplicemente mantengono le proprie abitudini comprando e vendendo (cercando di individuare il momento opportuno) sempre gli stessi titoli. Meno di un investitore su dieci considera indicazioni trovate su Internet o su riviste specialistiche. Del resto, formarsi le proprie convinzioni e avere un proprio metodo costituisce una base razionale per operare in Borsa in modo non emotivo. Infine, alcuni investitori scelgono i titoli che hanno visto un aumento del proprio valore nell'ultimo periodo, ossia seguono le tendenze empiriche.

L'investimento in azioni riguarda un numero limitato di titoli. Solitamente ci si concentra su un paio, fino a un massimo di cinque titoli azionari. Si tratta di una tendenza confermata nel corso degli ultimi anni: nel 2016 il 68,5 per cento degli intervistati ha dichiarato di non aver detenuto più di cinque titoli azionari negli ultimi dodici mesi (erano il 60,7 per cento nel 2012). Viceversa, nessun intervistato ha affermato di possederne o averne posseduti più di venti negli ultimi dodici mesi.

Nell'allocazione dei propri investimenti in campo azionario, i risparmiatori italiani hanno scoperto i vantaggi della globalizzazione. Se la Borsa italiana, per molti motivi, è un passo indietro alle altre, essi selezionano gli investimenti all'estero. Acquistare titoli esteri, infatti, non comporta più extra costi come nel passato e le informazioni sulle società sono normalmente disponibili. Rispetto al 2015, è scesa (dal 41 al 22 per cento) la quota di quanti hanno operato esclusivamente su titoli italiani, mentre sono aumentati coloro che hanno operato anche su titoli esteri (dal 48 al 56 per cento) o soltanto su questi ultimi (dall'11 al 22 per cento).

Figura 3.16 – «Lei ha effettuato compravendite su Internet?»
(intervistati che hanno comprato e/o venduto azioni negli ultimi cinque anni; valori percentuali)



La quasi totalità (94,4 per cento) di chi ha comprato o venduto azioni negli ultimi cinque anni afferma di non aver utilizzato Internet per tale scopo (figura 3.16). Anzi, se fino al 2013 gli utilizzatori di Internet sembravano in lenta crescita, dal 2014 in poi sono tornati a diminuire. La

banca o il consulente finanziario sono infatti, anche in questo caso, la guida dei piccoli investitori rimasti fedeli alla Borsa.

Più di un terzo (40,7 per cento) degli intervistati che hanno operato sul mercato azionario lo ha fatto anche al ribasso; tuttavia, sono veramente pochi quelli che dichiarano di averlo fatto spesso. Circa un quarto (24,1 per cento) opera tramite opzioni, ma, anche in questo caso, meno di uno su venti lo ha fatto con una certa frequenza. Se la platea dei possessori di azioni si restringe, i pochi rimasti tendono a gestire il loro investimento attivamente, come dimostra l'impiego delle vendite allo scoperto (quando si giudicano i titoli sopravvalutati) o delle opzioni (per proteggere un investimento o per alzarne il rendimento). Meno investitori, più esperti. Che sia cresciuto il «tasso di esperienza» degli azionisti è visibile anche guardando alla soddisfazione per le azioni (tabella 3.2), che risulta, rispetto al passato, meno sensibile alle oscillazioni naturali dei mercati.

Tabella 3.2 – Soddisfazione per la sottoscrizione di azioni
(valori percentuali)

	Molto	Abbastanza	Poco	Per niente	Non sa
2016	5,6	61,1	29,6	3,7	0,0
2015	11,1	60,5	22,2	3,7	2,5
2014	4,1	59,2	26,5	9,2	1,0
2013	1,7	57,1	29,4	9,2	2,5
2012	1,5	65,2	26,5	6,1	0,8
2011	3,8	53,0	33,3	9,8	0,0
2007	7,5	48,7	28,4	14,4	1,0
2006	4,0	43,6	32,2	18,9	1,3
2005	6,6	37,5	30,9	24,3	0,8
2004	4,7	33,9	32,5	27,8	1,0
2003	4,4	29,7	29,1	35,3	1,6

Scende la percentuale di coloro che si dichiarano molto o abbastanza soddisfatti di aver sottoscritto azioni, a favore della classe dei poco soddisfatti. Si tratta tuttavia di una riduzione poco significativa a fronte del trend di aumento continuo del grado medio di soddisfazione che dura dal 2003 e che ha resistito anche alla recente crisi economica.

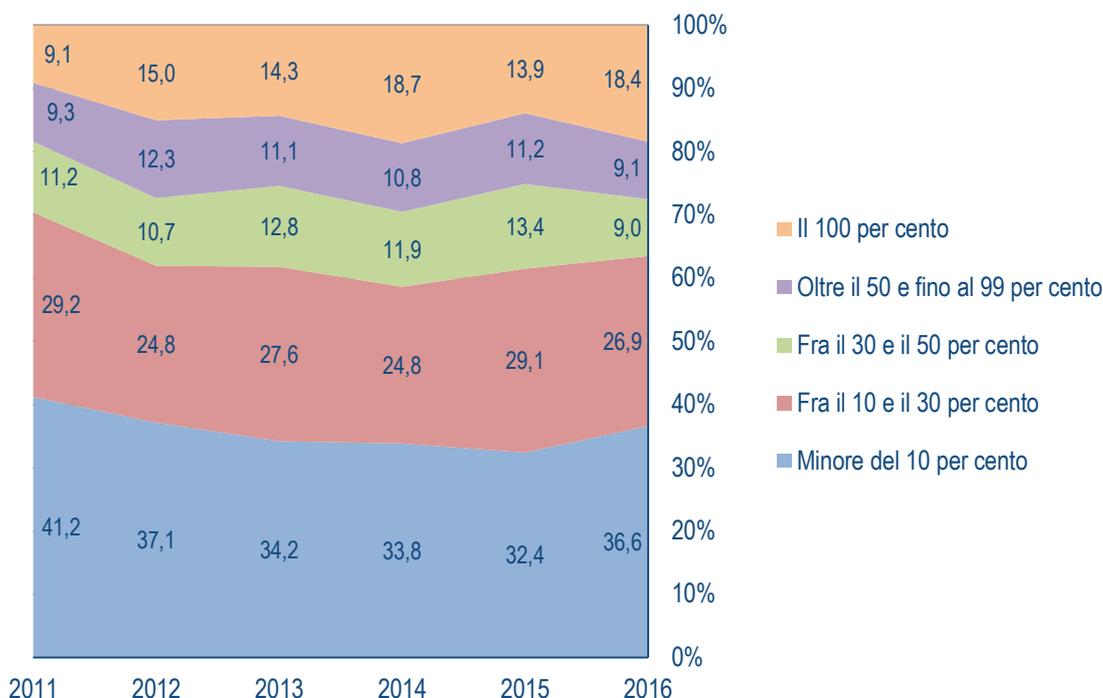
Non compra azioni, invece, principalmente chi non nutre fiducia vuoi nei consulenti finanziari (16,9 per cento), vuoi nei bilanci delle aziende (12 per cento); genericamente, sta lontano dalla Borsa chi ha paura di perdere così i propri soldi (20,4 per cento). Un terzo degli intervistati, per carenza di educazione e informazione finanziaria, non comprende cosa è un titolo azionario o come funziona il mercato azionario, e pertanto non vi si avvicina.

3.7. I tassi a zero e i rischi di mercato aumentano la domanda di liquidità e fanno crescere i depositi

Proprio perché i rendimenti delle attività meno liquide sono quasi zero, la quota di patrimonio detenuta in forma liquida sul conto corrente rimane elevata (figura 3.17), sia pure in lieve flessione rispetto allo scorso anno (quando probabilmente la motivazione per non investire era l'incertezza).

Il 18,4 per cento degli intervistati mantiene sul conto corrente tutte le proprie disponibilità, il 9,1 per cento più della metà e un altro 9 per cento oltre il 30 per cento.

Figura 3.17 – Quota del patrimonio detenuta in forma liquida sui conti correnti
(valori percentuali)



Si lasciano di più i soldi sul conto al Nord rispetto al Centro e al Sud, mentre sono più «liquidi» coloro che hanno bassi livelli di istruzione e, proporzionalmente, coloro che hanno bassi redditi. Inoltre, al crescere dei componenti del nucleo familiare dell'intervistato diminuisce la quota di ricchezza detenuta liquida sul conto: più è numerosa la famiglia, più aumentano le spese quotidiane che riducono le disponibilità liquide.

Quasi quattro intervistati su cinque (79,3 per cento) sono «fedeli» alla propria banca e la utilizzano in esclusiva per le normali operazioni di conto corrente. Solo il 4,7 per cento (meno di uno su venti) si serve di più di una banca, mentre a utilizzare le Poste sono il 15,9 per cento. Sono più fidelizzati alla propria banca principale i risparmiatori delle fasce di età intermedia (35-54enni, seguiti dai 55-64enni), gli abitanti del Nord (nel Nord-Est, addirittura l'89,4 per cento utilizza la propria banca in esclusiva per le operazioni di conto corrente), gli insegnanti e impiegati (89,4 per cento) oltre che i dirigenti e funzionari (88,9 per cento).

Fanno ricorso alle Poste sia gli anziani (24,3 per cento) sia i giovanissimi: il 21,7 per cento dei 18-24enni e il 22,2 per cento dei 25-34enni se ne serve per le normali operazioni di conto corrente. Il conto corrente presso le Poste è inoltre più diffuso al Centro (25,2 per cento) e al Sud (22,3 per cento), tra coloro che hanno una licenza elementare (32,5 per cento) e coloro il cui reddito è inferiore a 1.600 euro (24,1 per cento).

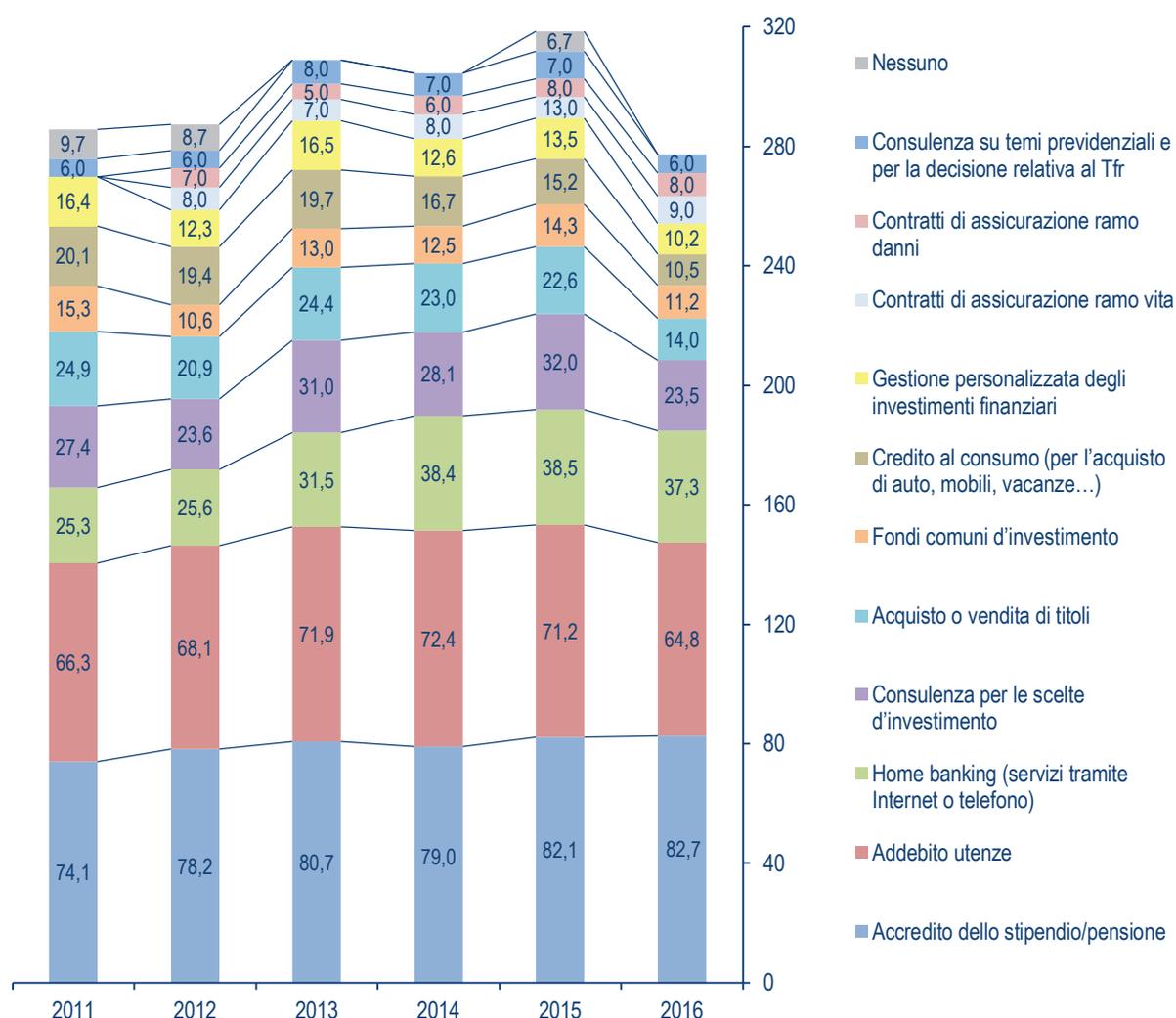
Tornando al tema della liquidità tenuta sul conto corrente, risulta che l'87,7 per cento degli intervistati (erano consentite risposte multiple) la detiene per far fronte ai normali pagamenti, ma questa non è la sola motivazione. Il 6,9 per cento lo fa sì per far fronte a spese, ma di

natura non ordinaria e già programmate, pertanto non ritiene utile investirla per un arco di tempo breve, mentre quasi uno su tre (30,1 per cento), pur non avendo in programma spese, preferisce mantenere la liquidità perché «in certi momenti è meglio prepararsi agli imprevisti». Circa un terzo degli intervistati (32,2 per cento) non vuole rischiare di perdere denari investendoli e il 15,1 per cento sta, viceversa, aspettando il momento più opportuno per investire. Infine, il 16,2 per cento semplicemente non sa dove altro allocare i propri soldi. Sottotraccia, molte di queste motivazioni sono da ricondurre all'esiguità dei rendimenti delle obbligazioni senza rischio emesse dal Tesoro. Come è naturale, la domanda di liquidità è aumentata con i tassi nulli e il *quantitative easing*.

3.8. Tra i servizi aggiuntivi si fanno strada le assicurazioni, concorrendo a rinnovare la soddisfazione per le banche

La stragrande maggioranza degli intervistati utilizza la banca per una serie di servizi addizionali: dall'accredito dello stipendio/pensione ai più evoluti sistemi di consulenza (figura 3.18).

Figura 3.18 – Servizi prevalentemente utilizzati presso il proprio intermediario
(risposte multiple; valori percentuali)



Più di quattro intervistati su cinque (82,7 per cento) utilizzano il conto corrente per l'accredito dello stipendio o della pensione e il 64,8 per cento per l'addebito di utenze. Si tratta dei servizi base per i quali è normale «appoggiarsi» al conto corrente ed è quindi naturale che essi vengano citati da un'ampia maggioranza.

I servizi di home banking, tramite Internet o telefono, sono ormai utilizzati da più di un terzo degli intervistati (37,3 per cento), anche se non riescono a decollare pienamente raggiungendo almeno la soglia della metà del campione.

In diminuzione rispetto allo scorso anno (dal 32 al 23,5 per cento) è la quota di coloro che utilizzano il proprio intermediario per ricevere servizi di consulenza in materia di scelte di investimento: si torna ai livelli osservati nel passato, fino al 2012. Tuttavia, si tratta di un dato congiunturale. Nel 2015 le condizioni dei mercati hanno ridotto l'attivismo degli investitori, che riprenderà con la normalizzazione della volatilità. Di conseguenza, anche per quanto riguarda la semplice compravendita di titoli, l'acquisto di quote di fondi comuni o la gestione personalizzata degli investimenti finanziari, si osserva una diminuzione congiunturale della quota di intervistati che fa ricorso al proprio istituto. Il 22,6 per cento dichiarava lo scorso anno di utilizzare il proprio intermediario anche per l'acquisto/vendita di titoli; tale quota è scesa al 14 per cento quest'anno. La tendenza è la stessa per l'acquisto di fondi comuni (dal 14,3 all'11,2 per cento) o per la gestione personalizzata dei propri risparmi (dal 13,5 al 10,2 per cento).

Scende anche la quota di coloro che fanno ricorso, tramite la propria banca, a prodotti di credito al consumo (da 15,2 al 10,5 per cento). In questo caso si tratta di un trascinamento della crisi: durante gli anni di recessione, le famiglie hanno preferito posticipare gli acquisti importanti (mobili, auto, vacanze) anziché rivolgersi al mercato dei prestiti.

Aumenta invece – frutto, peraltro, dello sforzo delle banche di posizionarsi su prodotti in grado di accrescere il margine commissionale in un periodo di margini di interesse risicati – l'acquisto tramite il proprio istituto di prodotti di natura assicurativa: ben il 9 per cento degli intervistati ha comprato prodotti ramo vita, mentre l'8 per cento ha comprato prodotti del ramo danni.

Infine, circa il 6 per cento degli intervistati si rivolge alla propria banca per ottenere consulenze su temi di natura previdenziale e per la destinazione del Tfr.

Il ricorso alla banca di riferimento per servizi di varia natura segue inversamente l'andamento dell'età anagrafica (solo il 3,7 per cento degli over 65 non fa uso di alcun servizio addizionale, contro il 12 per cento degli intervistati tra 18 e 24 anni).

L'utilizzo di servizi di home banking è molto diffuso tra i giovani e le persone di età intermedia, nonché tra coloro che hanno un titolo di studio universitario (59,7 per cento), mentre riguarda solo il 7,3 per cento di coloro che hanno la licenza elementare. È l'effetto del *digital divide*, che, essendo collegato all'età, andrà riducendosi con il tempo fino ad azzerarsi.

A fruire dei servizi di consulenza sono soprattutto i risparmiatori nelle fasce di età intermedia e precedente la pensione, tra i 45 e i 64 anni, quando si hanno i maggiori redditi e quando diventa impellente l'esigenza di non sbagliare le scelte di investimento. Il ricorso a questa

tipologia di servizi aumenta inoltre al crescere del livello d'istruzione e del reddito: oltre la metà di coloro che hanno un reddito superiore a 2.500 euro mensili si rivolge alla banca per consulenze in materia di investimenti o di natura previdenziale.

Tabella 3.3 – Soddisfazione per il rapporto di conto corrente
(valori percentuali)

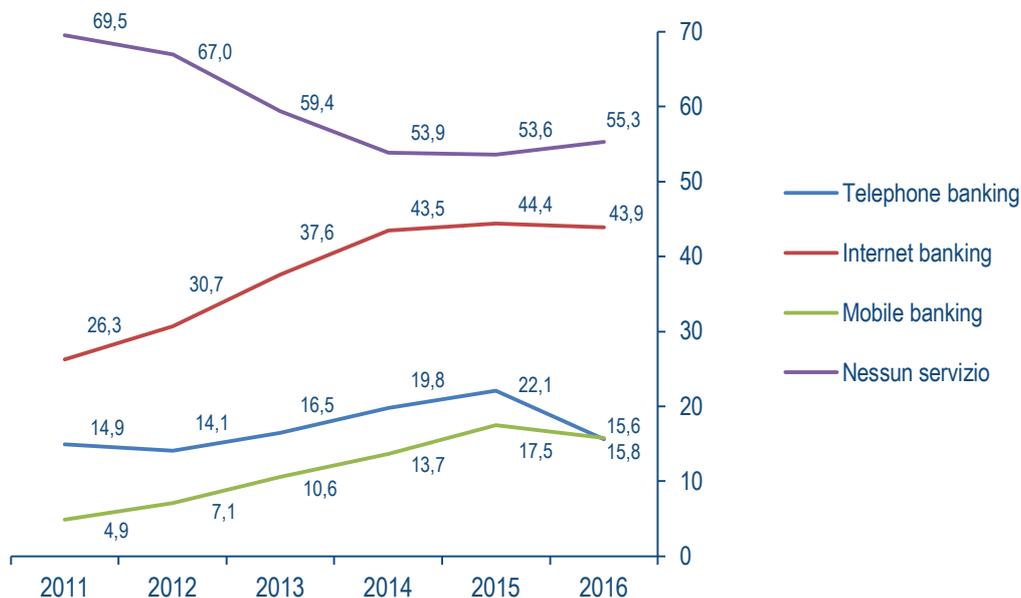
	Molto	Abbastanza	Poco	Per niente	Non sa
2016	13,2	72,5	10,1	1,9	2,4
2015	17,0	70,4	9,1	1,9	1,7
2014	12,2	74,4	12,1	0,8	0,6
2013	13,2	72,4	11,1	2,3	1,0
2012	9,9	74,6	12,4	1,6	1,4
2011	9,3	75,1	13,0	1,5	1,1

Il gradimento per i servizi della propria banca, e in particolare per quelli legati al conto corrente (tabella 3.3), conferma che la banca è una delle istituzioni verso cui i risparmiatori nutrono la maggiore fiducia e di cui sono più soddisfatti. Solo poco più di un risparmiatore su dieci si dichiara poco (10,1 per cento) o per niente soddisfatto (1,9 per cento). Viceversa, coloro che si dichiarano molto soddisfatti sono il 13,2 per cento del totale e gli abbastanza soddisfatti il 72,5 per cento.

3.9. L'Internet banking rallenta, mentre i pagamenti su Internet cresceranno

Dopo alcuni anni di crescita, peraltro non particolarmente sostenuta, degli utilizzatori di servizi di Internet, telephone e mobile banking (figura 3.19), si osserva un rallentamento. Tuttavia, non si tratta certo di una regressione.

Figura 3.19 – Utilizzo dei servizi a distanza
(valori percentuali)



Nel 2015 la quota di coloro che non utilizzavano alcuno di questi servizi era pari al 53,6 per cento degli intervistati; quest'anno tale quota si consolida al 55,3 per cento. L'Internet banking risulta il canale maggiormente utilizzato, con il 43,9 per cento di fruitori, seguito dai servizi di mobile e telephone banking (15,8 per cento e 15,6 per cento rispettivamente).

La maggior parte di coloro che ricorrono ai servizi di Internet banking lo fa abitualmente: il 32,5 per cento dichiara di usarli frequentemente, a fronte dell'11,4 per cento che dichiara di usarli sporadicamente. Mobile e telephone banking sono utilizzati da un minor numero di intervistati, prevalentemente in modo residuale e non abitualmente.

Analizzando le statistiche sull'utilizzo del canale Internet, osserviamo come l'uso della Rete sia funzione inversa dell'età degli intervistati: il 52,2 per cento di chi ha tra 18 e 24 anni se ne serve abitualmente, contro una quota dell'11,8 per cento (comunque interessante) tra gli over 65. L'utilizzo è ancora limitato nel Sud e nelle Isole (meno di un terzo degli intervistati del Mezzogiorno ne fa un uso abituale o sporadico) e tra coloro che hanno un basso livello di istruzione (appena l'8,8 per cento degli intervistati con licenza elementare); supera l'80 per cento tra i dirigenti e alti funzionari e il 70 per cento tra gli imprenditori e liberi professionisti.

La quasi totalità degli intervistati (95 per cento) utilizza l'Internet banking della propria banca, mentre solo una piccola quota (0,7 per cento) ricorre ai servizi di una banca esclusivamente online. Alcuni (2,5 per cento) utilizzano sia l'Internet banking della banca presso cui hanno un conto online sia quello della propria banca principale, altri (1,8 per cento) ricorrono ai servizi di una seconda banca con la quale hanno anche un tradizionale rapporto di sportello. Pur crescendo l'utilizzo dell'Internet banking e dei servizi online, la banca fisica continua a esercitare il ruolo di punto di riferimento.

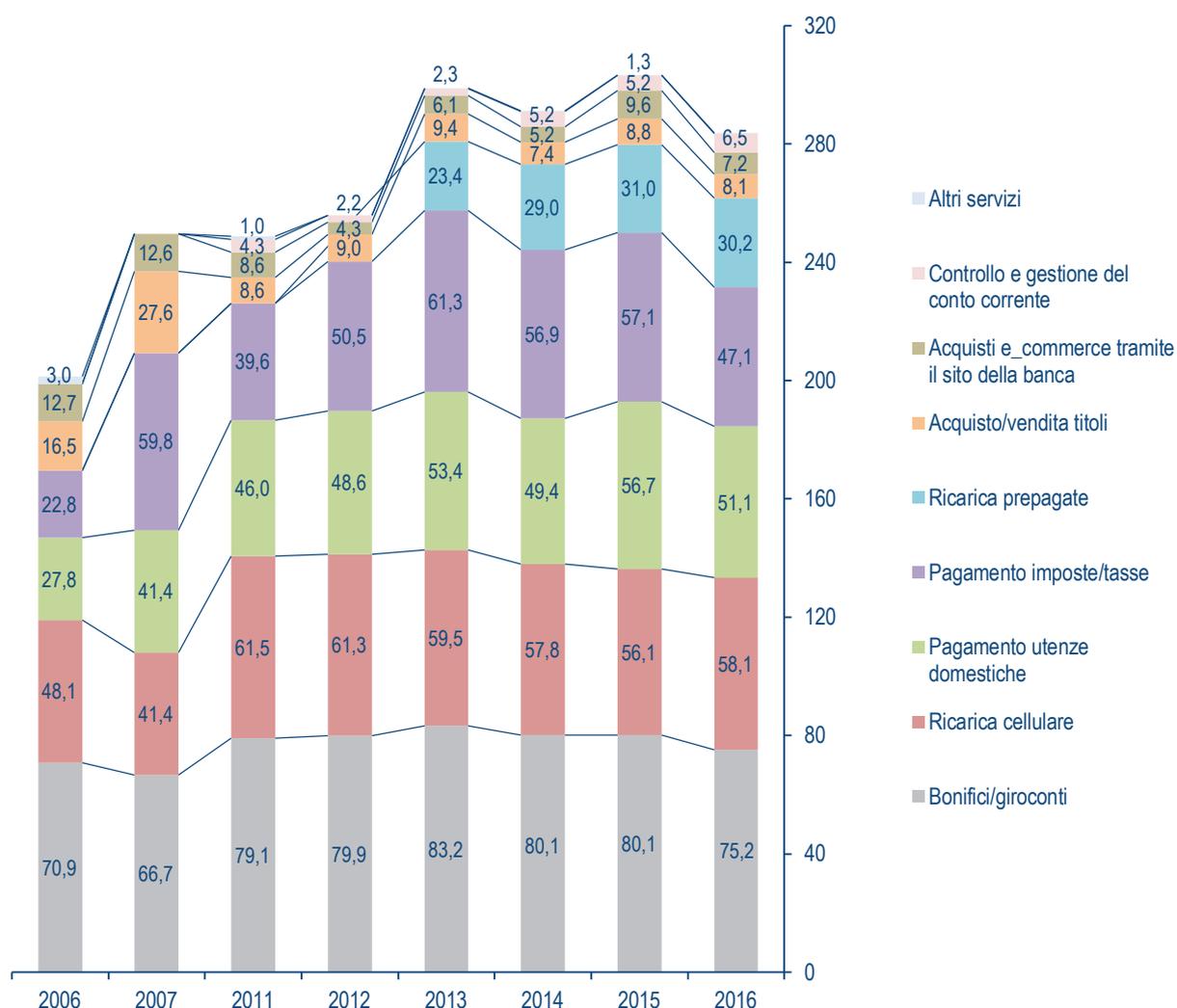
Come mostra la figura 3.20, i bonifici e i giroconti sono la tipologia di servizi in assoluto più utilizzata attraverso l'Internet banking. Li dispone il 75,2 per cento di coloro che hanno un conto online; seguono le ricariche dei telefoni cellulari (58,1 per cento) e il pagamento delle utenze domestiche (51,1 per cento). Si tratta di numeri sostanzialmente in linea con quanto osservato nelle precedenti edizioni dell'*Indagine*. Torna a scendere sotto la metà (47,1 per cento) la quota di coloro che utilizzano Internet per il pagamento di imposte e tasse, mentre è stabile intorno al 30 per cento la quota di coloro che, attraverso l'Internet banking, ricarica carte prepagate.

Pochi utilizzano Internet per l'acquisto o la vendita di titoli: sono appena l'8,1 per cento del totale del campione, mentre erano ben il 27,6 per cento nel 2007, prima della crisi. Da sottolineare, piuttosto, il dato relativo a coloro che effettuano acquisti di e-commerce tramite il sito della banca: non solo non cresce, ma passa addirittura dal 9,6 per cento dello scorso anno al 7,2 per cento rilevato in questa edizione del sondaggio. Il mondo del commercio online si addensa attorno agli Internet retailer e ai motori di ricerca dei prezzi. La banca è percepita distante da questo mondo e non è la scelta immediata quando un cliente naviga alla ricerca di prodotti da comprare su Internet.

Nel complesso, gli utilizzatori dell'Internet banking sono molto (29,1 per cento) o abbastanza (66,7 per cento) soddisfatti della qualità del servizio. Solo il 2,5 per cento di essi si dichiara poco soddisfatto e lo 0,2 per cento per nulla soddisfatto.

Tra coloro che non ricorrono ai servizi Internet o lo fanno sporadicamente, il 39,9 per cento dichiara di non sentirne l'utilità, mentre il 33,9 per cento (risposte multiple ammesse) preferisce parlare fisicamente con il funzionario della propria banca. Una quota relativamente maggioritaria non percepisce l'utilità di servizi esclusivamente online. Questo «zoccolo» duro di risparmiatori poco propensi all'approccio virtuale si è sempre mantenuto su proporzioni di questa entità nelle diverse edizioni dell'*Indagine*. Circa un quarto degli intervistati (24,3 per cento) non ritiene completamente sicuri i servizi online (la scarsa fiducia, peraltro, è in crescita rispetto al passato), mentre il 12,8 per cento dichiara di non possedere un computer o di utilizzarlo poco, avendo quindi raramente l'occasione di utilizzare l'Internet banking. La complessità del sito della banca o l'assenza di istruzioni adeguate rappresentano, infine, uno scoglio per il 12,2 per cento del sotto-campione.

Figura 3.20 – Servizi finanziari utilizzati attraverso l'Internet banking
(risposte multiple; valori percentuali)



Considerando le carte di pagamento, osserviamo che se il bancomat è ormai di uso comune, con il 91,1 per cento degli intervistati che ne possiede uno, la stessa cosa non vale per le carte di credito (soltanto il 49,2 per cento di possessori) e le prepagate (32,1 per cento). Il 7,4 per cento degli intervistati non possiede alcun tipo di carta.

Le carte di credito sono maggiormente diffuse tra le persone di età intermedia rispetto ai giovanissimi e ai pensionati. C'è inoltre una relazione diretta tra percentuali di possessori e classe di reddito e livello d'istruzione. L'utilizzo delle carte prepagate, invece, diminuisce al crescere dell'età.

Restringendo il campo agli acquisti su Internet, si scopre che la carta di credito è utilizzata dal 15,9 per cento degli intervistati per i pagamenti online, superata però da Pay-pal, impiegata ormai da più di un intervistato su cinque (22,2 per cento). Il 5,7 per cento ricorre al bonifico bancario quando vuole comprare online. Stante che quasi la metà degli intervistati – il 47,5 per cento – continua a non effettuare acquisti su Internet perché non si fida e che un altro 15,1 per cento dichiara di non avere neanche un accesso alla Rete, possiamo affermare che lo spazio di crescita per l'e-commerce sia, in Italia, rilevante.

Capitolo 4 ▪ La deflazione e la nuova primavera della casa

Nessun posto è bello come casa mia.
(Noel Langley, Dorothy, *Il mago di Oz*)

4.1. Breve storia dell'inflazione e della deflazione in Italia

L'inflazione è stata per alcuni decenni una delle maggiori preoccupazioni dell'economia italiana. L'inflazione, ossia la variazione del valore di un paniere di beni e servizi da un anno all'altro, rappresenta la perdita di potere d'acquisto della liquidità che possediamo e di quella che produciamo periodicamente lavorando. Un eccesso di inflazione è considerato svantaggioso per l'economia. L'inflazione colpisce come una tassa regressiva, ossia impoverisce i ceti meno abbienti più di quelli abbienti. L'inflazione aumenta l'incertezza sui bilanci delle imprese e, essendo traslata sui tassi di interesse, impone l'accorciamento dell'ammortamento finanziario dei beni capitali. Ciò può costringere gli investimenti aggregati a un livello insufficiente a generare la piena occupazione. Può nascere, in questo caso, la stagflazione, ossia la combinazione di stagnazione dell'economia reale combinata con la perdita di potere d'acquisto della moneta.

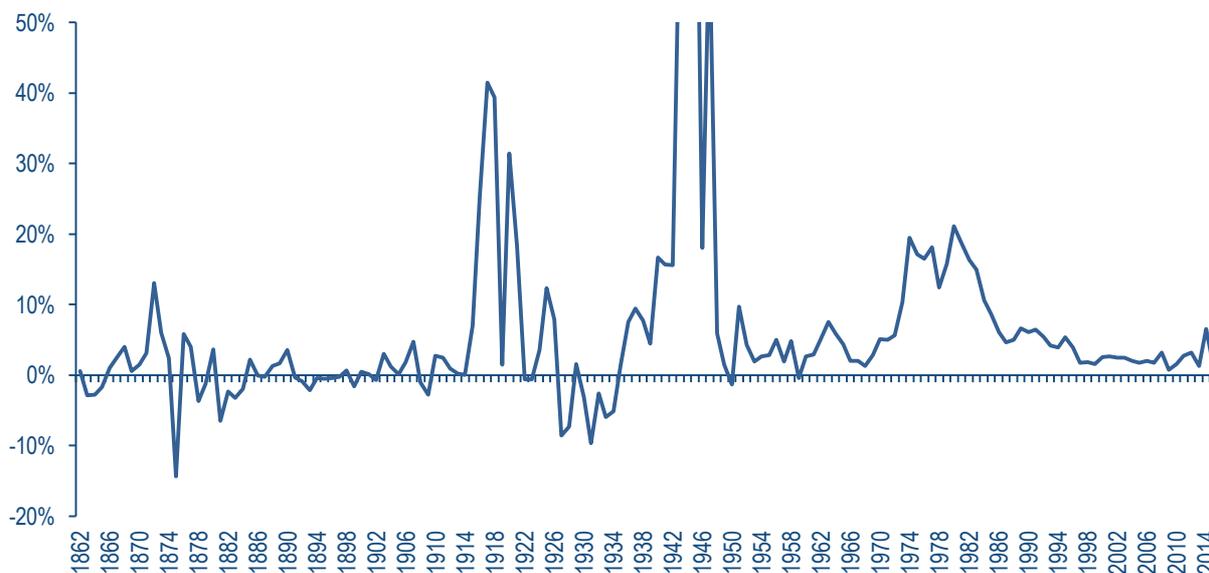
Ragioni di equità e di efficienza suggeriscono di far sì che il tasso di inflazione non sia mai eccessivamente alto, ma neppure nullo o negativo. Prove empiriche mostrano una tendenza della disoccupazione a muoversi inversamente all'inflazione. Si tratta della relazione nota come «curva di Phillips», della quale abbiamo prove insufficienti e contrastanti; tuttavia, il solo fatto che nel breve periodo essa possa sussistere fa preferire ai governi e alle banche centrali un'inflazione maggiore di zero, che, convenzionalmente, nei Paesi sviluppati è fissata intorno al 2 per cento. Si sostiene, infatti, che un'inflazione bassa ma positiva svaluti i debiti senza pesare eccessivamente sui creditori e, quindi, favorisca l'esdebitamento, specie quando esso è eccessivo. Si sostiene altresì che con un'inflazione intorno allo zero i prezzi relativi dei beni (e del lavoro) diventino vischiosi, ossia non si aggiustino celermente, perché la modifica di un prezzo relativo tra due beni con inflazione media zero comporta che il prezzo assoluto di uno dei due si debba ridurre (deflazione).

La deflazione è poco desiderabile quanto l'inflazione eccessiva. Infatti, con prezzi che tendono a scendere gli acquirenti rinviando gli acquisti, per migliorare il proprio potere d'acquisto. Se questo comportamento diventa generalizzato, si ha una caduta della domanda (gli acquisti sono rinviati al futuro) e il sistema economico è costretto ad aggiustarsi a un livello inferiore di reddito e occupati. La deflazione può comportare la recessione e anch'essa, come l'inflazione, dovrebbe essere evitata.

La figura 4.1 mostra l'inflazione in Italia negli ultimi 150 anni. Come si vede, nella storia d'Italia l'iperinflazione, ossia quella che comporta variazioni annuali dei prezzi a due o tre cifre percentuali, si è verificata durante le due guerre, quando la penuria di beni prodotti ne faceva crescere il prezzo. Si è poi avuto, negli anni Settanta, un periodo di inflazione severa, che da un lato era importata dall'estero, a causa della debolezza del cambio della lira, dall'altro era generata all'interno, attraverso i salari indicizzati; questi ultimi alimentavano le aspettative di inflazione, che puntualmente si realizzavano per la tendenza degli operatori a incorporare nei propri comportamenti l'inflazione attesa, anticipandola.

Figura 4.1 – La lunga storia dell'inflazione in Italia

(valori percentuali; durante la seconda guerra mondiale, inflazione elevatissima, fuori campo)



I periodi di deflazione o di inflazione zero sono più o meno riconducibili alle grandi crisi globali: la prima vera «grande depressione» fu quella del 1873-1895, che si avviò in Europa con la caduta dei corsi azionari della Borsa di Vienna e portò ad alcuni anni di discesa dei prezzi. Gli storici sono in disaccordo sul fatto che la «grande depressione» sia anche stata una recessione. La caduta dei prezzi si materializzò per più cause e fu dovuta all'incremento di produttività nell'industria, che innescò licenziamenti e riduzioni salariali. A questo si aggiunse, in alcuni Paesi, una insufficiente circolazione monetaria, a causa dell'introduzione del sistema monetario a base aurea.

La deflazione tornò di scena nella crisi del 1929, che questa volta partì dal «giovedì nero» di Wall Street e si propagò a livello globale, ma alla cui radice vi erano più o meno le stesse cause della depressione precedente. In questo caso, la deflazione si accompagnò a una severa riduzione del prodotto, dei redditi e dei prezzi; fu una recessione piena, che prolungò i suoi effetti per tutto il decennio successivo.

L'Italia cadde in deflazione anche nel 1959, ma il PIL di allora cresceva del 7 per cento in un solo anno e la deflazione rientrò ben presto e si voltò in inflazione, quando per via della forza sindacale i lavoratori italiani incominciarono a guadagnare redditi che crescevano più della produzione. La risposta delle imprese fu di ribaltare la dinamica salariale sui prezzi. Nel 1963 le autorità monetarie decisero un intervento restrittivo volto a controllare l'inflazione, ma che di fatto mise fine al «miracolo economico».

Dopo la breve deflazione del 1959, si ha il ritorno dell'inflazione negativa in Italia solo 55 anni dopo, ossia più o meno dall'estate del 2014. La deflazione del 2014, proseguita per parte del 2015, anno nel quale è iniziato il contrasto della stessa da parte della Banca Centrale Europea (BCE), ha basi che dovranno essere studiate, ma alcune sono in qualche modo comuni a tutte le precedenti fasi deflattive. Vi è un'evoluzione tecnologica che permette una crescita dell'offerta di beni e che si accompagna alla crescita della capacità produttiva nei Paesi emergenti. Le nuove scoperte rendono più convenienti (*shale-oil effect*) o più riciclabili le

materie prime, così che il prezzo internazionale delle commodity tende a scendere in rapporto a quello dei beni manufatti. La dinamica salariale è frenata dalla globalizzazione. Infine, la domanda interna dei Paesi sviluppati avanza più lentamente che in passato, sia per ragioni demografiche sia per via delle politiche di controllo della spesa pubblica eccessiva.

A differenza della deflazione del 1959, che era dovuta a fattori interni e perciò era controllabile con politiche nazionali, la deflazione del 2014 ha una base globale e comune ai principali Paesi sviluppati, quindi rappresenta una minaccia all'economia più complessa da scongiurare. Potrebbe, per le stesse ragioni, essere anche una fase duratura, ossia destinata a non riassorbirsi celermente. Le politiche messe in campo dalle autorità monetarie europee per contrastare l'inflazione sono ampie e prevedono sia misure volte a incentivare la crescita del credito, sia misure per schiacciarne il costo (si va dagli acquisti di obbligazioni sul mercato fino al credito a tasso zero alle banche e ai tassi negativi sulle riserve bancarie presso la BCE).

L'aumento del credito potenziale, se assorbito dall'economia, dovrebbe assecondare la ripresa della domanda interna europea. La riduzione del costo del credito allevia i bilanci di imprese, famiglie e governi indebitati e libera risorse da spendere in beni reali, anziché in interessi. Per quanto le politiche monetarie espansive possano essere efficaci, è opinione comune che la battaglia della deflazione non sarà vinta rapidamente. È plausibile uno scenario di lungo termine nel quale i prezzi continueranno a muoversi assai poco e quindi il panorama finanziario continuerà a essere dominato dalle condizioni attuali di mercato.

4.2. Il nuovo habitat di investimento dei risparmiatori italiani

Per i risparmiatori un ambiente come quello fin qui descritto comporta la presa di coscienza di cambiamenti significativi sull'insieme degli investimenti possibili, poiché le nuove condizioni dei mercati sono decisamente diverse. Si tratta di abituarsi, per esempio, a:

- tassi di interesse nulli sui depositi a vista e tassi di interesse nominali negativi sugli impieghi non rischiosi a breve termine (entro i 18 mesi), che diventano positivi in termini reali solo a condizione che la deflazione persista;
- tassi di interesse a lungo termine ridotti, a causa dello schiacciamento del «premio per il termine» generato sia dal programma di acquisti programmati di obbligazioni da parte della BCE, sia dall'aspettativa degli operatori che non ci siano cambiamenti in vista della politica monetaria;
- tassi di interesse passivi anch'essi al livello dei minimi storici, il che tendenzialmente incide sulla capacità di indebitamento per accedere agli investimenti immobiliari. Quando l'inflazione è alta, l'impatto della rata di un mutuo sul reddito mensile familiare si alza e l'investimento immobiliare diventa meno accessibile, ancorché desiderabile per proteggere il potere d'acquisto dei risparmi. Quando l'inflazione è bassa o nulla, l'impatto della rata sul reddito si alleggerisce e l'investimento immobiliare diventa più accessibile; tuttavia, possono sorgere dubbi che la deflazione colpisca anche i prezzi delle case e che, quindi, il «mattoncino» difenda meglio il patrimonio dall'inflazione che non dalla deflazione.

Figura 4.2 – I tassi di interesse convergono a zero
(valori percentuali)



Elaborazioni su dati www.bullbear.it

4.3. Caratteristiche degli intervistati della monografia

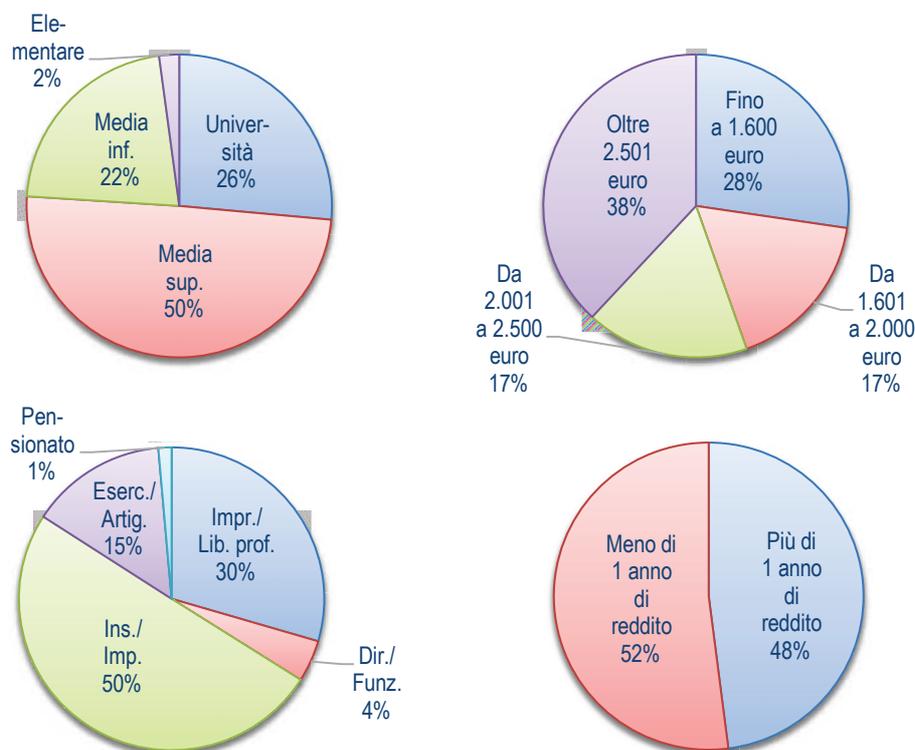
Quando abbiamo progettato questa indagine monografica erano trascorsi i primi dodici mesi dalla comparsa del segno meno davanti alla variazione dell'indice generale dei prezzi (oggi siamo a diciannove mesi) e avevamo l'impressione che i risparmiatori incominciassero a metabolizzare il nuovo ambiente degli investimenti. Come avrebbero reagito al prolungarsi degli interessi a zero? Avrebbero prediletto la liquidità (che non perde più potere d'acquisto) o avrebbero puntato sul «mattoncino», data l'accessibilità dell'indebitamento? Come avrebbero aggiustato il portafoglio investito a medio e lungo termine, a seguito dei rendimenti ultramoderati? Cercando di aumentare l'esposizione al rischio (per esempio, acquistando azioni) o cercando il rendimento in altre classi di attività meno finanziarie, come gli oggetti preziosi, l'oro e le opere d'arte? Inoltre, quanti avrebbero pensato che se il risparmio non cresce per via delle cedole, tanto vale spenderlo?

Nel preparare l'indagine monografica del 2016 abbiamo, come negli altri anni, ristretto il perimetro del campione rispetto all'indagine generale, che ha come target i «correntisti bancari o postali». Volevamo approfondire l'ambito di coloro che hanno già un gruzzolo e che potrebbero essere nelle condizioni di approfittare dei tassi a zero per investire in una casa per sé o da dare in affitto, giudicando che, dopo la discesa dei prezzi degli ultimi anni, il mercato delle abitazioni in Italia fosse finalmente valutato correttamente.

Per restringere il campione abbiamo usato due criteri: il primo è quello dell'età nella quale è più probabile effettuare un investimento immobiliare, rilevandola dalle precedenti edizioni dell'*Indagine*. Si trova una maggiore densità di acquirenti di case tra le persone di mezza età, quindi abbiamo effettuato le interviste ai correntisti bancari di età compresa tra i 29 e i 55 anni. Prima dei 29 anni un acquisto difficilmente può essere sostenuto da un anticipo prodotto con i propri risparmi, a meno di un trasferimento di ricchezza familiare. Oltre i 55 anni,

l'acquisto normalmente è già stato compiuto e la propensione ad accendere un mutuo nella fase di appiattimento o di discesa del reddito lungo il ciclo vitale è bassa. Il secondo criterio di inclusione nel campione monografico è il possesso di risparmi, a parte quelli giacenti sul conto corrente per le esigenze di liquidità.

Figura 4.3 – Le caratteristiche del campione del progetto monografico



Abbiamo infine ottenuto un campione di 567 persone di mezza età, con un conto corrente bancario o postale, dotate di un gruzzolo idealmente destinabile a pagare l'anticipo di una nuova casa. Il campione dell'indagine generale è, pertanto, un campione di correntisti, potenziali risparmiatori e potenziali investitori, mentre il campione dell'indagine monografica del 2016 raggruppa correntisti delle età centrali, possessori di ricchezza finanziaria e investitori.

Si tratta di un campione con una elevata presenza di laureati (26 per cento, figura 4.3), nel quale gli imprenditori e liberi professionisti pesano per il 30 per cento, cui si aggiunge il 15 per cento di artigiani e commercianti e il 4 per cento di dirigenti e funzionari. La quota degli impiegati e insegnanti resta ovviamente maggioritaria, pari al 50 per cento. Il 17 per cento del campione della monografia dichiara entrate nette superiori a 2.000 euro mensili e il 38 per cento superiori a 2.500 euro mensili. Il 48 per cento del campione possiede una ricchezza finanziaria di almeno un anno intero del suo reddito netto, ossia possiede un gruzzolo al quale attingere per affrontare le spese iniziali di una nuova abitazione, da usare per sé o come investimento.

Ai 567 intervistati che potrebbero acquistare una casa o un immobile da offrire in affitto abbiamo proposto un questionario dedicato, sull'inflazione, gli investimenti e le case. Parte di queste 567 persone – precisamente, 255 intervistati – hanno risposto anche alle domande del questionario generale, i cui dati sono presentati nei tre capitoli precedenti.

4.4. Le case al centro della monografia

Se dovessimo applicare ai beni immobiliari il modello di Tobin, otterremmo per numerosi segmenti del mercato immobiliare un rapporto tra valore di mercato e costo di costruzione inferiore a 1 (Q di Tobin)¹. Questo vuol dire che il capitale immobilizzato è in certi settori superiore a quello desiderato, e ciò per esempio accade sia nell'edilizia commerciale sia nelle seconde case.

L'andamento del settore immobiliare al variare del Q di Tobin è stato lungamente studiato². La richiesta di licenze per nuove costruzioni ha un andamento ciclico positivamente correlato al Q di Tobin: se esso scende e fino a che scende, l'attività di costruzione si contrae; quando il Q di Tobin immobiliare sale, l'attività di costruzione riprende. La discesa dei prezzi immobiliari in Italia ha trascinato al ribasso il Q di Tobin e insieme si è mossa, anch'essa in discesa, l'attività di costruzione (cfr. capitolo 2, figura 2.25). La correlazione tra il Q di Tobin e i prezzi immobiliari invece è diversa. Le ricerche individuano una relazione inversa, ma con un certo ritardo, tra l'evoluzione del Q di Tobin e i prezzi futuri immobiliari. Ciò significa che, in termini di timing di investimento, con il 2015 sarebbe iniziata un'epoca teoricamente favorevole agli investimenti immobiliari, frutto dei tassi di interesse sui mutui schiacciati dalla politica monetaria, del rendimento nullo o quasi delle attività finanziarie concorrenti e del fatto che il mercato immobiliare ha esaurito la lunga discesa dei prezzi e del suo Q di Tobin. In altri termini, i rendimenti razionalmente attesi sugli investimenti immobiliari realizzati dal 2015 in avanti dovrebbero essere positivi. Che cosa pensino gli italiani che potrebbero investire nel settore immobiliare è l'oggetto delle risposte analizzate in questo capitolo.

4.5. Il bagaglio psicologico degli acquirenti potenziali delle case

Comprare una casa costituisce un impegno notevole per qualsiasi portafoglio, giacché gli investimenti in abitazioni pesano già, in media, il 52 per cento delle attività complessive, secondo l'indagine sulla ricchezza delle famiglie della Banca d'Italia. Allocare in un portafoglio medio una nuova casa, sostitutiva o aggiuntiva, comporta almeno una terna di effetti.

In primo luogo, l'asse dell'equilibrio tra gli investimenti reali e quelli finanziari si sposta verso i primi. In passato si è sempre sostenuto, anche attraverso le pagine di questa *Indagine*, che le famiglie italiane avessero una ricchezza sbilanciata a causa della concentrazione nei beni reali e nelle case, il che le rende più vulnerabili nella fase finale del ciclo vitale, quando le ca-

¹ Il quoziente «Q di Tobin» è pari al rapporto tra il valore (prezzo) di mercato di un bene di investimento e il suo costo di rimpiazzo. Per le case, è il quoziente tra il prezzo di mercato e il costo di costruzione al lordo del valore incorporato del terreno edificabile. Esso è utilizzato per interpretare lo stato del mercato. Se il quoziente eccede il valore di 1, ossia il prezzo supera il costo di rimpiazzo, è segno che lo stock effettivo di case è inferiore a quello desiderato, dunque si attende un aumento delle costruzioni. Se il quoziente è inferiore a 1, lo stock effettivo eccede quello desiderato, pertanto l'attività di costruzione stagnerà o si contrarrà. In generale, si è poi riscontrata una capacità predittiva dei movimenti del Q di Tobin. In particolare, dato un invecchiamento costante delle case esistenti e stante il ritardo con cui l'offerta si adegua alla domanda nel settore, a un calo del Q di Tobin corrisponde, con qualche anno di ritardo, un aumento dei prezzi delle case.

² http://www.bfjlaward.com/pdf/25913/76-88_Nordby_JPM_0917.pdf.

se non possono far fronte ai bisogni di liquidità eccezionali della terza età. È noto che un certo riequilibrio è avvenuto nel tempo, prima grazie al successo dei titoli governativi (dagli anni Settanta e Ottanta), poi per l'introduzione ben accolta dei fondi di investimento e del risparmio gestito, e infine grazie alla crescita, per la verità recente e ancora sottodimensionata, dei prodotti assicurativi pensionistici individuali e dei fondi pensione collettivi. Investire nuovamente in case può significare ridurre o rallentare il processo di normalizzazione che, per quanto riguarda l'aspetto pensionistico, è ancora lontano dall'aver assolto alla funzione di proteggere il futuro della pensione, specie se si considerano i numerosi avvertimenti che i gestori del primo pilastro hanno incominciato a diffondere in merito alle coperture di lungo termine delle pensioni obbligatorie.

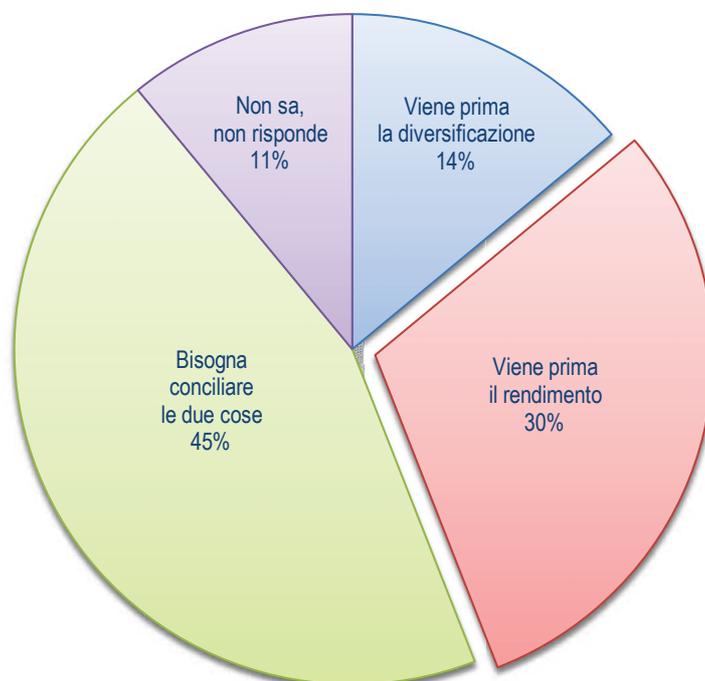
In secondo luogo, rendere più «reale» il portafoglio può essere sostenibile in un regime di tassi pari a zero, che facilitano il ricorso all'indebitamento e innescano la ricerca di rendimenti alternativi a quelli finanziari, ma occorre la consapevolezza che gli investimenti reali non sono liquidi al pari di quelli finanziari. Inoltre, l'investimento immobiliare non è frazionabile, salvo che esso avvenga attraverso la formula del fondo immobiliare, il che significa che un nuovo immobile aumenta la quota di portafoglio reale di una quantità discreta. Comprare un bene immobile, in altri termini, è una mossa che determina nei portafogli un aumento della concentrazione di una asset class (le case) che avviene in una quantità degna di nota, come il 30 o il 50 per cento in una sola volta. Non ci si muove a piccoli passi: si salta un fosso, si cambia natura e struttura dell'intero portafoglio senza mezze misure.

In terzo luogo, in più della metà dei casi le case vengono acquistate sottoscrivendo anche un mutuo, il che significa che l'investimento immobiliare si accompagna alla nascita di una passività finanziaria e aggiunge il vincolo di rimborso della medesima ai bilanci futuri di coloro che decidono di compiere tale passo.

Tutto sommato, l'acquisto di una nuova casa, sostitutiva o aggiuntiva, si rivela quasi sempre un «gran passo», che, in caso di sottovalutazione, non è neppure facilmente reversibile. Se ci si pente di un investimento finanziario, lo si cambia. Se ci si pente di un investimento reale, non è la stessa cosa. Sono preparati i futuri potenziali acquirenti delle case? Qual è il loro profilo psicologico, in relazione alla combinazione di rischio e rendimento atteso? Possono tollerare investimenti concentrati e muoversi avverso la tendenza dominante della pratica dell'asset allocation, che si basa sulla diversificazione e che punta alla granularità dei portafogli come mezzo per moderare i rischi, avendo un rendimento più costante nel tempo?

Ai 567 intervistati che hanno costituito il campione di persone di mezza età e con un gruzzoletto da parte abbiamo rivolto la seguente domanda: «Per un risparmiatore come Lei è preferibile avere più investimenti, anche a costo di sacrificare il rendimento massimo che si può ottenere, oppure è il rendimento che deve guidare gli investimenti e la diversificazione viene solo come secondo aspetto?». Il 45 per cento si è schierato per la conciliazione delle due strategie: per quasi un risparmiatore su due, quindi, i rischi della eccessiva concentrazione sono ben presenti. Se usciamo da questa categoria di intervistati, troviamo risposte sorprendenti nella parte residua del campione: il 30 per cento prediligerebbe il rendimento alla diversificazione e solo il 14 per cento si comporterebbe al contrario, ossia privilegierebbe il controllo del rischio attraverso la diversificazione. In definitiva, quasi un intervistato su tre è, allo stato attuale, letteralmente a caccia di rendimento per i suoi risparmi (l'11 per cento residuo non risponde alla domanda).

Figura 4.4 – I «cacciatori del rendimento». Risposte alla domanda: «Per un risparmiatore come Lei è preferibile avere più investimenti, anche a costo di sacrificare il rendimento massimo che si può ottenere, oppure è il rendimento che deve guidare gli investimenti e la diversificazione viene solo come secondo aspetto?»



Se si prende il saldo tra la percentuale di coloro che prediligono il rendimento e quella di chi predilige la diversificazione e si ripete il calcolo per gli usuali sottogruppi in cui è diviso il campione, si ottiene un indicatore sintetico, per sottogruppo, dell'appetito di rischio (figura 4.5), un indicatore che risulterà utile anche in successive tabelle.

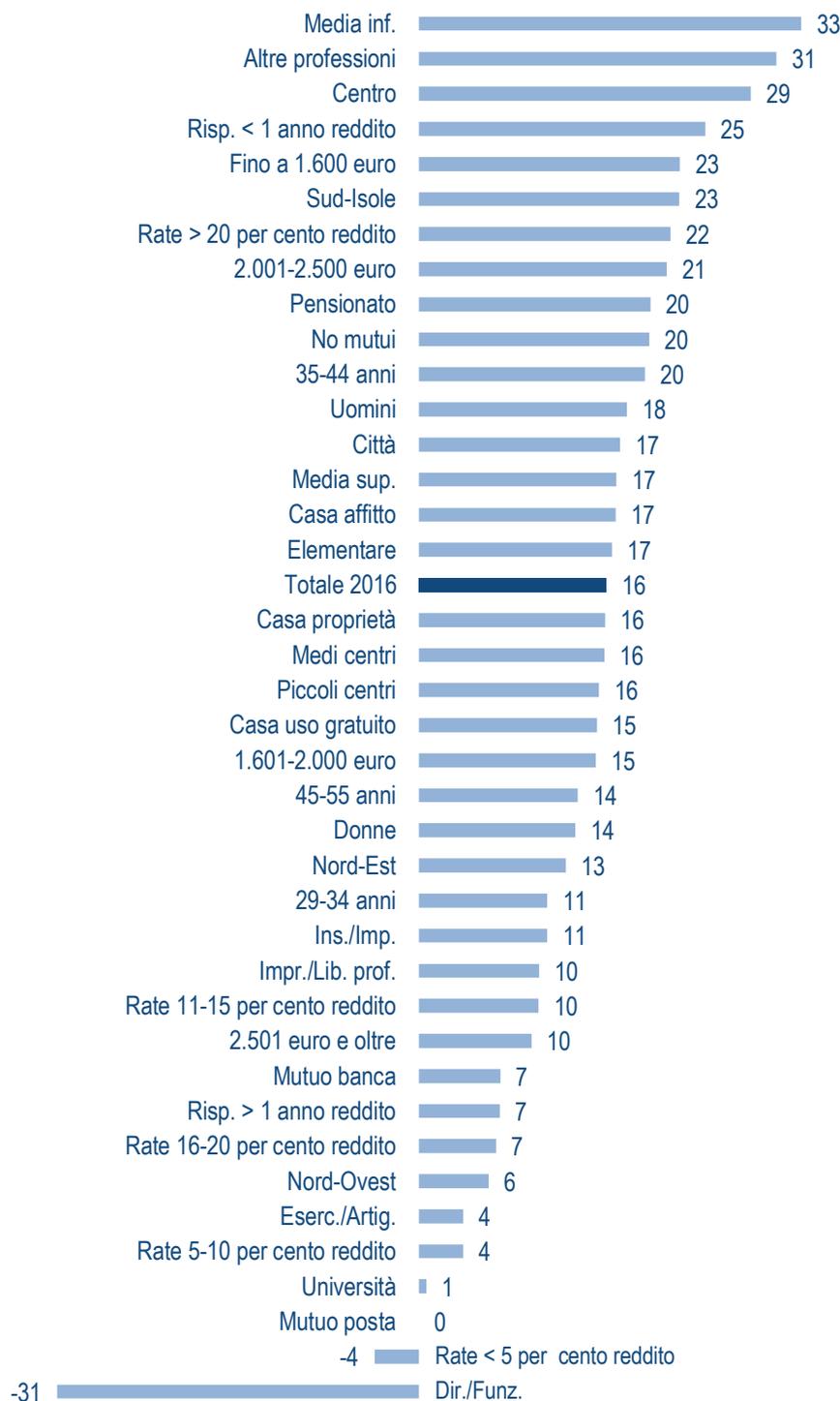
La figura 4.5 mostra che numerosi gruppi del campione si collocano sopra la media (che vale $30 - 14 = 16$). Chi predilige il rendimento più della media abita in Centro Italia (29) o nel Mezzogiorno (23), ha un titolo di studio pari al puro obbligo scolastico (33), è uomo (18), vive in una grande città (17) e abita in affitto (17). È plausibile che questo identikit di coloro che sono decisamente più orientati a rischiare il gruzzolo, pur di averne un tornaconto, sia figlio di due condizioni, assai diverse tra loro.

La prima è la condizione di minore informazione generale e minore alfabetizzazione economica e finanziaria che si riscontra nei risparmiatori che posseggono un titolo di studio che non supera l'obbligo scolastico. In genere, questo si accompagna anche a un reddito che si inserisce nelle fasce inferiori. L'attitudine al rischio di questi gruppi di risparmiatori nasce spesso da una necessità oggettiva di utilizzare il patrimonio per integrare i redditi, ai fini del consumo. Il comportamento più incline al rischio potrebbe proprio avere la necessità quale prima sua base razionale.

La seconda condizione che produce un appetito per il rischio superiore alla media è l'età anagrafica centrale, poiché il saldo che esprime l'appetito di rischio tra coloro che si trovano fra i 35 e i 44 anni è pari a +20. In questo caso ci troviamo di fronte a risparmiatori che sono nel pieno della vita lavorativa e probabilmente nella fase più energica e orientata alla costru-

zione del proprio futuro. La propensione a rischiare in questa fascia anagrafica non deve stupire, ma si deve considerare fisiologica. L'appetito di rischio dovrebbe semmai scendere quando l'età si avvicina a quella della pensione e gli errori non possono più essere rimediati prima della fine della carriera.

Figura 4.5 – Saldo tra la percentuale di coloro che prediligono il rendimento e coloro che prediligono la diversificazione degli investimenti
(valori percentuali)

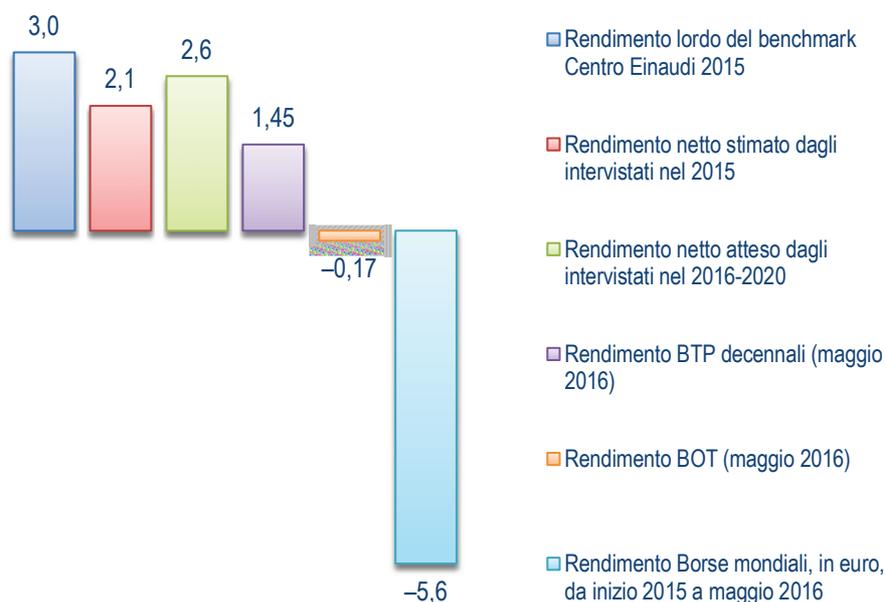


Scorrendo il fondo della distribuzione della stessa figura 4.5, si trovano i saldi che confermano queste interpretazioni. La predilezione per il rischio rispetto alla diversificazione è pressoché nulla (1) tra i laureati e si riduce tra coloro che hanno un reddito molto elevato (+10), che sono dirigenti o funzionari (-31) per i quali il saldo si inverte e l'habitat ideale degli investimenti è decisamente quello diversificato. Sono meno inclini della media ai rischi degli investimenti anche i commercianti (+4) e gli imprenditori (+10), il che è logico, considerando che hanno già prediletto un rischio non diversificabile (ossia quello aziendale) quando hanno scelto l'attività da esercitare. È naturale e comprensibile, da parte di questi gruppi, la ricerca di tranquillità nell'investire i risparmi, che sono il frutto di un'attività principale di per sé rischiosa.

Riassumendo, fin qui abbiamo trovato che, considerando che l'acquisto di una casa comporta cambiamenti radicali dei portafogli – nel senso di una maggiore concentrazione e di più rischi, come il rischio di illiquidità –, per il 30 per cento degli italiani con un piccolo capitale da parte la diversificazione è subordinata al rendimento. Questo non basta certamente per motivare un ritorno strutturale alla domanda di case come beni di investimento o come riserve di valore per proteggere il capitale. Bisogna infatti considerare quali sono i rendimenti che offre il mercato e quali siano le ambizioni degli italiani che hanno risparmi da parte.

Figura 4.6 – Le aspettative di rendimento dei risparmi nei prossimi anni a confronto con altri tassi significativi

(rendimento percentuale medio atteso nei prossimi tre-cinque anni)



Abbiamo pertanto chiesto ai 567 intervistati quale fosse stato il rendimento dei loro risparmi nell'ultimo anno e cosa si attendessero di ricavare nei prossimi cinque. Il quadro delle risposte, illustrato nella figura 4.6, suggerisce che gli italiani hanno una quasi corretta percezione dei ritorni dei loro risparmi: infatti, dichiarano un rendimento medio netto del 2,1 per cento nel 2015, vicino al 3 per cento calcolato dal benchmark Centro Einaudi (cfr. capitolo 1, figura 1.11). Ma il 2,1 per cento è soddisfacente? Gli italiani hanno assimilato l'impatto della politica monetaria che ha ridotto i rendimenti delle obbligazioni?

A entrambe queste domande la risposta è negativa. Il rendimento atteso nei prossimi cinque anni è del 2,6 per cento, dunque in aumento, probabilmente perché sono in aumento le necessità delle persone. Invece, il rendimento medio offerto dai mercati finanziari è sceso e si è mosso in opposizione alle aspettative.

Nessuna asset class finanziaria è stata compatibile con l'obiettivo dei risparmiatori, quanto meno nei primi mesi del 2016, e così probabilmente continuerà sino alla fine del *quantitative easing* della BCE, per il momento fissato per il mese di marzo del 2017, ma con una certa disponibilità a proseguire. Allo stato attuale (maggio 2016), i rendimenti del mercato monetario (BOT) sono del -0,17 per cento. I rendimenti dei titoli decennali governativi italiani sono all'1,45 per cento (al lordo delle imposte). I rendimenti del mercato azionario mondiale, denominato in euro, dall'inizio del 2015 sono negativi (-5,6 per cento).

Il 2016 potrebbe non essere un anno isolato, poiché il QE potrebbe protrarsi oppure il ritorno ai «tassi normali» potrebbe essere dilazionato (a oggi, gli Stati Uniti non sono ancora tornati a tassi normali, avendo ultimato il proprio QE a ottobre del 2014). Potrebbe poi dimostrarsi difficile conseguire l'obiettivo di inflazione e il ritmo della crescita economica potrebbe risultare moderato, limitando anche i rendimenti azionari. Questo scenario, che viene battezzato di «stagnazione secolare»³, comporterebbe il proseguimento del regime di rendimenti bassi o nulli dei risparmi investiti in pressoché tutti i mercati finanziari⁴.

Se poi un rendimento privo di rischi pari a quello del 2015 (3 per cento) o pari all'aspettativa media del 2,6 per cento fosse implausibile per un certo numero di anni, i risparmiatori dovrebbero scegliere se accontentarsi oppure cercare il rendimento fuori dai mercati finanziari. Poiché il rendimento è ancora una priorità del risparmio per il 30 per cento degli italiani con investimenti finanziari oltre il semplice conto corrente, se i mercati finanziari non consentiranno più stabilmente i rendimenti del passato, il primo e più familiare tra gli investimenti alternativi a quelli finanziari è semplicemente il «mattone».

4.6. Con la deflazione convive la paura soggettiva dell'inflazione

La paura dell'inflazione è un fuoco difficile da spegnere. Quando l'inflazione arde i risparmi, poi la memoria non dimentica. Ne sanno qualcosa i tedeschi, che, scottati dall'esperienza di Weimar e da quella dell'inflazione nelle due guerre del secolo scorso, non cessano di esprimere riserve sulle politiche monetarie espansive della BCE, seppure in presenza di deflazione. E l'inflazione ha un posto anche nella memoria degli italiani, essendo una delle cause dell'importanza del «mattone» come strumento storico di investimento.

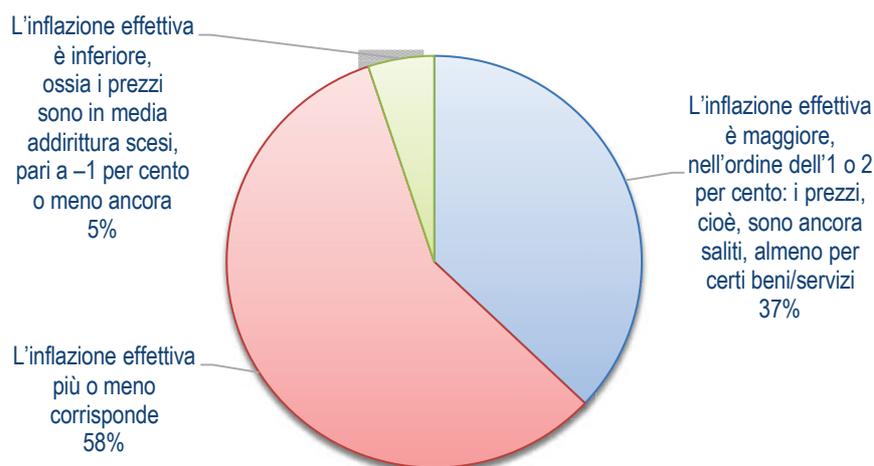
Abbiamo chiesto ai 567 intervistati se avessero avuto un'esperienza diversa rispetto a quella del consumatore medio i cui saldi monetari, secondo l'Istat, nei dodici mesi precedenti il sondaggio non avevano perso potere d'acquisto. Il 58 per cento del campione si riconosce nell'inflazione zero e il 5 per cento accusa una discesa dei prezzi. In sostanza, per quasi due

³ Per una rassegna sulla stagnazione secolare, si rimanda a http://voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf.

⁴ Cfr. <http://www.zerohedge.com/news/2016-05-12/milton-berg-we-are-cusp-30-year-bear-market>.

intervistati su tre l'inflazione zero rappresenta il regime di andamento dei prezzi di cui ha esperienza. Per il 37 per cento del campione, invece, l'inflazione ha eroso uno o due punti percentuali del potere d'acquisto. La percezione media dell'andamento dei prezzi è corretta, ma la paura di inflazione cova sempre.

Figura 4.7 – Risposte alla domanda: «L'inflazione è la perdita di potere d'acquisto della moneta. Secondo le statistiche, la perdita di potere d'acquisto della moneta negli ultimi dodici mesi è stata dello 0,1 per cento. Siccome i prezzi dei prodotti non si sono quasi mossi, saremmo a inflazione zero. Questa condizione è corretta alla luce della Sua esperienza pratica? Lei ha forse un'esperienza diversa?»



Se si considera, infatti, la pura differenza tra coloro che accusano una crescita dei prezzi (inflazione) e coloro che riconoscono la deflazione, rapportando la stessa alla quota di intervistati che hanno dichiarato che l'inflazione è zero, si ottiene un «indice di eccesso di paura» di inflazione. La media campionaria è del 55 per cento, il che significa che ogni 100 investitori che non sentono inflazione, ve ne sono altri 55 che la avvertono, al netto dei pochi che percepiscono la deflazione.

L'indice di eccesso di paura di inflazione (tabella 4.1) raggiunge il massimo tra coloro che hanno un titolo di studio elementare (100 per cento); è decisamente superiore alla media nell'Italia settentrionale (77 a Nord-Ovest e 78 a Nord-Est), nei piccoli centri urbani (90), tra gli impiegati e insegnanti (63), tra le persone ad alto reddito (70), probabilmente per la differenza del loro paniere di consumo rispetto al paniere medio.

Per conoscere a quali spese imputare la paura, ne abbiamo sottoposto un elenco agli intervistati, chiedendo di indicare per ognuna se negli ultimi dodici mesi avessero pagato di più, di meno o uguale a prima. La figura 4.8 riporta i saldi percentuali tra coloro che hanno avuto l'esperienza di un aumento e coloro che hanno avuto l'esperienza di una diminuzione. Si osserva una netta prevalenza di saldi deflazionisti (18 voci) sui saldi inflazionisti (appena 6 voci + 1 zero, da tabella), il che conferma l'impressione che la percezione di inflazione sia piuttosto «paura dell'inflazione futura», poiché facendo riflettere gli intervistati su ciascuna voce di un bilancio familiare, la rappresentazione dell'inflazione sparisce e si ha l'idea di una prevalente deflazione. Ciò detto, l'inflazione percepita dagli intervistati riguarda per lo più le bollette e le spese periodiche di casa (saldo pari a +34), le spese mediche (+21), per le quali è probabile che le famiglie abbiano aumentato il ricorso a quelle *out of pocket*, a causa

Tabella 4.1 – Indicatori sulla percezione di deflazione e sulla paura di inflazione degli intervistati e altri indicatori collegati
(valori percentuali)

	Paura di inflazione*	Deflazionisti**	Appetito di rischio***	Risp. > 1 anno di reddito****
Totale 2016	55	63	16	48
Uomini	58	62	18	45
Donne	52	64	14	53
29-34 anni	22	78	11	27
35-44 anni	61	61	20	55
45-55 anni	43	68	14	58
Nord-Ovest	77	55	6	49
Nord-Est	78	55	13	53
Centro	58	62	29	56
Sud-Isole	20	78	23	36
Piccoli centri	90	52	16	50
Medi centri	49	65	16	46
Città	36	71	17	49
Università	58	62	1	59
Media sup.	53	64	17	44
Media inf.	55	62	33	44
Elementare	100	50	17	33
Impr./Lib. prof.	47	66	10	63
Dir./Funz.	33	75	-31	69
Ins./Imp.	63	60	11	47
Eserc./Artig.	75	56	4	54
Altre professioni	50	64	31	40
Fino a 1.600 euro	42	68	23	36
1.601-2.000 euro	59	61	15	37
2.001-2.500 euro	46	66	21	44
2.501 euro e oltre	70	58	10	63
Risp. > 1 anno di reddito	49	65	7	100
Risp. < 1 anno di reddito	61	61	25	0
Casa proprietà	58	62	16	50
Casa affitto	51	64	17	40
Casa uso gratuito	20	77	15	31
Mutuo banca	41	68	7	46
Mutuo posta	0	75	0	0
No mutui	62	60	20	49
Rate < 5 per cento reddito	108	46	-4	46
Rate 5-10 per cento reddito	24	77	4	38
Rate 11-15 per cento reddito	15	79	10	59
Rate 16-20 per cento reddito	50	63	7	47
Rate > 20 per cento reddito	50	65	22	39

* Paura di inflazione = percentuale di intervistati che hanno percepito un aumento dei prezzi maggiore di quello ufficiale, al netto di coloro che ne hanno percepito uno inferiore in percentuale di coloro che riconoscono l'inflazione zero.

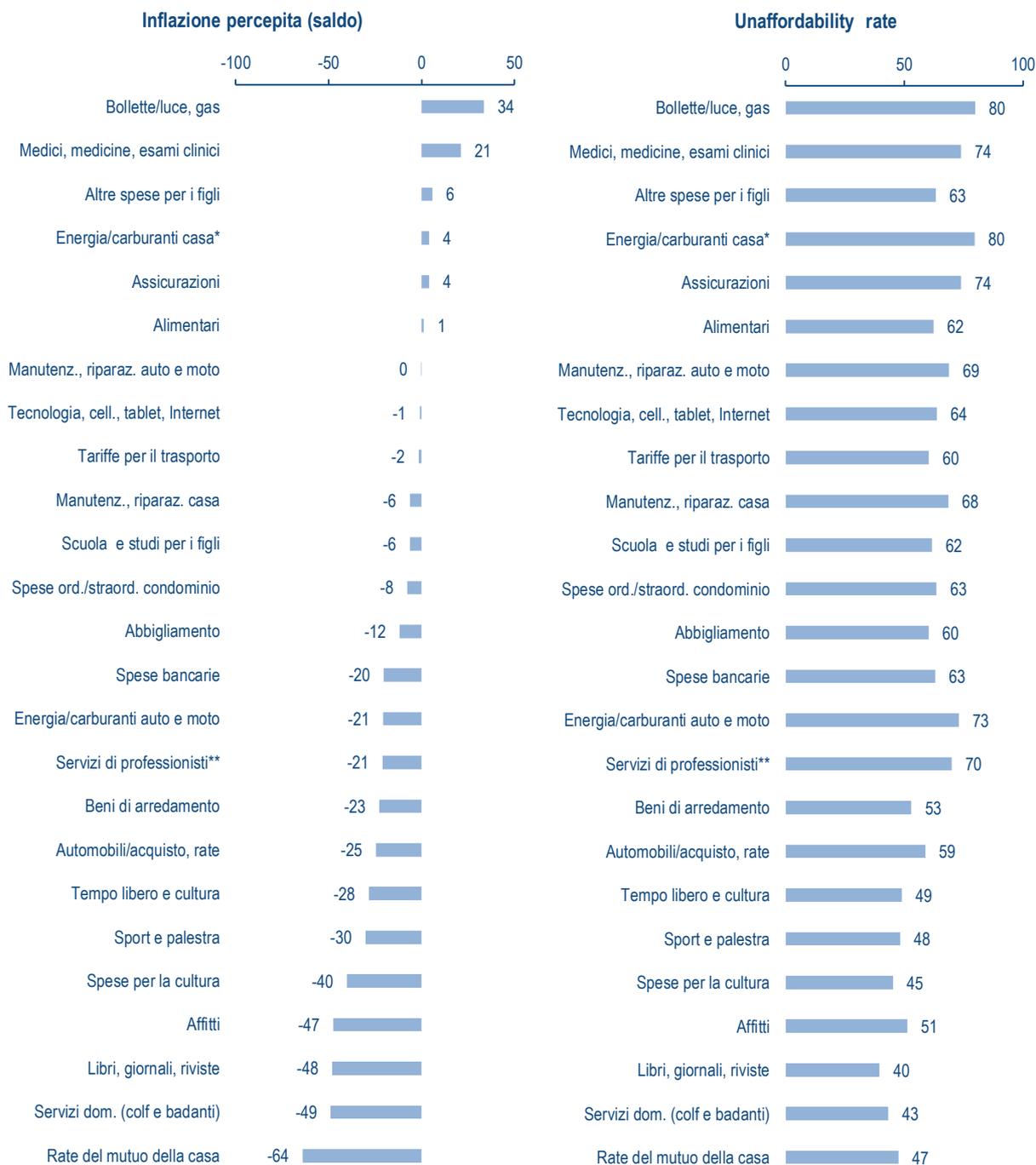
** Deflazionisti = percentuale di intervistati che hanno percepito un calo dei prezzi.

*** Appetito di rischio = percentuale di intervistati per i quali il rendimento è più importante della diversificazione.

**** Risp. > 1 anno di reddito = percentuale di intervistati con una ricchezza finanziaria lorda pari a 1 o più annualità di reddito.

dei tagli al sistema sanitario nazionale, le spese non scolastiche per i figli (+6). Sostanzialmente nullo il saldo sui generi alimentari (+1) e in calo quando si tratta di abbigliamento (-12), carburanti per l'auto (-21), sport (-30), affitti (-47), rate di mutui (-64).

Figura 4.8 – Saldi, in percentuale degli intervistati, tra coloro che hanno pagato, per una lista di voci di spesa, un prezzo maggiore e minore che in passato
 (l'«unaffordability rate» è la dichiarazione soggettiva dell'intervistato che la spesa dell'elenco è considerata «troppo cara», il che significa che il suo prezzo dovrebbe scendere)



* Ad esempio, metano, gasolio, teleriscaldamento, pellet.

** Ad esempio, commercialisti, avvocati, geometri e notai, architetti.

Ai fini di questo capitolo, sembrano pertanto importanti alcune deduzioni: la conferma, in primo luogo, che gli investitori avvertono la deflazione, la sanno misurare e ne sono consapevoli. Questo giustificerebbe un atteggiamento attendista, che orienti i risparmi verso gli

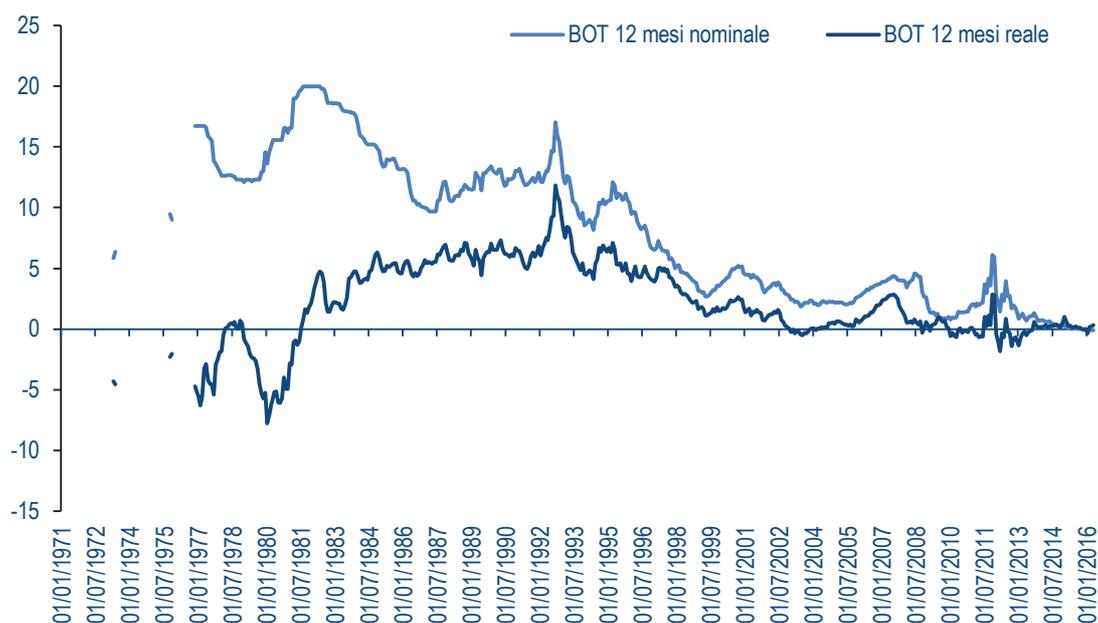
impieghi liquidi, mentre la deflazione ne accresce il potere reale d'acquisto. Tuttavia, la paura di inflazione non si spegne quasi mai, neppure di fronte all'evidenza dei prezzi della propria spesa che si riducono. La lettura razionale di questo comportamento è quella delle «aspettative regressive»: gli intervistati si potrebbero essere resi conto di trovarsi in una situazione anomala, diversa dalla media, e si attendono pertanto una regressione verso la media storica del tasso di inflazione. Sulla base di questa lettura, l'investimento ideale non è quello nella liquidità, ma in beni di investimento che possano avvantaggiarsi della futura inflazione, e tra questi ci sono gli immobili, per le loro caratteristiche tecniche (l'inflazione incide sui costi di costruzione che sono parte dei prezzi) nonché per l'aver toccato un probabile punto di minimo di una discesa dei prezzi durata dal 2008 al 2015. È una lettura che risulta viepiù rafforzata dal fatto che, ai tassi di interesse attuali, le rate dei mutui fondiari sono, tra le voci di un bilancio familiare, la spesa che più si è alleggerita, insieme ai carburanti per le automobili il cui costo è sceso per la crisi dei prezzi del petrolio.

4.7. Strategie di diversificazione degli investitori in presenza di deflazione

4.7.1. Inflazione e deflazione: storia e rischi per chi investe il denaro

C'erano una volta l'inflazione e l'«illusione monetaria». L'inflazione era un problema per i risparmiatori che dovevano investire: per esempio, a causa della difficoltà di prevedere l'inflazione in continua crescita, negli anni Settanta molti di essi cedettero in prestito una somma nominale ricavando a scadenza, in capitale e interessi, un valore numerico maggiore con un potere d'acquisto minore (figura 4.9). Fu una delle più note esperienze con i rendimenti reali negativi, causati dall'inflazione che eccedeva il rendimento nominale.

Figura 4.9 – Rendimenti nominali e reali lordi dei BOT a 12 mesi
(valori percentuali; inizio anni Settanta: emissione dei BOT non su base periodica)



Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Quando i rendimenti reali⁵ sono negativi, si trasferisce ricchezza dai creditori ai debitori. Quando i tassi reali persistono negativi, si ha la repressione finanziaria dei patrimoni e prima o poi gli investitori corrono ai ripari. Essi possono per esempio considerare l'investimento in divise estere (che nell'Italia degli anni Settanta non era però possibile) o mettersi alla ricerca di investimenti in grado di seguire l'inflazione. Gli italiani optarono per due strategie. La prima fece preferire loro gli investimenti in strumenti del mercato monetario (con scadenze inferiori ai 12 mesi): investendo i risparmi a 12 mesi, a 6 mesi, a 3 mesi, poi addirittura mensilmente quando arrivarono i «pronti contro termine», le famiglie ridussero il rischio dell'impatto dell'inflazione inattesa. La seconda strategia fu di cercare scampo dall'inflazione nei beni reali, come nelle case. Stante la domanda allora in crescita per via dell'aumento del numero delle famiglie, il prezzo delle case seguiva l'inflazione dei costi di costruzione e proteggeva il capitale dall'inflazione meglio di un'obbligazione decennale o ventennale.

Il mercato finanziario ricorse a sua volta a contromisure. I risparmi delle famiglie non potevano essere prosciugati dall'edilizia, quindi occorreva ripensare gli strumenti di raccolta in modo da intercettare una quota del risparmio individuale da dirigere verso altri settori dell'economia, sia pubblica che privata. Nacquero così le emissioni indicizzate ai tassi di interesse a breve termine, che consentivano agli investitori di godere di cedole che si aggiornavano continuamente ai tassi a breve, più un certo premio per la durata.

Come si vede dalla figura 4.9, i tassi reali non fecero più puntate in territorio negativo per diversi anni. Vi ricaddero nel 2002, quando la recessione internazionale fu contrastata dalle autorità monetarie con la riduzione dei tassi di interesse nominali, che vennero fatti scendere fino ad azzerare il rendimento reale. Lo stesso si verifica dal 2009: da allora i rendimenti reali – non solo quelli italiani – sono assai bassi, e anzi più o meno dalla crisi Lehman hanno trascorso il 60 per cento dei mesi sotto la linea che demarca lo zero, ossia in territorio negativo. Sono forse tornati gli anni Settanta? Torneremo come allora a investire in case?

Rispondiamo con ordine. La condizione attuale dei tassi di interesse in rapporto all'inflazione è opposta a quella degli anni Settanta. All'epoca era l'inflazione a erodere il rendimento nominale, elevato e, fino al 1997, perfino a due cifre. Quando i tassi di interesse nominali sono alti insieme all'inflazione, compare il rischio di illusione monetaria e di rendimenti reali negativi, che sviscerano il potere d'acquisto del patrimonio.

Oggi i tassi di interesse nominali sono bassi o nulli perché così determinati dalla BCE. In qualche caso (ossia sulle scadenze inferiori all'anno) i tassi di interesse sono perfino negativi. L'inflazione è negativa (deflazione) o nulla e i tassi di interesse reali oscillano intorno allo zero. Qualora la politica monetaria avesse successo nel riportare il tasso di inflazione al 2 per cento annuale, i tassi verrebbero rialzati dalla cessazione del QE, ma è plausibile che l'economia convalescente verrebbe tenuta sul limite dei rendimenti reali nulli per un lungo periodo ancora, almeno fino a quando i debiti pubblici più rilevanti non si fossero diluiti rispetto al PIL. Qualora invece la politica monetaria non avesse successo o avesse un successo parziale, è plausibile aspettarsi che il regime di interessi nulli o negativi venga prolungato.

⁵ Un tasso di interesse o di rendimento reale è il tasso di interesse nominale al netto del tasso d'inflazione. Si utilizza di solito il tasso d'inflazione più aggiornato, ossia quello vigente. In alcuni modelli si usa il tasso d'inflazione atteso, ossia l'aspettativa d'inflazione futura (il tasso di interesse reale non va confuso con l'interesse netto, essendo quest'ultimo l'interesse nominale al netto delle imposte).

Anche in questo secondo caso, lo scenario di medio termine è di rendimenti obbligazionari per i risparmiatori tendenti a zero.

Per i patrimoni, la minaccia della deflazione è diversa e meno virulenta di quella dell'inflazione. Se l'inflazione aggredisce i patrimoni monetari riducendone il potere d'acquisto, la deflazione, per lo stesso motivo, li rivaluta. Tuttavia, quando la deflazione rivaluta i patrimoni, la politica monetaria ne azzerà il rendimento nominale. In altri termini, la deflazione produce una redistribuzione di ricchezza reale dai debitori ai creditori e cancella il reddito corrente, come le cedole, di questi ultimi.

Negli anni della deflazione, i patrimoni dei piccoli investitori non sono minacciati nel loro valore intrinseco (il potere di convertirsi in beni e servizi), ma sono sotto scacco sugli interessi e sui redditi, che vengono meno del tutto o quasi.

L'inflazione determina un problema urgente di allocazione degli investimenti: occorre trovare una forma di impiego che protegga il potere d'acquisto del denaro. La deflazione non pone questa urgenza, ma può far nascere un problema di allocazione se i rendimenti nulli della deflazione confliggono con quelli attesi dalla media dei piccoli investitori, che sono, come abbiamo visto, del 2,6 per cento, in crescita rispetto al 2,1 per cento stimato nel 2015.

4.7.2. Più case o più liquidità? La scelta che divide il campione, in tempi di deflazione

Gli italiani hanno più esperienza diretta o indiretta con l'inflazione che con la deflazione. È possibile, pertanto, che non si siano ancora formati un'idea delle strategie da adottare. Il problema non riguarda tanto gli investitori che puntano alla conservazione del potere d'acquisto del denaro, che tutto sommato la deflazione non tocca o può addirittura aumentare, riguarda semmai coloro che investono al fine di avere un reddito aggiuntivo dal capitale investito. Il profilo di chi investe per avere un reddito aggiuntivo può essere diversissimo: può trattarsi di una persona che sta inseguendo l'obiettivo di costituzione di un capitale per realizzare un obiettivo a scadenza (come una nuova attività o il finanziamento di una scuola particolare per i figli); oppure di una persona i cui redditi da lavoro sono nella fase discendente, perché alla fine della carriera, e che conta sui redditi del proprio risparmio per sostenere i consumi; o, ancora, di una persona che ha deciso di costituire da sé un gruzzolo per la pensione, contando sul fatto che il gruzzolo, anno dopo anno, cresca a motivo degli interessi.

Abbiamo posto agli intervistati la domanda in questi termini: «Quando l'inflazione è pari a zero o quasi, anche gli interessi sui risparmi sono bassi o addirittura nulli o negativi se l'investimento è a breve termine. In queste condizioni, un piccolo risparmiatore cosa potrebbe fare per migliorare il suo investimento?». Volevamo sapere se i piccoli investitori avrebbero cercato il rendimento diversificando dagli investimenti tradizionali e dove lo avrebbero cercato. Le risposte della media del campione di 567 investitori sono riportate nella figura 4.10, dove il totale non fa 100 perché erano permesse risposte multiple. In generale, la domanda ha riscosso un certo interesse, poiché gli intervistati hanno mediamente espresso due preferenze. Il 46 per cento degli investitori, intanto, non farebbe nulla prima di essersi consultato con un esperto. Metà del campione sottolinea perciò la difficoltà di prendere una decisione in un caso così infrequente e così lontano dalla sua esperienza: la precedente deflazione in Italia, infatti, si ebbe nel 1959 e non durò molto, poiché nel 1963 eravamo già in inflazione.

Figura 4.10 – La propensione alla diversificazione. Risposte alla domanda su che cosa fare quando i rendimenti sono nulli o negativi

(risposte multiple; valori percentuali sul totale degli investitori)



La consultazione con uno specialista attraversa orizzontalmente sia le fasce di età sia le classi di genere (tabella 4.2); riguarda sia gli uomini (45 per cento) che le donne (47 per cento) e appartiene più alla consuetudine degli investitori dell'Italia settentrionale (52 per cento nel Nord-Ovest e 59 per cento nel Nord-Est) che non a quella degli investitori del Mezzogiorno (34 per cento).

La seconda risposta alla domanda in ordine di importanza è stata quella di «lasciare i soldi sul conto corrente», dove non possono diminuire, cosicché se l'inflazione è zero il potere di acquisto è salvo. La fuga nella liquidità riguarda il 32 per cento del campione ed è una reazione comune nelle fasi di incertezza economica e finanziaria. È stata adottata, secondo i risultati della nostra *Indagine*, sia nel 2009, sia nel 2012 durante la crisi dello spread. Benché la deflazione non costituisca una crisi puntuale, ma una fase più o meno duratura, la «reazione liquida» ha una base di fondamento razionale, anche se non rimedia alla mancanza di interessi, puntando piuttosto alla salvaguardia del capitale, non facendogli correre rischi inutili.

Un numero più o meno pari di investitori (29 per cento) diversificherebbe in un immobile da utilizzare direttamente. Si tratta di una propensione teorica, che non ha ancora fatto i conti con gli elementi di dettaglio e di contorno di una eventuale scelta di questo tipo, che approfondiremo successivamente. La quota di investitori propensi a una diversificazione immobiliare è maggiore della media nelle città (38 per cento), tra i laureati (37 per cento) e dipende evidentemente dal reddito (35 per cento) e dall'aver una disponibilità pronta pari ad almeno un anno di reddito. Una quota elevata del campione (20 per cento) investirebbe in un immobile da destinare al mercato locativo.

Le basi psicologiche sottostanti il ritorno della propensione all'investimento immobiliare, di per sé più razionale in tempi di inflazione, saranno approfondite attraverso le altre domande

**Tabella 4.2 – La propensione alla diversificazione, per categorie degli intervistati.
Risposte alla domanda su che cosa fare quando i rendimenti sono nulli o negativi**
(risposte multiple; valori percentuali sul totale degli investitori)

	Non fare nulla	Consultare specialista	Lasciare i soldi sul c/c	Più azioni e valute	Immobili per la famiglia	Immobili commerciali	Investire dir. in aziende	Investire in oro, preziosi	Investire in titoli tecnol.	Investire in oggetti d'arte	Spendere i soldi prima
Totale 2016	25	46	32	8	29	20	7	12	9	4	11
Uomini	24	45	32	8	32	23	7	13	10	4	12
Donne	27	47	33	8	24	15	7	11	8	5	10
29-34 anni	24	44	31	2	33	31	2	13	13	2	9
35-44 anni	26	48	31	7	25	17	5	13	5	5	15
45-55 anni	22	48	33	13	31	16	9	16	13	4	13
Nord-Ovest	21	52	27	13	23	22	7	8	12	2	10
Nord-Est	18	59	37	6	33	16	7	13	14	2	13
Centro	25	38	34	6	36	19	6	23	6	14	9
Sud-Isole	36	34	33	7	28	21	7	9	3	3	11
Piccoli centri	30	44	26	13	26	17	8	6	11	1	14
Medi centri	27	44	37	6	26	19	5	14	7	5	8
Città	16	52	32	7	38	25	8	17	9	7	12
Università	18	54	31	11	37	19	7	15	15	7	9
Media sup.	28	42	34	8	26	20	8	11	7	3	10
Media inf.	29	44	31	6	27	19	4	11	6	5	15
Elementare	17	58	25	0	17	25	8	8	0	0	8
Impr./Lib. prof.	21	52	26	10	38	22	13	10	12	7	10
Dir./Funz.	6	69	31	13	38	19	6	19	19	19	0
Ins./Imp.	25	42	38	9	29	23	6	14	9	3	9
Eserc./Artig.	21	54	33	10	27	17	8	17	13	4	13
Fino a 1.600 euro	39	34	26	6	23	17	3	8	4	2	14
1.601-2.000 euro	27	44	38	7	20	10	10	15	3	5	15
2.001-2.500 euro	17	53	38	4	35	20	5	10	11	5	12
2.501 euro e oltre	18	53	31	12	35	25	9	15	14	6	7
Risp. > 1 anno di reddito	18	53	32	13	32	20	12	17	13	6	9
Risp. < 1 anno di reddito	32	40	32	4	26	20	2	8	5	3	13
Casa proprietà	23	47	32	8	32	21	7	13	10	5	11
Casa affitto	36	38	32	10	18	14	4	9	3	3	10
Casa uso gratuito	23	69	54	0	15	8	15	15	0	8	31
Mutuo banca	24	50	31	7	31	22	8	10	8	3	10
Mutuo posta	0	50	50	25	75	50	0	0	0	0	25
No mutui	26	44	33	8	28	19	7	14	9	5	11
Rate < 5 per cento reddito	27	46	31	8	27	12	4	4	12	4	15
Rate 5-10 per cento reddito	19	52	29	8	38	25	8	13	10	4	6
Rate 11-15 per cento reddito	21	62	24	10	31	28	10	14	3	3	10
Rate 16-20 per cento reddito	27	50	33	7	30	20	7	7	10	0	10
Rate > 20 per cento reddito	26	35	43	4	30	26	9	4	4	0	17

dell'*Indagine*. È da sottolineare, tuttavia, che la scelta della liquidità e quella dell'acquisto di un immobile staccano sensibilmente tutte le percentuali raccolte dalle altre risposte alla stessa domanda. Il conto corrente, sempre pronto e disponibile a cogliere un'opportunità, appare come una scelta all'estremo opposto della scelta di una casa, aggiuntiva e sostitutiva. Ep-

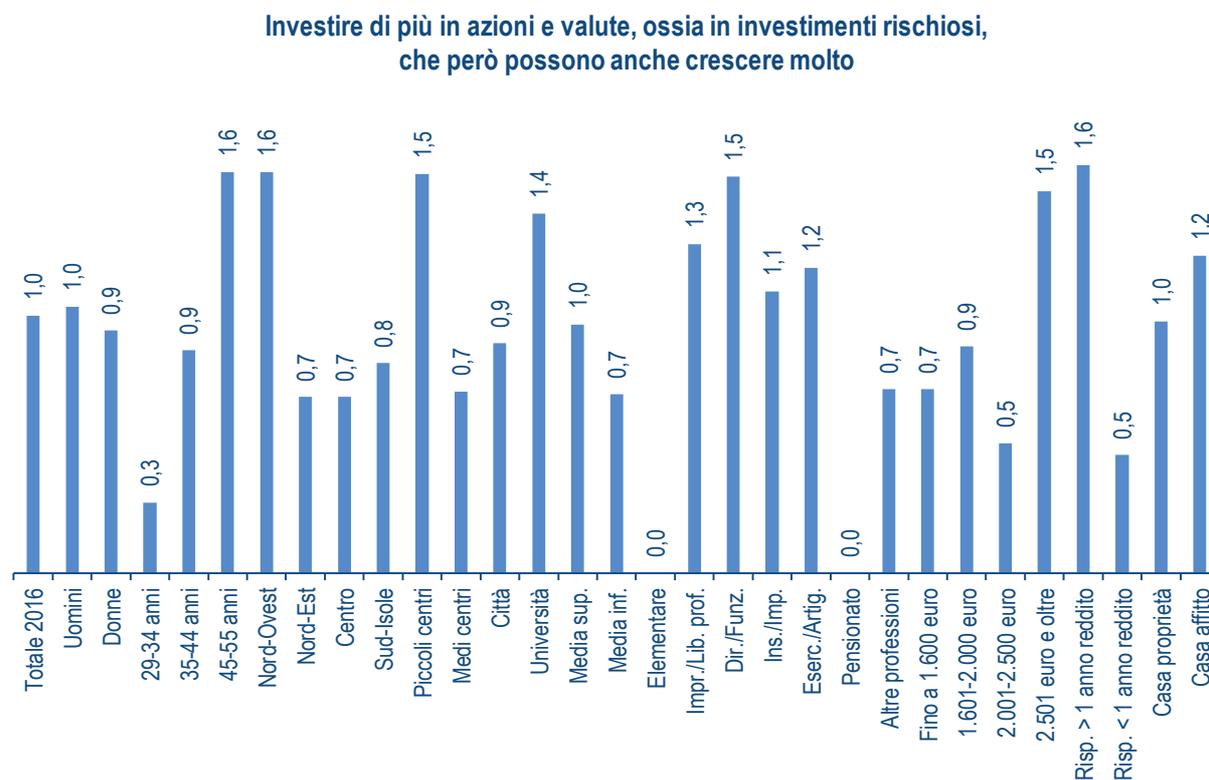
pure una scelta liquida e una completamente illiquida convivono come reazioni opposte ma comuni allo scenario di rendimenti normali nulli dei risparmi investiti nelle forme finanziarie tradizionali. È probabile che molto dipenda da ciò che le persone pensano del futuro. La scelta di attendere le opportunità migliori per il proprio risparmio sconta l'incertezza della durata della deflazione: prima di scegliere un nuovo cavallo, questi investitori vogliono vedere chiaro nello scenario futuro. Chi decide per una casa è probabile che consideri la deflazione, tutto sommato, destinata a terminare e intende approfittare del calo dei prezzi immobiliari e dei tassi di interesse sui mutui, prima che risalgano. In ogni caso, questo tipo di investitore non vuole correre il rischio di lasciar passare tale finestra di opportunità senza essersi mosso. Chi predilige il conto corrente pensa, invece, che la finestra resterà aperta per un po' e che fino a quando i prezzi scenderanno anche quelli delle case scenderanno, mentre il potere d'acquisto del gruzzolo sul conto corrente salirà. Come abbiamo sottolineato nel capitolo 2, i prezzi immobiliari sembrano però aver cessato di scendere nel 2015.

4.7.3. Risk upsider: il gruppo degli investitori che potrebbero rischiare di più

La maggioranza degli investitori che prediligono la liquidità o puntano sulla casa sono inclini a non esporre il proprio patrimonio a rischi eccessivi. Tuttavia, c'è una quota di essi che si comporterebbe diversamente: questi investitori ritengono che quando i rendimenti senza rischio sono nulli, per guadagnare un reddito bisogna aumentare l'esposizione al rischio, ossia adottare una strategia di *risk upside*.

Figura 4.11 – Indici di diffusione della propensione alla diversificazione in strumenti rischiosi, a seguito degli interessi pari a zero

(rapporto tra la percentuale di investitori propensi a questo rischio in ogni categoria e la media del campione)



In generale, i modelli teorici sconsigliano questo tipo di strategia. L'appetito di rischio è soggettivo e individuale, può anche essere alto, magari in certe fasi della vita delle persone, ma aumentare l'esposizione rischiosa perché scende il rendimento non conduce di solito a conseguire gli obiettivi, perché la relazione che lega il rischio al rendimento è probabilistica (non certa) ed è variabile nel tempo. Al gruppo degli investitori che chiameremo «risk upsider» appartiene l'8 per cento del campione, che investirebbe in azioni, divise estere e strumenti ad alto rischio. Altri, in parte inclusi tra questi, investirebbero in titoli tecnologici (9 per cento) perché credono al rendimento associato all'innovazione. Gli indici di diffusione⁶ di questa categoria di investitori inclini al rischio (figura 4.11) indicano che essi sono particolarmente presenti tra gli investitori di età maggiore, laureati, dirigenti, imprenditori o professionisti, ad alto reddito. Gli indici di diffusione dell'inclinazione a investire in strumenti legati alle nuove tecnologie sono più alti tra i giovani (1,5), tra gli impiegati e insegnanti (2,1) e, ovviamente, nelle fasce di reddito superiore (1,6).

4.7.4. Oro, preziosi, arte, collezionismo: le possibili scelte di chi ha paura o vuole distinguersi

Quasi un investitore su cinque, il 19 per cento, si informa periodicamente sulle quotazioni dell'oro (figura 4.12) e coloro che vi investirebbero con la deflazione sono il 12 per cento del campione, decisamente più di coloro che comprerebbero un'azione a Piazza Affari. Il metallo giallo possiede un'attrattiva che va probabilmente al di là degli acquisti effettivi. La scelta dell'oro è, infatti, non particolarmente dettata dalla necessità di guadagnare un reddito alternativo, per ovviare agli interessi zero, poiché l'oro è volatile come le azioni, e in aggiunta non ha le cedole, ossia non paga i dividendi. È quindi un rifugio estremo, che dovrebbe riparare dal rischio di crisi finanziaria sistemica, la quale è poco plausibile nel mondo contemporaneo, dato l'arsenale delle banche centrali e la loro disponibilità a impiegarlo senza indugi, come dimostrano le cronache dal crack Lehman ai giorni nostri. La distribuzione geografica degli investitori che considerano il metallo giallo come un mattone di un potenziale portafoglio «anti-deflazione» è alquanto curiosa: l'appeal dell'oro è minimo nel Nord-Ovest (8 per cento), sale a Nord-Est (13 per cento), è massimo nel Centro d'Italia (23 per cento), scende nel Meridione (9 per cento), che è il più ancorato a certi beni reali come le case.

Anche l'arte è un bene rifugio, ma ha caratteristiche di maggiore elitarietà dell'oro. L'arte possiede attributi estetici, risponde a bisogni di arredo, offre la possibilità di distinguersi. Il possesso dell'oro viene spesso dissimulato, mentre il possesso delle opere d'arte viene frequentemente esibito, almeno da una parte dei collezionisti.

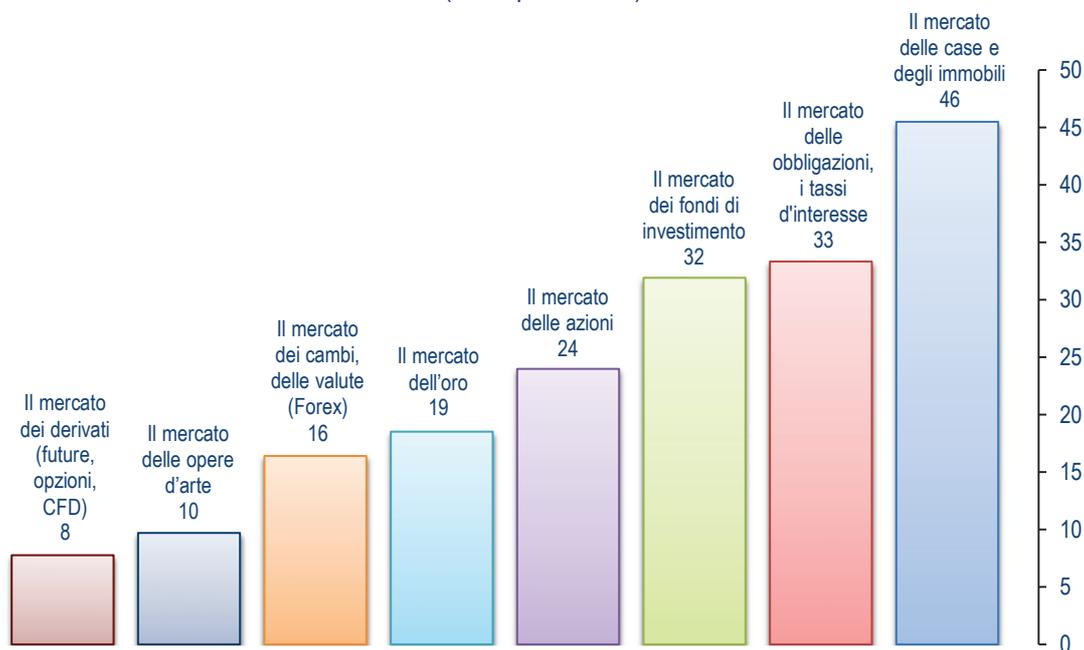
L'oro è desiderato quando fa breccia la paura, l'arte invece non è necessariamente legata alla paura. Anzi, l'oro è un metallo illiquido, che però in ragione della sua estrema fungibilità può essere liquidato ai prezzi correnti in qualsiasi parte del mondo e in modo pressoché istantaneo. Non così per le opere d'arte, i cui prezzi sono prociclici, ossia salgono quando l'economia va bene, ma scendono durante le crisi, specialmente nelle crisi finanziarie quando di solito l'oro sale, svolgendo la sua funzione protettiva (teorica). Inoltre, le opere d'arte hanno una liquidabilità condizionata dall'esistenza di compratori (che non è mai ga-

⁶ Un indice di diffusione pari a 1 segnala una presenza pari alla media campionaria; se è superiore a 1, il sottogruppo del campione contiene più individui inclini a questo rischio rispetto alla media campionaria; se è inferiore a 1, viceversa.

rantita, specie nel pieno di una crisi finanziaria) e anche nel lungo periodo possono essere soggette a fenomeni di moda che fanno impennare e poi magari comprimere le quotazioni di interi segmenti, artisti, tecniche, periodi storici.

Insomma, si fa fatica a vedere nelle opere d'arte dei beni di investimento in grado di salvaguardare i patrimoni dalla deflazione o dalla crisi. A conforto degli investitori nelle opere d'arte vi sono gli indici (come il Mei Moses Fine Art Index, che ricostruisce all'indietro moltissime serie di prezzi a partire dal 1875) che evidenziano andamenti storici di quotazioni che avrebbero prodotto rendimenti impliciti medi annuali per lo più a due cifre. I limiti di questi riferimenti ci sono: si tratta di indici che considerano le transazioni di due case d'aste (Christie's e Sotheby) i cui cataloghi sono sempre orientati agli oggetti più rari e preziosi, quindi si tratta del segmento superiore del mercato dell'arte, inaccessibile per l'investitore e il risparmiatore medio. Inoltre, i prezzi sono pur sempre un mero riferimento e non c'è un «servizio di liquidità» collegato a quei prezzi. Nel caso degli indici di Borsa, delle quotazioni delle obbligazioni, dei fondi e perfino dell'oro, gli investitori sono pressoché certi di poter liquidare i propri investimenti a un prezzo prossimo a quello pubblicato il giorno precedente sul giornale; nel caso dell'arte, questo non è detto: può essere, al massimo, plausibile, e il servizio di liquidità (i diritti d'asta) rappresenta una percentuale importante del valore delle opere.

Figura 4.12 – Tasso di informazione: investitori che seguono abitualmente o almeno periodicamente le quotazioni di alcuni beni di investimento (valori percentuali)



Benché quindi il mercato dell'arte sia seguito dal 10 per cento degli investitori, coloro che affiderebbero alle opere d'arte una parte del proprio patrimonio per sottrarlo ai rischi dei tassi zero sono solo il 4 per cento del campione (contro il 12 per cento nel caso dell'oro). Si tratta di un 4 per cento che ha punte in basso e in alto. Verso il basso, si scende al 2 per cento dei trentenni, fino allo zero di chi ha rate di mutuo da pagare che superano il 10 per cento delle entrate. Verso l'alto, la propensione alla diversificazione nell'arte sale con l'aumentare del reddito (6 per cento di chi guadagna più di 2.500 euro al mese) e della dimensione del co-

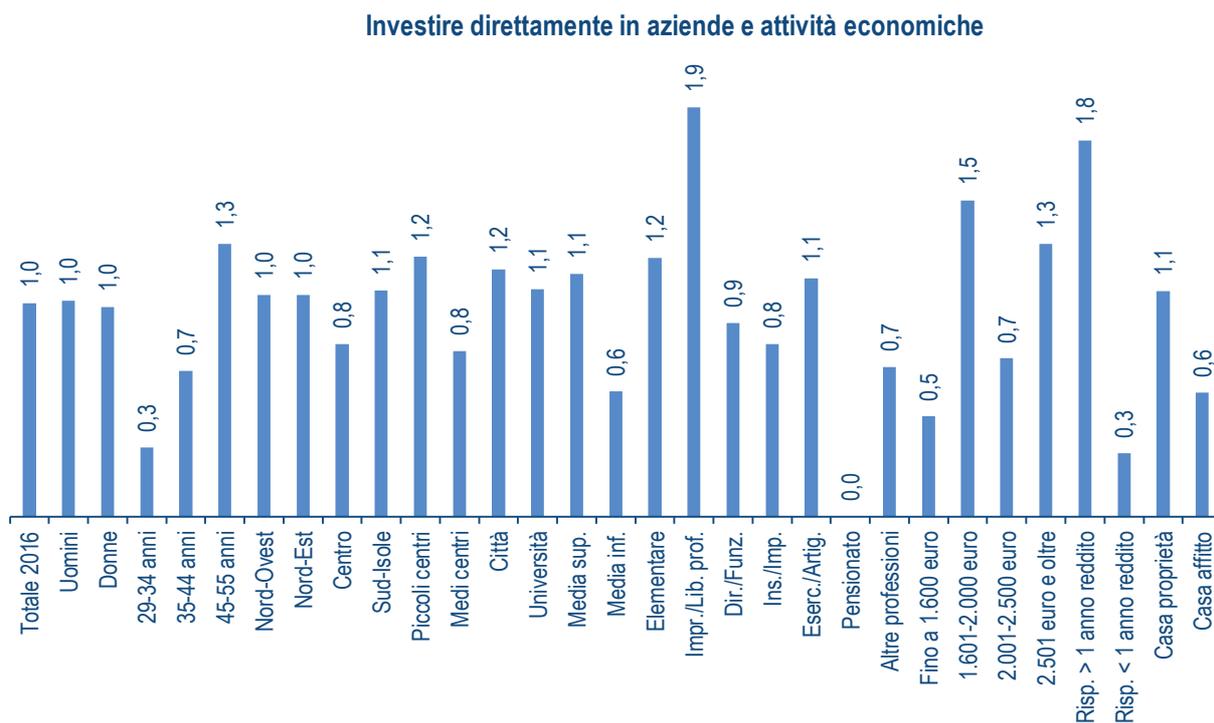
mune di residenza (7 per cento nelle città). Come nel caso dell'oro, la propensione alla diversificazione nell'arte è massima nel Centro d'Italia (19 per cento) rispetto al Nord e al Mezzogiorno.

4.7.5. Contro la deflazione, il 7 per cento investirebbe in un'attività propria

Il 7 per cento del campione ha il tarlo dell'imprenditorialità. Se i risparmi investiti pagano cedole troppo basse, la soluzione, per alcuni, è acquistare o fondare un'attività. L'identikit di chi pensa che operare un'impresa direttamente sia un modo per far rendere il risparmio in epoca di deflazione è rappresentato nella figura 4.13, che illustra gli indici di diffusione. Il tarlo dell'imprenditore è più diffuso tra gli over 45 (indice pari a 1,3), nei centri urbani (1,2), tra chi ha un reddito compreso fra 1.601 e 2.000 euro (1,5) o sopra i 2.500 euro (1,3) e tra coloro che dispongono di risparmi superiori a un anno di reddito (1,8). L'indice di diffusione della «voglia di impresa» è elevato, naturalmente, tra gli imprenditori e liberi professionisti (1,9), i quali già svolgono attività che comportano sia redditi variabili sia il rischio di un certo capitale.

Figura 4.13 – Indici di diffusione della propensione alla diversificazione in aziende, a seguito degli interessi pari a zero

(rapporto tra la percentuale di investitori propensi a questo rischio in ogni categoria e la media del campione)



4.8. Una casa per calcolo e per ambizione

4.8.1. Soppesando i vantaggi antichi e nuovi dell'acquisto immobiliare

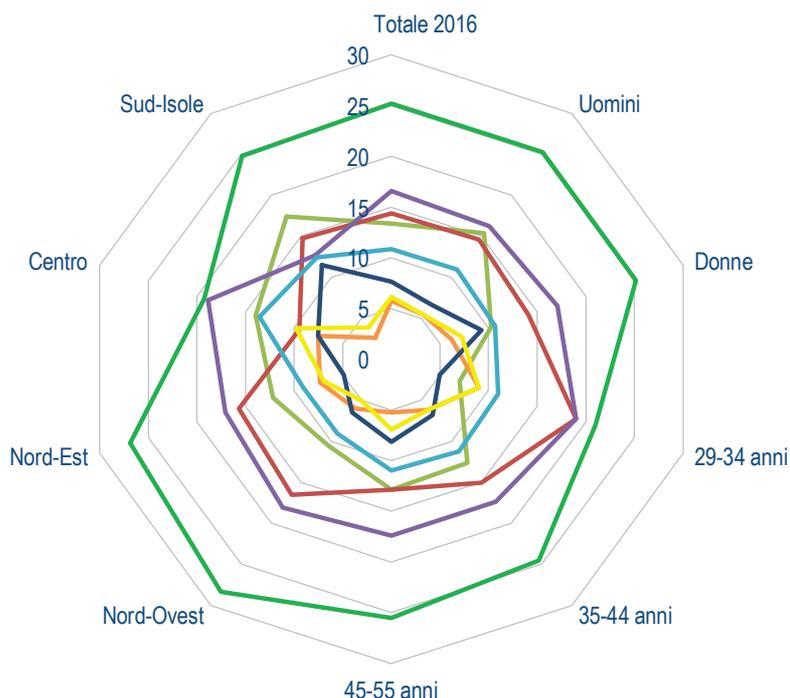
Non c'è bene reale che gli italiani antepongano alla casa. Solo il 24 per cento è al corrente delle quotazioni di Borsa e meno ancora seguono i cambi, ma il 46 per cento degli investitori segue il mercato immobiliare. È il mercato su cui ha più esperienza e più informazione.

La casa ha sempre rappresentato un acquisto importante. Nella società agraria essa era insieme un bene produttivo e il luogo del legittimo riposo dopo il lavoro. Per la contabilità nazionale la casa è, per convenzione, l'unico bene reale di investimento in cui possono spendere le famiglie consumatrici, ossia l'unica merce durevole che va ad accrescere lo stock di capitale anziché allungare l'elenco dei consumi, come l'acquisto di una nuova automobile. Di fronte a una casa, le famiglie buttan spesso il cuore oltre l'ostacolo, perché l'ambizione della proprietà immobiliare è largamente diffusa e, specialmente in Italia, fa parte della loro stessa identità.

Tuttavia, l'impegno finanziario per acquistare una casa corrisponde a numerosi anni di reddito (in media, tra gli otto e i dodici) e l'acquisto immobiliare è influenzato dalle condizioni economiche degli acquirenti e da tante condizioni al contorno. Alcune di queste sono oggettive, altre sono soggettive, ma altrettanto importanti nel determinare o allontanare l'acquisto di una nuova casa.

Figura 4.14 – «Acquistare un immobile può essere vantaggioso perché... Con quali di queste affermazioni Lei sarebbe d'accordo?»
(risposte multiple; valori percentuali sul totale degli investitori)

- Il reddito, ossia l'affitto, è tutto sommato migliore degli interessi della banca o dei titoli
- Il mutuo per finanziarmi è molto conveniente: preferisco pagare un mutuo piuttosto che un affitto
- Alla fine, l'immobile resta sempre un bene di riferimento
- I prezzi delle case adesso sono bassi e bisogna approfittarne
- Un affitto può fare comodo per andare in pensione
- Prima o poi tornerà l'inflazione e le case manterranno il valore più delle obbligazioni
- La compro adesso così i miei figli l'avranno quando ne avranno bisogno
- Se compro sul nuovo/in costruzione, per molto tempo non avrò spese straordinarie di mantenimento



Una serie di opinioni sull'investimento immobiliare sono state condivise o meno dagli intervistati (figura 4.14). L'opinione più diffusamente condivisa (25 per cento) è che il «mattoncino» sia un bene di riferimento, sia capace di non deludere chi investe senza pensare al breve periodo. Nel lungo periodo, gli immobili hanno prevalentemente rappresentato un buon affare per gli investitori italiani. Questa opinione non cambia nel tempo e tende a far superare le fasi congiunturalmente negative dei prezzi con una sufficiente fiducia.

La seconda opinione per diffusione è che «i prezzi adesso sono bassi e bisogna approfittarne». Si tratta di una convinzione che accomuna il 17 per cento degli intervistati e che è più sentita nel Centro d'Italia e tra i più giovani del campione.

Segue, al terzo posto, l'opinione che i mutui siano attualmente convenienti (14 per cento). Le prime tre indicazioni del campione non lasciano dubbi: la casa, soprattutto la prima casa, che gli italiani cercheranno di acquistare nei prossimi mesi e anni, è in primo luogo l'esito di un calcolo di convenienza economica.

A ridosso di questi tre motivi emerge il valore del reddito prodotto da un immobile in affitto. A lungo sottovalutato, l'affitto torna all'attenzione degli investitori grazie al fatto che esso può essere superiore agli interessi bancari o delle obbligazioni (13 per cento) e perché, secondo l'11 per cento delle indicazioni, «un affitto in più può fare comodo andando in pensione». Nei tempi recenti, dopo le riforme del sistema pensionistico, sono pervenuti altri dubbi: se il tasso di crescita del PIL rimanesse basso e le carriere lavorative fossero brevi, abbreviate o a singhiozzo, il primo pilastro finirebbe per produrre prestazioni al ribasso e tardive. I ripetuti inviti a far fronte a questa emergenza con i fondi pensione sono stati accolti solo in parte e, comunque, i tassi di adesione al secondo pilastro sono, in Italia, assai indietro rispetto alle medie internazionali. Si calcola che in Italia i fondi pensione abbiano attivi pari al 6,6 per cento del PIL contro una media OCSE dell'86 per cento⁷. È verosimile che alcuni intervistati, plausibilmente nelle età più vicine al pensionamento, possano intendere l'investimento immobiliare come sostituto o complemento al secondo pilastro.

Un'ulteriore ragione per comprare un immobile adesso è «per l'uso futuro dei figli» (8 per cento). Questo tipo di priorità è venuta crescendo con la crisi del 2009 e la parallela difficoltà di impiego delle forze di lavoro più giovani.

Infine, acquistare una casa nuova viene ritenuto un buon motivo per ridurre in prospettiva le spese di gestione e manutenzione periodica (6 per cento) e per investire ottenendo un rendimento superiore a quello delle obbligazioni, quando l'inflazione si normalizzerà (6 per cento).

In conclusione, la deflazione ha migliorato l'attrattività dell'investimento immobiliare attraverso il ridimensionamento dei prezzi delle case tra il 2009 e il 2015, con la riduzione dei tassi nominali di interesse sui mutui, con l'aspettativa di un ritorno alla normalità dell'inflazione, anche delle case, e infine – quasi sorprendentemente – rivalutando agli occhi dell'investitore il reddito periodico dell'affitto, se comparato con il reddito quasi nullo delle obbligazioni senza rischio.

⁷ Si veda <https://www.oecd.org/finance/Pension-funds-pre-data-2015.pdf>.

4.8.2. Il riavvicinamento tra investitori e case, in sei tappe logiche

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di stimare e interpretare la quota di intervistati che plausibilmente acquisteranno una nuova casa, magari vendendone un'altra, nei prossimi tre anni, ossia entro il 2018. Nel corso del 2015 il mercato immobiliare si è già lievemente risvegliato, ma siamo all'inizio. Sono tornate a crescere le transazioni (449 mila, +6,5 per cento rispetto al 2014), in calo dal 2008, mentre i prezzi hanno continuato, sia pure a ritmo ridotto, la loro flessione. Questo comportamento è usuale nelle fasi di ripresa del mercato real estate, data la necessità di riassorbire lo stock di vendite mai compiute durante gli anni della crisi.

La deflazione potrebbe riavvicinare i risparmiatori alle case, come strategia opposta a quella di congelare la ricchezza nella liquidità. Per seguire l'avvicinamento degli investitori all'immobiliare, abbiamo sintetizzato le sei tappe del percorso nella figura 4.15 e, con maggiori dettagli, nella tabella 4.3. Il primo passo dell'avvicinamento è rappresentato dall'aspettativa legata all'andamento dei prezzi. Come ogni asset il cui valore sia fluttuante secondo i prezzi di mercato, il rendimento a scadenza dipende dalla tendenza dei prezzi e l'aspettativa di prezzi crescenti è alla base di una decisione di investimento, sia che essa sia compiuta con un intento speculativo o meramente difensivo del patrimonio. L'esame dei dati mette in luce che il 48 per cento del campione si aspetta un aumento dei prezzi, contro il 35 per cento che si aspetta la stabilità degli stessi.

Una volta che la tendenza dei prezzi sia considerata positiva, entra in gioco il giudizio sintetico sulle qualità dell'investimento, che trascendono il solo elemento del prezzo. Il 73 per cento del campione ritiene che, nelle attuali condizioni, l'acquisto di una casa potrebbe essere vantaggioso (l'elenco dei vantaggi e il loro ordinamento si trova nella figura 4.14). La percentuale – piuttosto alta – non si eleva oltre la media in molti gruppi del campione (tabella 4.3), evidenziando come il vantaggio di acquistare una casa sia un'opinione uniformemente diffusa e condivisa.

Per passare da un vantaggio collegato al possesso di una qualsiasi abitazione all'apprezzamento del vantaggio di una propria nuova abitazione, si considerano necessariamente i bisogni e i vincoli degli intervistati. I bisogni nascono quando la propria abitazione non risulta completamente soddisfacente. Il 59 per cento degli intervistati (figura 4.15) si dichiara completamente insoddisfatto della propria abitazione ed è quindi probabile che non abbia un trasloco in vista. Invece, l'8 per cento è insoddisfatto e ha già in programma di cambiare casa, mentre il 33 per cento è parzialmente insoddisfatto, senza sentire una vera esigenza di cambiarla.

Ponderando questa parte di soddisfatti parziali al 50 per cento, otteniamo un «indice di fabbisogno sintetico»⁸ costituito dal 24 per cento del campione che non è completamente sod-

⁸ L'indice di fabbisogno sintetico è costruito sommando due percentuali: la percentuale piena di coloro che sono insoddisfatti della loro casa ed esprimono l'intenzione di cambiarla, più la percentuale, ridotta della metà, di coloro che sono insoddisfatti della propria sistemazione ma non esprimono l'intenzione di cambiarla. Si deve ritenere, infatti, che, mutando le condizioni al contorno (reddito, risparmio, ricchezza, eccetera), parte di costoro cambierebbero i programmi, stante la condizione non soddisfacente della casa attuale.

Figura 4.15 – L'avvicinamento degli investitori alle case, in sei grafici riassuntivi
(valori percentuali; l'ultimo grafico ha per base gli investitori che cambieranno probabilmente casa entro il 2018)

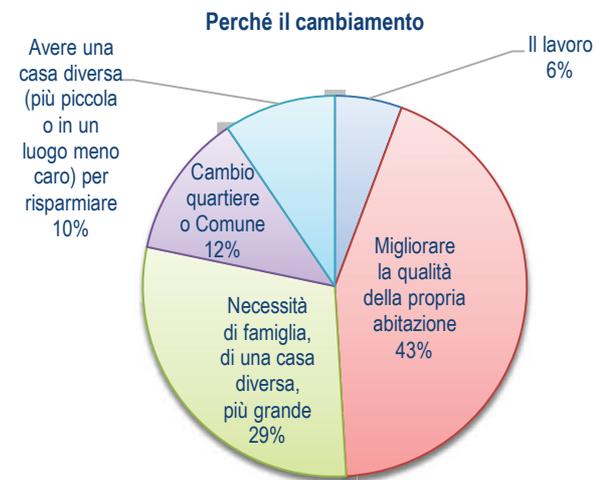
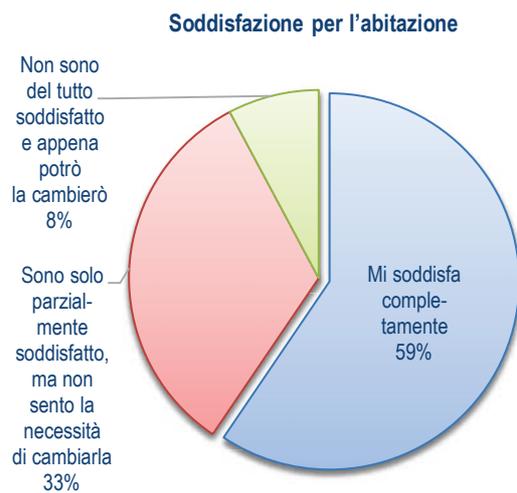


Tabella 4.3 – Il percorso che porta al 19 per cento di possibili futuri acquirenti di case entro il 2018
(valori percentuali sul totale degli investitori)

	Certi o quasi di cambiare casa	Hanno vincoli a cambiare casa	Insoddisfatti della casa attuale*	Investire in una casa è vantaggioso	Hanno risparmi > 1 anno di reddito	Propensi all'acquisto di una casa per sé, anti-deflazione	Propensi all'acquisto di case da locare, anti-deflazione	Ritengono che i prezzi delle case saliranno	Seguono le quotazioni delle case
Totale 2016	19	60	24	73	48	29	20	19	46
Uomini	18	59	23	75	45	32	23	20	51
Donne	20	62	26	71	53	24	15	18	37
29-34 anni	13	55	24	78	27	33	31	16	58
35-44 anni	16	61	24	77	55	25	17	21	48
45-55 anni	19	57	25	72	58	31	16	19	45
Nord-Ovest	18	59	27	75	49	23	22	20	54
Nord-Est	13	56	16	73	53	33	16	26	47
Centro	27	67	28	74	56	36	19	21	50
Sud-Isole	19	58	25	71	36	28	21	11	30
Piccoli centri	16	55	24	66	50	26	17	19	40
Medi centri	22	58	23	75	46	26	19	14	40
Città	16	67	26	79	49	38	25	30	62
Università	23	54	21	79	59	37	19	21	59
Media sup.	19	61	25	71	44	26	20	17	42
Media inf.	13	65	26	71	44	27	19	25	39
Elementare	25	55	21	75	33	17	25	0	33
Impr./Lib. prof.	30	54	20	75	63	38	22	23	58
Dir./Funz.	25	52	19	75	69	38	19	6	75
Ins./Imp.	17	58	23	73	47	29	23	19	45
Eserc./Artig.	19	65	25	69	54	27	17	13	52
Fino a 1.600 euro	18	70	33	71	36	23	17	15	34
1.601-2.000 euro	18	55	23	66	37	20	10	17	44
2.001-2.500 euro	16	59	21	73	44	35	20	22	43
2.501 euro e oltre	20	55	19	78	63	35	25	22	56
Risp. > 1 anno di reddito	20	57	22	76	100	32	20	23	54
Risp. < 1 anno di reddito	18	62	27	71	0	26	20	16	38
Casa proprietà	15	59	20	72	50	32	21	22	50
Casa affitto	34	62	40	79	40	18	14	9	27
Casa uso gratuito	23	65	38	62	31	15	8	23	23
Mutuo banca	19	65	23	74	46	31	22	22	57
Mutuo posta	0	67	38	50	0	75	50	50	50
No mutui	19	57	24	73	49	28	19	18	41
Rate < 5 per cento reddito	31	58	23	62	46	27	12	12	38
Rate 5-10 per cento reddito	19	73	27	77	38	38	25	27	54
Rate 11-15 per cento reddito	14	62	22	69	59	31	28	17	62
Rate 16-20 per cento reddito	13	50	25	73	47	30	20	23	60
Rate > 20 per cento reddito	17	79	15	83	39	30	26	35	74

* I soddisfatti parzialmente sono ponderati al 50 per cento.

disfatto della propria abitazione e fornisce dunque numeri positivi alla domanda potenziale di case. Tale indice è superiore tra gli intervistati donne (26 per cento), nell'Italia centrale (28 per cento), nelle città (26 per cento) e ovviamente tra coloro che abitano in affitto: il 40 per cento di questi investitori non sono completamente soddisfatti della propria casa.

Quando si vuole cambiare casa, non sempre tutto fila liscio. Gli ostacoli possono assumere diversa forma (figura 4.15, quarto grafico): il 27 per cento degli intervistati afferma di non sentire il bisogno di una nuova casa; gli altri investitori (73 per cento) non lo escludono in linea di principio, ma avvertono gli ostacoli da superare per acquisire una nuova proprietà. Nell'ordine, il maggiore è, per il 23 per cento del campione, il non possedere un risparmio sufficiente per l'anticipo; il 20 per cento teme di non ricavare una somma sufficiente dalla vendita della casa attuale, il 17 per cento teme che essa proprio non abbia un mercato di acquirenti e infine il 13 per cento si potrebbe permettere una casa nuova, ma preferisce destinare ad altre priorità i risparmi che ha accantonato. In buona parte, gli ostacoli verrebbero rimossi qualora il mercato immobiliare secondario, ossia delle abitazioni usate, tornasse liquido come prima della crisi del 2008.

La serie di domande in successione era intesa ad accompagnare nel ragionamento gli intervistati, passo dopo passo, al fine di stimare la propensione individuale a cambiare casa. Al termine di queste domande, il 19 per cento ha giudicato certo (4 per cento) o molto probabile (15 per cento) un cambiamento di casa entro il 2018. Di questo 19 per cento di famiglie che cambierà casa nei prossimi tre anni, l'8 per cento potrebbe soddisfare i suoi bisogni prendendo la nuova abitazione in affitto e l'11 per cento, invece, si orienterà verso la proprietà di un'abitazione nuova.

Cambieranno casa con maggiore frequenza della media campionaria (19 per cento, tabella 4.3) gli abitanti dell'Italia centrale (27 per cento), i laureati (23 per cento), i residenti attualmente in un medio centro urbano (22 per cento), gli imprenditori e liberi professionisti (30 per cento), i dirigenti e funzionari (25 per cento), coloro che hanno accantonato risparmi superiori a 1 anno di entrate (20 per cento) e, naturalmente, il 34 per cento di chi oggi abita in affitto.

Le ragioni funzionali per cambiare casa – al di là dell'aspetto dell'investimento, che coesiste – sono il miglioramento dell'abitazione (43 per cento), l'esigenza di una casa familiare più grande (29 per cento), il desiderio di cambiare quartiere o comune di residenza (12 per cento), le necessità del lavoro (6 per cento). Infine, il 10 per cento del campione desidera un'abitazione più piccola, per risparmiare sulle spese.

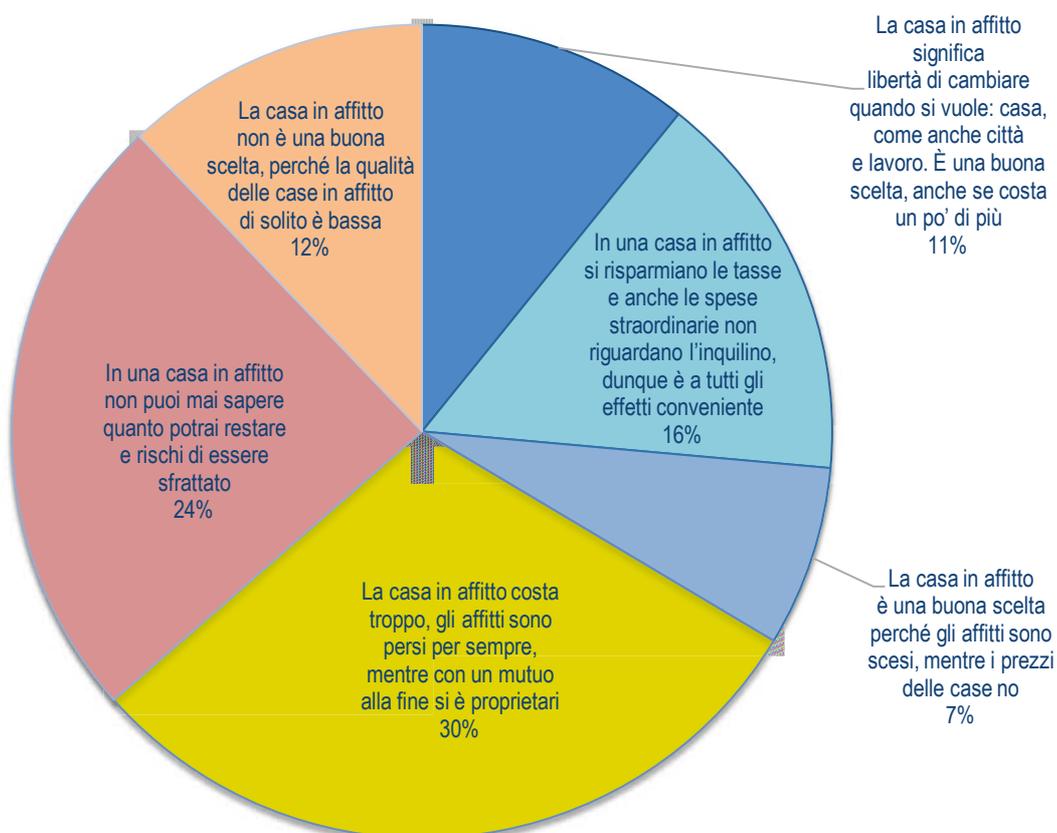
4.8.3. L'affitto cerca il riscatto dalla serie B

Il mercato immobiliare locativo residenziale è sempre stato considerato un mercato di serie B, essenzialmente destinato a chi non può accedere a un mutuo per acquistare la casa. In realtà, la quota di famiglie che abitano in affitto o che non sono proprietarie non è particolarmente modesta: è del 26 per cento nella media nazionale ed è del 20 per cento nel campione di investitori.

Per quanto la somma delle caratteristiche negative dell'affitto (lato domanda) superi le caratteristiche positive (si veda la figura 4.16), queste ultime non mancano. L'11 per cento del

campione associa l'affitto alla libertà di cambiare casa e luogo di residenza, il che è coerente con la crescente mobilità richiesta dal mercato del lavoro. A tale proprietà positiva dell'affitto si associa la virtù di non dovere pagare tasse e spese che competono a chi possiede l'immobile (16 per cento degli intervistati), insieme al giudizio che con la crisi sono scesi gli affitti e non i prezzi delle case (7 per cento). La somma dei giudizi positivi supera di poco un terzo dei giudizi complessivi (34 per cento); il rimanente 66 per cento si divide fra tre tipi di valutazioni: il costo del mutuo equivale all'affitto, che dunque non conviene (30 per cento); dalle case in affitto si può essere sfrattati (24 per cento); le case in affitto non sono di buona qualità (12 per cento).

Figura 4.16 – I giudizi condivisi dagli intervistati sull'abitare una casa in affitto



Le valutazioni rilevate per questa *Indagine* non sorprendono e sono in linea con le aspettative. Anzi, alcune di esse, quali la convenienza del mutuo, dovrebbero rafforzarsi in tempi di deflazione e di interessi nulli, poiché ne derivano interessi mitigati e, a fortiori, convenienti rispetto all'affitto.

Nonostante il pensiero comune rispetto all'affitto sia legato a un modello di mercato e di servizio tradizionale, vi sarebbero invece ragioni per una ripresa delle locazioni. Dal lato della domanda, un mercato degli affitti fluido e liquido favorisce la mobilità dell'occupazione, che tende ad aumentare strutturalmente e che cresce sempre durante le fasi di ripresa economica. Dal lato dei proprietari, abbiamo visto che il 13 per cento dei motivi a favore dell'investimento immobiliare riguarda la competitività degli affitti rispetto alle cedole delle obbligazioni. In altri termini, gli investimenti immobiliari pagano un affitto periodico e dovrebbero conser-

vare il loro valore reale, cosa che non è affatto garantita, quanto meno nell'immediato, dagli investimenti finanziari. Del resto, la domanda potenziale di cambiamento di casa nei prossimi tre anni, riguardante il 19 per cento del campione, in otto casi su dieci potrebbe orientarsi verso l'affitto (figura 4.17). A essere più attratti verso gli affitti sono gli imprenditori e liberi

Figura 4.17 – Cambiamenti di casa nei prossimi tre anni, secondo l'attitudine ad abitare in affitto
(valori percentuali)

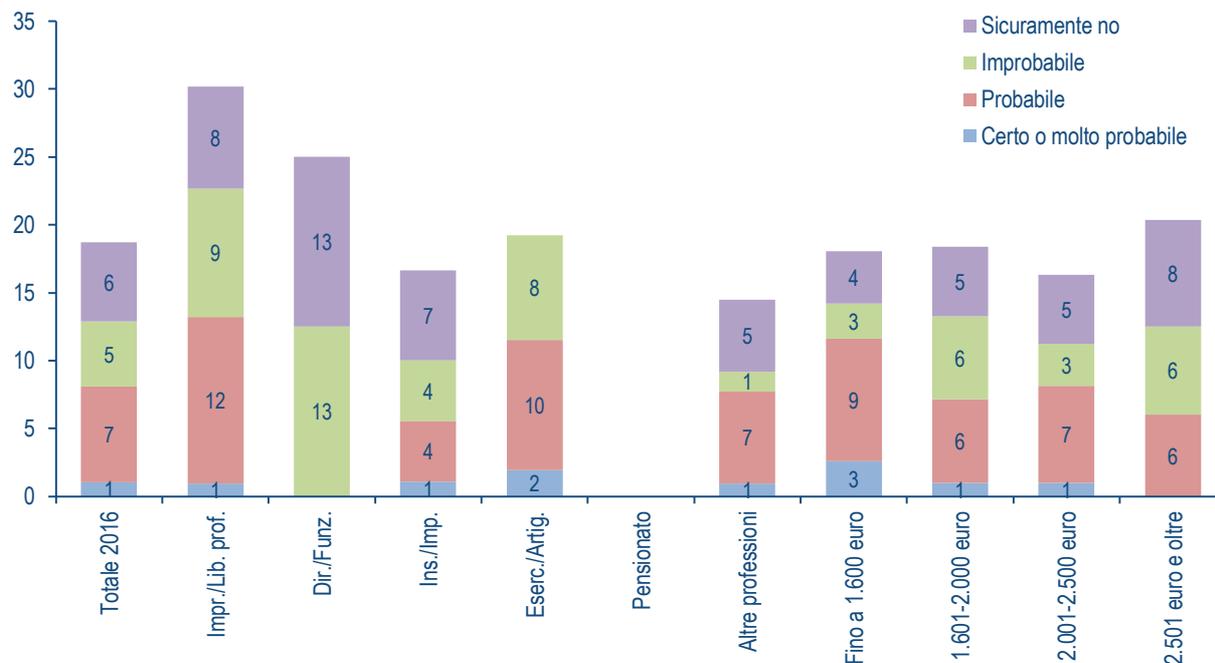
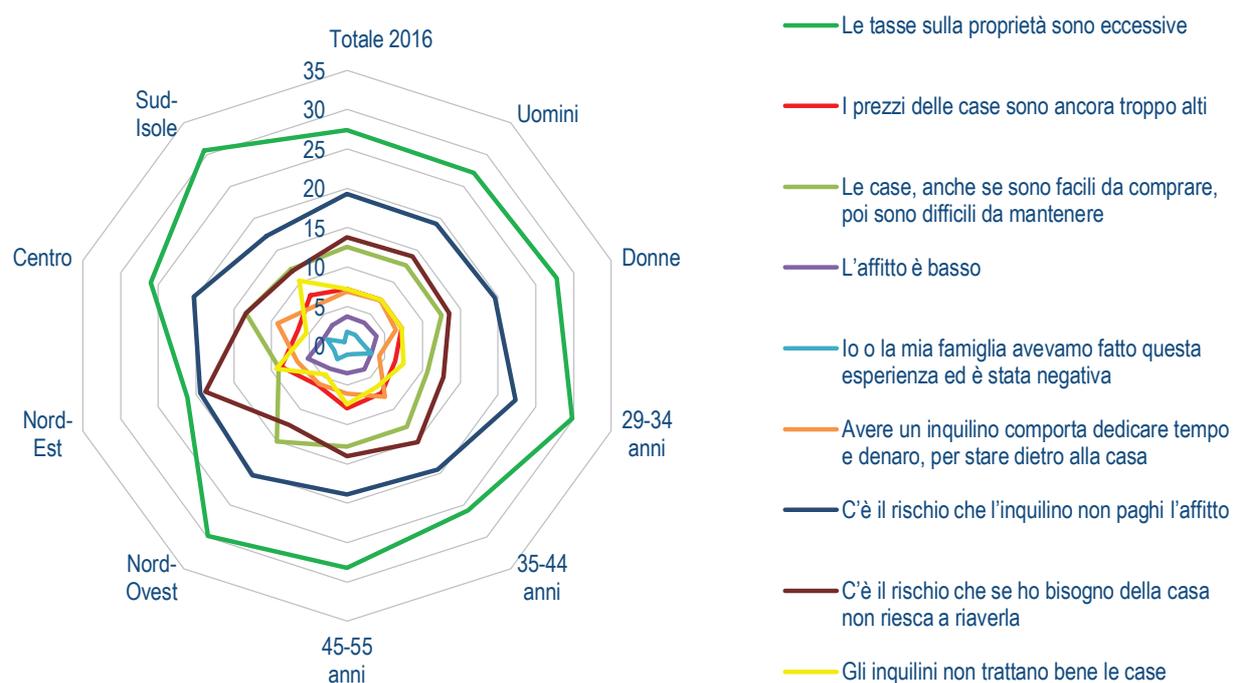


Figura 4.18 – «Acquistare per dare in affitto un immobile non è vantaggioso perché...»
(valori percentuali)



professionisti nonché gli esercenti e artigiani, ossia le categorie che normalmente investono di più nell'impresa e per le quali, probabilmente, la mobilità rappresenta uno degli elementi del vantaggio competitivo.

Gli ostacoli da superare, da parte dei proprietari, alla crescita del mercato degli affitti sono essenzialmente tre (figura 4.18): le tasse che gravano sulla proprietà (27 per cento); il rischio di morosità degli inquilini (19 per cento); la difficoltà di rientrare in possesso dell'immobile (14 per cento).

È possibile che la deflazione contribuirà a scongelare questo mercato. Essendo un mercato di servizi basati su investimenti di capitale, molto dipenderà dall'offerta, dalla sua imprenditorialità, dalla quantità e qualità. Poiché la disponibilità a diversificare investendo in case da offrire in affitto riguarda, potenzialmente, un investitore su cinque, il riscatto del mercato degli affitti dalla serie B, sia pure in un arco di tempo non breve, è verosimile, e potrebbe meritare un meccanismo di incentivazione.

4.9. La tiepida primavera della seconda casa

Il mercato delle seconde case è stato, per anni, una peculiarità italiana. Era il frutto, in un passato non troppo remoto, di una combinazione di fattori: la limitata propensione al viaggio turistico (questo fenomeno si è sviluppato in misura massiccia a partire dagli anni Ottanta); l'investimento della liquidazione da parte di coloro che avevano già una prima casa ed erano soddisfatti dell'investimento immobiliare corrispondente; l'ambizione di trovare un luogo dove trascorrere parte della vita nella terza età e, infine, quella di lasciare un bene ai propri figli. È così che larga parte degli italiani hanno avuto accesso a una seconda casa, tenuto anche conto di quanti l'hanno ricevuta in eredità.

Molte seconde case non sono necessariamente in località turistiche, e sono l'esito dello spostamento delle famiglie nelle città negli anni Cinquanta e Sessanta. Considerando il nostro campione di 567 investitori – che, ricordiamo, è relativamente ricco rispetto al complesso degli italiani perché ha risparmi accantonati oltre al semplice conto corrente – troviamo che il 18 per cento possiede una seconda casa e il 4 per cento l'ha posseduta, ma l'ha venduta (figura 4.20 oltre). La propensione è pertanto lievemente superiore a quella del possesso delle seconde case sull'intera popolazione nazionale (15,2 per cento). La propensione al possesso della seconda casa è del 16 per cento nella media europea, ma è massima nei Paesi a reddito medio-basso (tocca il 32 per cento in Grecia e il 25 per cento in Polonia) ed è minima nei Paesi ad alto reddito (5,4 per cento in Germania e 5,6 per cento in Olanda). Si tratta di differenze che si giustificano alla luce delle abitudini culturali e anche della diversa maturità dei sistemi finanziari locali.

In generale, la seconda casa produce un flusso di utilità durante l'anno piuttosto ridotto, poiché rimane non occupata per la maggior parte dei giorni del calendario. Se il flusso di utilità diretta è ridotto e la seconda casa non produce un reddito da affitto, è un bene di investimento a condizione che la variazione del suo prezzo nel tempo compensi sia il deprezzamento monetario, sia i costi di gestione e fiscali che non possano essere attribuiti a un servizio figurativo di abitazione.

Secondo Nomisma, sono 3,5 milioni le case pressoché inabitate in Italia. Le seconde case si sono comprate per calcolo, oltre che con il cuore, quando non c'erano molti altri mezzi per investire in attività che proteggessero dall'inflazione (ossia negli anni Settanta dell'inflazione a due cifre). Tuttavia, quando l'inflazione è stata domata e i tassi reali sono diventati positivi mentre gli acquisti delle seconde case sono continuati, gli investitori le hanno comprate più con il cuore che per un calcolo di convenienza economica. In molti casi, si è trattato del coronamento di un sogno, più che di un investimento vero e proprio.

Ci accingiamo perciò a leggere le risposte alle domande sulla seconda casa tenendo presente il «bias emotivo» che ha storicamente accompagnato gli italiani quando hanno comprato la loro seconda casa.

Negli ultimi dieci-quindici anni, il mercato delle seconde case in Italia si è segmentato e si è internazionalizzato. La segmentazione e l'internazionalizzazione degli acquisti ha comportato che la crisi dei prezzi immobiliari si sia abbattuta diversamente nelle località più interessate dai flussi turistici, nelle quali il mercato ha fatto registrare flessioni mitigate proprio dagli acquisti internazionali. Nel 2015 la richiesta di immobili in Italia da parte di stranieri è aumentata del 15 per cento, benché limitatamente a un taglio medio-alto (562 mila euro di valore unitario dell'immobile, in media). Se il mercato di lusso ha tenuto, non altrettanto è accaduto alla fetta maggiore: le flessioni dei prezzi a causa della crisi sono state del 30 per cento o più nelle località turistiche secondarie, dove la domanda si è spenta e gli operatori hanno dovuto fare i conti anche con l'invenduto prodotto durante la precedente espansione del mercato.

Figura 4.19 – Giudizi degli intervistati, possessori o no di una seconda casa, sull'investimento in una seconda casa

(giudizi multipli; valori percentuali sul totale dei giudizi espressi)



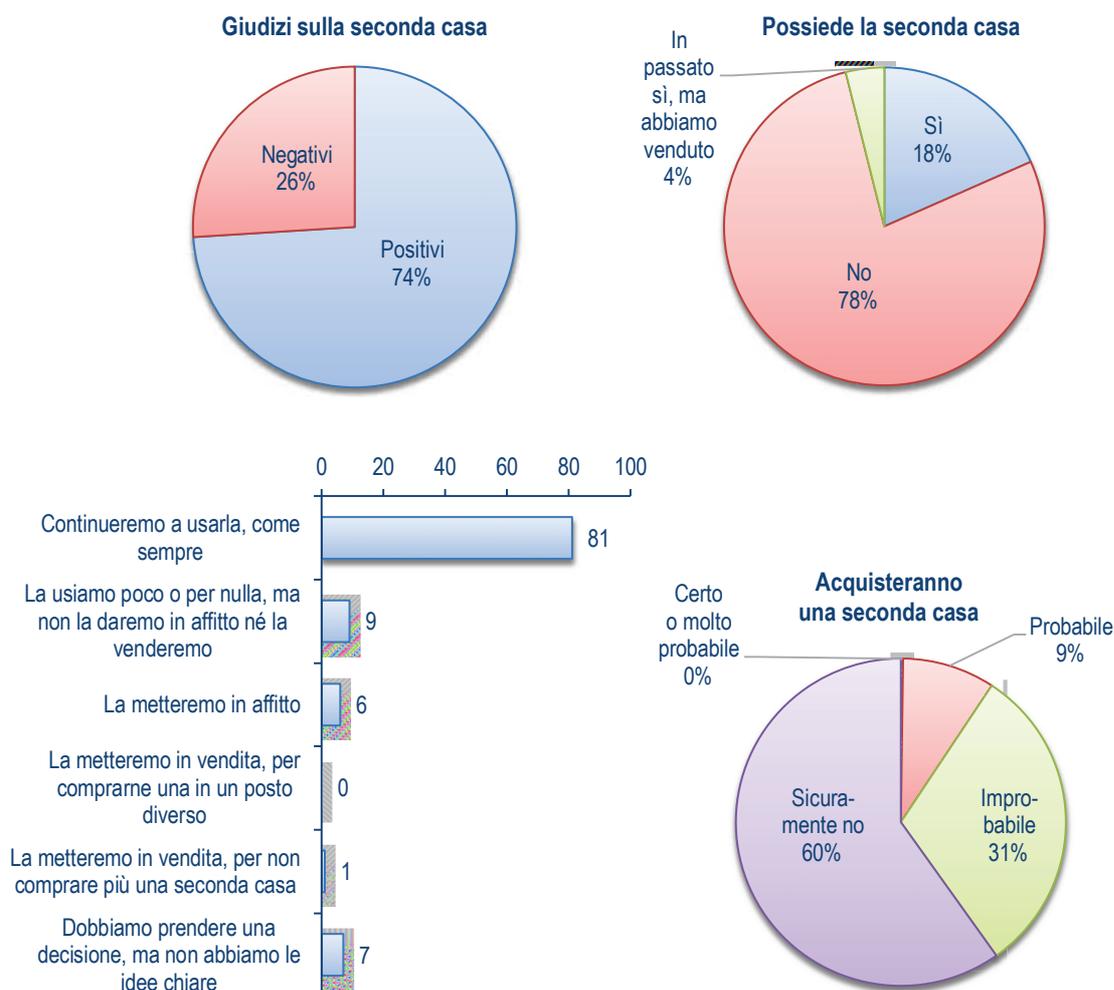
Nonostante queste dinamiche, gli investitori italiani non giudicano negativamente l'investimento in una seconda casa, che anzi promuoverebbero nel 74 per cento dei casi. I giudizi negativi sulla seconda casa sono infatti solo il 26 per cento. Tuttavia, come si vede dalla figura 4.19, solo il 22 per cento del campione considera la seconda casa come un buon investi-

mento. I giudizi positivi motivati dal calcolo finiscono qui. Per il 21 per cento la seconda casa è utile per le vacanze, oppure è utile per la pensione o i figli (16 per cento), benché sia costosa. Infine, per il 15 per cento è un modo per lasciare un'eredità tangibile ai figli. È probabile che questa motivazione celi la volontà di trasmettere non solo un bene patrimoniale, ma anche un luogo fisico di ritrovo della famiglia. I giudizi negativi hanno invece motivazioni centrate sulla convenienza economica: per il 15 per cento le seconde case non sono utilizzate abbastanza e bisognerebbe affittarle, mentre secondo l'11 per cento sarebbero da vendere per cambiare investimento.

I giudizi negativi non prevalgono sui positivi, sebbene la matrice dei giudizi negativi sia economica, mentre quella dei giudizi positivi è basata sulle destinazioni di un bene costoso da mantenere. Nondimeno, fino a che il portafoglio lo consente, la seconda casa è un bene che sta nel cuore degli italiani: fra i possessori (figura 4.20), l'81 per cento dichiara che continuerà a tenerla come sempre e il 9 per cento che la manterrà pur non usandola. L'1 per cento appena pensa che la metterà in vendita, mentre il 6 per cento conta di affittarla per trarne un reddito.

Figura 4.20 – Gli investitori e i proprietari di seconde case. Quadro di sintesi

(primi due grafici: percentuali sul totale degli investitori; terzo grafico: percentuali sui possessori di una seconda casa; quarto grafico: percentuali sui non possessori di una seconda casa)



Il 9 per cento dei non possessori (che sono l'82 per cento del campione) pensa che «probabilmente» comprerà una seconda casa nei prossimi 36 mesi, anche come investimento da realizzare in tempo di deflazione; nessuno, tuttavia, ne è veramente sicuro. In altri termini, la manifestazione di volontà di acquisto è meno concreta di quanto non fosse quella del 19 per cento di propensi a cambiare la prima casa.

La seconda casa resta dunque un sogno, più che un'ambizione, che gli italiani coltivano indipendentemente dal calcolo economico. Tuttavia, se la ripresa economica si consoliderà nel 2016 e negli anni successivi, e se i tassi di interesse si manterranno bassi, la seconda casa potrebbe rivivere una seconda primavera, per quanto plausibilmente un po' meno radiosa rispetto a quella passata.

4.10. La casa dei sogni e il fisco sotto l'albero

Non potevamo chiudere un'indagine sugli investimenti nelle case senza sondare il «futuro impossibile», ossia le forme e le varietà dei contenuti che assume la parola «casa» quando esce dalla realtà e rientra nella dimensione del desiderio e del sogno in attesa di essere realizzato e che le persone coltivano.

Il 14 per cento degli intervistati non ha la casa tra i sogni nel cassetto e il 9 per cento è fortunato ad abitare nella casa che desiderava. Tutti gli altri (77 per cento) hanno indicato all'intervistatore la casa che vorrebbero (tabella 4.4).

La casa dei sogni più votata è una casa in campagna con il giardino (29 per cento), che stacca decisamente, al secondo posto, una casa moderna, ecologica e tecnologica (13 per cento). Quest'ultima riscuote un gradimento superiore alla media fra i trentenni (16 per cento) e i dirigenti e funzionari (25 per cento). La terza posizione è guadagnata dal fascino delle case situate nei centri storici (10 per cento), particolarmente gradite ai trentenni (18 per cento) e alle donne (14 per cento). Il 7 per cento vorrebbe una casa storica e il 6 per cento una casa da ristrutturare completamente. Solo il 3 per cento desidera abitare in alto (in un grattacielo) e i più ambiziosi in questo senso sono i residenti nel Mezzogiorno (6 per cento). Anche la casa di legno raccoglie solo il 3 per cento, ma una percentuale doppia nel Nord-Est italiano.

I sogni non si realizzano mai da soli: nella realtà, occorre una buona dose di impegno, però qualche volta anche la mano pubblica può aiutare. Sotto l'albero di Natale (figura 4.21) i piccoli investitori italiani vorrebbero trovare la sostituzione dell'imposta patrimoniale sulle case con un'imposta patrimoniale generale (59 per cento), per riequilibrare la tassazione tra le diverse forme di ricchezza. Al secondo posto (14 per cento), gli investitori intervistati vorrebbero pagare sulle seconde case da dare in affitto la stessa imposta di registro che si paga sulle prime case (2 per cento in luogo del 10 per cento). In effetti, l'accesso all'investimento in una casa da offrire in affitto è particolarmente penalizzato rispetto a qualsiasi investimento finanziario, mentre la modernizzazione del settore degli affitti richiede investimenti che sono, allo stato attuale, disincentivati. Infine, il 13 per cento degli investitori vorrebbe avere un credito d'imposta da impiegare nel cambio (vendita e riacquisto) di una casa, in modo da incentivare le transazioni immobiliari.

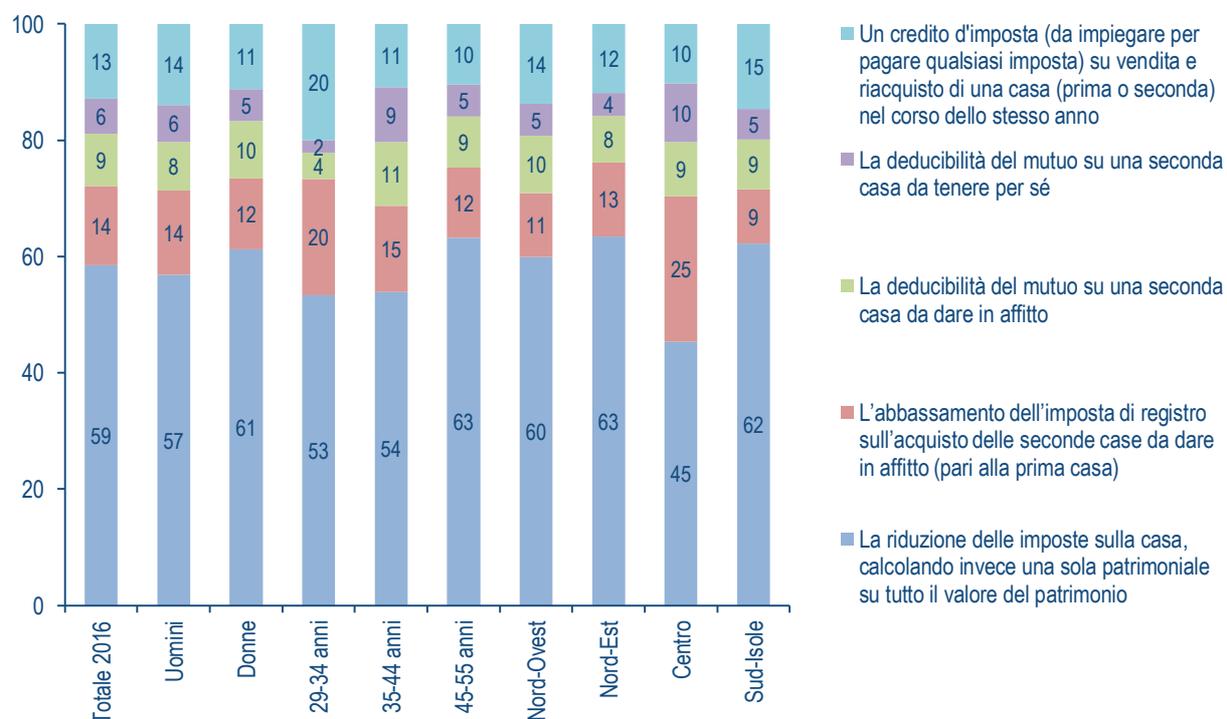
Tabella 4.4 – Risposte alla domanda: «Tutti noi abbiamo la casa dei nostri sogni, come l'auto dei nostri sogni o la vacanza dei nostri sogni. Pensi al Suo sogno nel cassetto, indipendentemente dal fatto che Lei possa realizzarlo o no nel breve termine. La casa dei Suoi sogni è...»

(valori percentuali sul totale degli investitori)

	Una casa in pieno centro città	Una casa in un grattacielo	Una casa tranquilla in campagna, con un giardino	Una casa storica e d'epoca	Moderna ed ecologica, completa di automatismi: una casa tecnologica	Una casa di design, firmata da un bravo architetto	Una casa tutta di legno	Una casa tutta da ristrutturare, così da farmela come voglio	Abito già nella casa dei miei sogni	La casa non è uno dei sogni che ho nel cassetto
Totale 2016	10	3	29	7	13	5	3	6	9	14
Uomini	8	4	28	6	13	5	5	6	10	17
Donne	14	3	31	9	13	5	1	7	8	10
29-34 anni	18	2	29	4	16	9	4	2	0	16
35-44 anni	7	4	31	7	14	1	5	5	11	15
45-55 anni	10	4	29	10	14	3	3	5	8	14
Nord-Ovest	7	3	31	7	13	8	2	10	8	10
Nord-Est	6	4	21	6	10	6	6	3	17	21
Centro	15	0	32	7	20	2	3	5	6	9
Sud-Isole	15	6	30	7	11	2	3	4	6	17
Piccoli centri	8	4	30	5	8	4	5	8	16	13
Medi centri	10	3	29	6	16	5	3	5	6	17
Città	14	3	28	11	14	5	2	7	7	10
Università	9	5	19	11	16	6	4	5	11	15
Media sup.	11	2	32	6	13	4	4	5	8	14
Media inf.	10	4	34	2	11	4	1	10	8	16
Elementare	17	0	25	17	8	8	0	0	17	8
Impr./Lib. prof.	13	1	23	10	18	4	2	3	10	16
Dir./Funz.	6	6	25	6	25	13	0	0	6	13
Ins./Imp.	11	4	24	9	13	6	4	5	11	13
Eserc./Artig.	6	2	23	6	10	2	6	12	10	25
Altre professioni	9	4	38	4	11	4	3	7	8	12
Fino a 1.600 euro	13	6	34	6	12	3	2	6	3	16
1.601-2.000 euro	10	3	29	6	9	3	5	7	11	16
2.001-2.500 euro	5	3	24	4	16	4	4	7	12	19
2.501 euro e oltre	11	2	28	9	15	6	3	5	11	10
Risp. > 1 anno di reddito	10	2	25	7	16	5	4	6	11	14
Risp. < 1 anno di reddito	10	4	33	6	11	4	2	6	8	15
Casa proprietà	10	2	29	7	13	4	4	6	11	14
Casa affitto	10	8	30	9	14	8	1	4	0	16
Casa uso gratuito	8	0	23	0	15	8	0	23	0	23
Mutuo banca	10	4	35	4	14	3	2	6	12	9
Mutuo posta	25	0	0	25	25	0	0	0	0	25
No mutui	10	3	27	8	13	5	4	6	8	16
Rate < 5 per cento reddito	12	12	27	8	8	0	4	4	15	12
Rate 5-10 per cento reddito	15	2	35	8	12	4	2	10	6	8
Rate 11-15 per cento reddito	14	0	28	3	31	0	0	3	7	14
Rate 16-20 per cento reddito	7	3	33	0	13	7	0	10	23	3
Rate > 20 per cento reddito	0	4	48	4	9	4	4	0	13	13

Figura 4.21 – Risposte alla domanda: «Pensi alla Sua lettera a Babbo Natale per le feste del 2016. Che cosa vorrebbe ricevere sotto l'albero?»

(una risposta ammessa; valori percentuali sul totale degli intervistati)



Le risposte dei 567 piccoli investitori al questionario dell'indagine monografica fanno definitivamente intravedere l'impronta di una nuova primavera della casa come bene di investimento. La casa è stata centrale come incentivo a risparmiare e come pivot dei portafogli delle famiglie nella seconda metà del secolo scorso. La crisi e altri fattori l'avevano messa da parte negli ultimi decenni. Tuttavia, la discesa dei prezzi, le condizioni favorevoli dei mercati dei prestiti ipotecari e i tassi poco remunerativi degli impieghi alternativi di lungo termine hanno ricreato condizioni di investibilità nelle case che gli intervistati hanno dichiarato di voler cogliere nei prossimi anni, prima che i rendimenti e il costo del capitale a prestito tornino a salire.

Conclusioni • Uscendo dalla crisi, gli investitori ripensano alle case

1. La lunga crisi si è consumata

Quando la crisi iniziò, sette anni fa, si poteva pensare che sarebbe stata come una delle altre recessioni. L'Italia era arrivata alla crisi immersa in una condizione di avvolgente sicurezza. Il tasso di disoccupazione era, in fondo, di appena il 5,8 per cento, e scendeva sotto il 2 per cento nelle zone più industrializzate. La crisi nasceva dall'altra parte dell'Oceano Atlantico e, terminata la fase acuta, alcuni pensavano che si sarebbe risolta se i consumatori avessero ripreso le normali consuetudini. Gli eventi non assecondarono queste speranze perché iniziò, per l'Italia e per tutti i Paesi europei, un periodo di aggiustamento. Negli anni precedenti la crisi, il Paese aveva allentato la disciplina fiscale e la domanda correva fuori dai suoi limiti fisiologici. Nel mercato immobiliare si era determinata una crescita sproporzionata sia dei prezzi sia delle costruzioni rispetto alle condizioni della domanda. Anche gli investimenti in capitale fisso erano cresciuti eccessivamente e con essi i crediti bancari.

Affrontare la crisi è stato più complesso e ha richiesto più tempo del previsto. L'austerità fiscale necessaria a mettere in sicurezza i conti pubblici venne quasi subito amplificata da una parallela, ma coerente nuova sobrietà dei consumi delle famiglie, che tuttavia ha indebolito per anni la domanda interna. I mercati finanziari, a metà della crisi, riprezzarono il rischio degli strumenti finanziari dei Paesi periferici dell'euro. L'incubo dello spread dilagò e impedì per quasi due anni che l'Italia godesse del riflesso positivo della politica monetaria europea, che già da tempo aveva ridotto i tassi di interesse. Con il controllo dello spread grazie all'avanzo primario del bilancio pubblico e ad alcune riforme monetarie europee (come il fondo salva-Stati e l'Unione bancaria), si raggiunsero infine condizioni favorevoli alla ripresa. Questa si avviò partendo dalle esportazioni (capitolo 1, figura 1.2). La ripresa trainata dalle esportazioni è un buon indice della competitività del sistema produttivo, ma si diffonde lentamente nel resto del sistema economico. Gli effetti di mitigazione della crisi sui bilanci delle famiglie, sul reddito e sul risparmio sono stati appena avvertiti nell'*Indagine* del 2015 e si sono consolidati nell'*Indagine* del 2016.

2. Una ripresa lenta, fondata su uno stile più sobrio

È infatti una ripresa leggera quella visibile dalle risposte degli intervistati sui bilanci di famiglia. Che la crisi sia alle spalle è certo, ma la perdita di reddito disponibile non è stata recuperata e le spese della famiglia continuano a essere orientate da una sobrietà che è diventata un nuovo stile di vita. Se i bilanci vanno solo lievemente meglio e se la quota delle famiglie che dichiarano un reddito insufficiente si stabilizza intorno al 17 per cento del campione, senza ridursi nel 2016, è sulle aspettative che si registra il vero miglioramento del 2016: fino al 2015, il 50 per cento degli intervistati giudicava probabile un peggioramento imminente delle proprie condizioni economiche; nel 2016 le proporzioni sono opposte, perché il 60 per cento giudica invece imminente un miglioramento. Non solo: sempre nel 2016 una quota tra il 20 e il 22 per cento del campione pensa non solo di mantenere, ma di aumentare le spese per i figli e di espandere quelle per la salute e per l'acquisto dei beni durevoli rinviato negli

anni passati. Queste indicazioni non cambiano la struttura generale dei consumi, ossia l'orientamento a spendere di meno per le necessità quotidiane e per le vacanze. La crisi è durata sette anni e la cautela nei consumi è comprensibile e destinata a persistere.

L'evoluzione demografica che si è compiuta negli anni della crisi è anch'essa favorevole a una lettura strutturale della sobrietà dei consumi. Quando la crisi iniziò, la numerosa generazione dei baby boomer era tutta in attività e al culmine di carriere che avevano visto il loro reddito crescere costantemente. Dopo sette anni, la stessa generazione ha cominciato a lasciare l'occupazione, qualche volta con pensioni inferiori alle aspettative; in qualche caso ha perduto l'occupazione senza trovarne un'altra equivalente. Le generazioni di rincalzo, ossia le coorti che avrebbero dovuto entrare nel mondo del lavoro, hanno avuto meno occasioni e, in generale, hanno ricevuto offerte economiche meno vantaggiose. Non c'è da stupirsi, in queste condizioni, che nel 2016 sia la quota di risparmiatori (40 per cento), sia la quota di reddito risparmiata (9,6 per cento) siano rimaste più o meno sui livelli ai quali giacciono dal 2012. Il fenomeno di smottamento economico e sociale della classe media, ossia della parte centrale della distribuzione del reddito, del risparmio e della ricchezza, che mettemmo in luce nell'*Indagine 2015*, è, in altri termini, un fenomeno strutturale che influenza la parte centrale di tutte le distribuzioni, e quindi anche la resistenza alla risalita sia della quota di risparmiatori, sia del reddito destinato al risparmio.

3. La difesa del capitale è sempre la priorità

Il miglioramento del clima generale nel quale si fanno gli investimenti porta i risparmiatori a ridurre l'attenzione prestata ai temi economici. Quando c'è una crisi, l'economia viene portata alla ribalta dai mezzi di comunicazione e i risparmiatori che hanno investimenti già realizzati o imminenti accrescono il proprio interesse per l'evoluzione delle condizioni economiche e dei mercati finanziari. È quindi un segnale indiretto di un alleviarsi della crisi che l'attenzione all'informazione economica sia in calo, visto che la quota di intervistati non interessati ai temi economici (53,5 per cento) sorpassa nuovamente, proprio nel 2016, quella degli interessati (46,5 per cento). Questo non comporta necessariamente l'assunzione di maggiori rischi legati agli investimenti. Al contrario, a determinare l'appetito di rischio non è tanto il contesto generale, quanto quello particolare nel quale si fanno le scelte di investimento. Siccome il reddito non è ancora tornato al livello precedente e poiché la generalizzata riduzione dei rendimenti, frutto delle decisioni della Banca Centrale Europea, rende più difficili le scelte di impiego, i risparmiatori continuano a mettere al primo posto, tra le caratteristiche desiderate per i propri investimenti, la «sicurezza» di non perdere il capitale (58,3 per cento nel 2016, 52 per cento nel 2015 e appena il 23,8 per cento nel 2011). Solo a seguire vengono il rendimento (15 per cento), la liquidità (14 per cento), l'apprezzamento del capitale nel lungo termine (7 per cento).

Cruciale, per i risparmiatori, è dunque difendere quanto con sacrificio proprio o della famiglia è stato messo da parte, in considerazione – in primo luogo – delle incertezze che un anno di ripresa non ha ancora fugato e che sono ancora ampie, vuoi sul futuro dei figli (per i quali oggi principalmente si risparmia) vuoi sul futuro previdenziale proprio: il saldo sulla sufficienza del reddito al momento della pensione scende dal 13 al 6 per cento del campione, lasciando trasparire una crescente quota (passata dal 20 al 24 per cento) di intervistati preoc-

cupati delle condizioni economiche nella terza età. In secondo luogo, difendere i risparmi accumulati è una strategia razionale, nella misura in cui sia l'espansione del reddito, sia soprattutto quella del nuovo risparmio, avanzano solo lentamente.

4. Il risparmio gestito si fa più spazio, con meno investimenti diretti nelle azioni e nelle obbligazioni

Il tradizionale investimento con il quale gli italiani hanno difeso i risparmi, traendo peraltro buoni rendimenti, è il *titolo obbligazionario*, con i titoli di Stato in cima alle preferenze. I titoli di Stato sono «amici» dei piccoli investitori fin da quando, con i BOT, difesero i risparmi dall'inflazione. Con i CCT i risparmiatori impararono a investire a lungo termine, perdendo la paura dell'impatto dell'inflazione inattesa. I BTP sono stati invece l'approdo per i risparmiatori più evoluti, che fin da prima dell'euro volevano avvantaggiarsi del calo dei tassi che all'euro sarebbe conseguito; nella sostanza, le cose sono andate secondo queste aspettative. Anche nel 2015 i titoli di Stato a lungo termine hanno offerto ai risparmiatori un rendimento totale lordo soddisfacente: circa il 5 per cento in termini nominali. Tuttavia, da metà del 2015 le condizioni sono cambiate: con l'obiettivo di sconfiggere la deflazione, la BCE acquista 80 miliardi al mese di obbligazioni con operazioni di mercato; ne deriva che questi titoli aumentano di prezzo, mentre scende il rendimento. Tale manovra è favorevole ai possessori di obbligazioni comprate in precedenza, ma riduce a circa l'1 per cento o meno ancora il rendimento dei rinnovi o dei nuovi acquisti di obbligazioni sicure. È comprensibile, pertanto, la disaffezione registrata per questi titoli, che erano detenuti dal 21,7 per cento del campione nel 2012 e sono scesi al 14 per cento nella rilevazione dei primi mesi del 2016.

A fronte della riduzione dei possessori di obbligazioni, l'*Indagine* del 2016 segnala un aumento delle preferenze per gli strumenti del *risparmio gestito*: si tratta dei fondi comuni di diritto italiano o estero, SICAV, ETF, prodotti assicurativi collegati ai fondi, gestioni patrimoniali in fondi e gestioni patrimoniali monetarie. Nel corso del 2015 i patrimoni complessivamente gestiti passano da 1,59 miliardi di euro a 1,83 miliardi. Il 24 per cento degli intervistati dichiara di seguire questa opzione per «poter affidare i propri risparmi a esperti e non pensarci più, semplificandosi la vita»; per il 21,9 per cento degli investitori, con il risparmio gestito si possono avere rendimenti migliori rispetto al «fai da te».

L'incrocio tra la priorità della sicurezza e l'estrema volatilità dei mercati azionari, che in ultima analisi non crescono più e sono privi di una direzione dalla fine del 2014, ha accentuato la disaffezione verso il *mercato azionario* da parte del campione di intervistati. Solo il 5,3 per cento dichiara di aver comprato e/o venduto azioni negli ultimi cinque anni, una quota che è in declino costante dal 2003, quando era del 31,9 per cento.

5. Un extra sondaggio di 567 piccoli investitori sugli impieghi del denaro quando la deflazione azzerò i tassi

Le condizioni di tassi di interesse nulli o quasi sono prevalenti sui mercati finanziari dal primo trimestre del 2015, ossia dall'annuncio del programma di *quantitative easing* della BCE, volto

a riportare l'inflazione dell'eurozona verso il target del 2 per cento. Tali condizioni appaiono singolari per i piccoli risparmiatori, per numerose ragioni. Innanzitutto, è la prima volta che ciò si verifica dal 1959: non c'è quindi più memoria né esperienza di questo tipo di mercato. In secondo luogo, la guidance della BCE è stata chiara nell'annunciare che lo schiacciamento dei rendimenti proseguirà fino a che non sarà stato efficace il programma di contrasto della deflazione: potrebbe quindi essere anche di durata apprezzabile rispetto all'orizzonte di investimento dei risparmiatori italiani, che si colloca normalmente fra i tre e i cinque anni. In terzo luogo, i tassi a zero e i tassi minimi riguardano sia i rendimenti degli attivi finanziari (obbligazioni e depositi), sia il costo del capitale dei passivi finanziari (interessi su mutui e prestiti in generale).

Spinti da queste considerazioni, nel 2016 abbiamo svolto un supplemento di indagine e di campionamento su 567 risparmiatori che fossero anche investitori, ossia detenessero qualche forma di investimento. Attraverso la Doxa, abbiamo sottoposto loro un articolato questionario aggiuntivo volto a sondarne i comportamenti di investimento nella persistenza del clima di deflazione e di interessi nulli o minimali, con particolare riguardo alla propensione al passaggio dagli investimenti finanziari a quelli reali, come le case.

6. Le case e i depositi liquidi polarizzano i comportamenti

Il campione ha fornito indicazioni interessanti e piuttosto nette. Posti di fronte al caso degli interessi a zero (o quasi) per più anni, gli intervistati hanno risposto con intenzioni di comportamento polarizzate, in quanto concentrate essenzialmente su due scelte: la scelta della liquidità (che riguarderebbe il 32 per cento degli investitori) e la scelta dell'investimento immobiliare (il 29 per cento considererebbe l'acquisto di una casa per sé e il 20 per cento di una casa da dare in affitto).

I primi sarebbero mossi dall'intenzione di non perdere né guadagnare denaro con investimenti più rischiosi e dall'aspettativa che i tassi a zero prima o poi finiranno, e quello sarebbe il momento giusto per riprendere a investire. I secondi, invece, manifesterebbero la propria preferenza per un potenziale acquisto immobiliare, mossi però non solo da variabili economiche, ma anche da bisogni rimasti irrisolti o semplicemente dall'ambizione, sempre viva negli italiani, di una casa migliore di quella che si possiede. A differenziare i due gruppi di investitori, ai poli opposti delle possibili scelte (totale liquidità e totale illiquidità), sono prevalentemente l'aspetto del reddito e il possesso di risparmi accantonati superiori a un anno intero di redditi netti.

7. Le scelte più rischiose e alternative sono marginali

Solo una parte ridotta del campione, l'8 per cento, reagirebbe ai tassi a zero aumentando l'esposizione rischiosa, ossia comprando *azioni, cambi e derivati*. Si tratta di un atteggiamento coerente con la teoria economica: infatti, il cambiamento delle combinazioni di rischio e rendimento possibili sul mercato e, in particolare, l'abbassamento dei rendimenti su tutto lo spettro dei rischi non cambia certo la disponibilità a perdere parte del denaro investito, poi-

ché questa variabile non dipende dal mercato, bensì dal reddito, dal patrimonio e dalla psicologia del singolo investitore. Cambiare «habitat» di rischio solo perché cambiano le condizioni di mercato potrebbe facilmente rivelarsi una mossa scorretta, *ex post*.

Infine, il 12 per cento acquisterebbe *oro e preziosi* e il 4 per cento comprerebbe *opere d'arte*. La ricerca di rendimenti alternativi in queste classi di investimento è minimale e mossa da contesti economici e comportamentali diversi. Chi si rivolge all'oro evidenzia un fondo, anche se non bene espresso, di paura e sfiducia generale nei mercati finanziari («dopo gli interessi a zero, chissà cosa potrà accadere?»). Tra l'altro, questo mood tende a riaffiorare in tutte le classi di risparmiatori, perché numerosi indizi rivelano che mentre le persone percepiscono il calo dei prezzi (a eccezione dei servizi sanitari e di poche altre cose, come le bollette domestiche), è altresì diffusa la sensazione che i prezzi, quando salgono, lo facciano più delle statistiche ufficiali. Chi si rivolge all'arte (4 per cento) ha in genere un patrimonio complesso e ben diversificato e coglie l'occasione dei rendimenti a zero per acquistare un'opera d'arte essenzialmente perché il costo opportunità si è momentaneamente ridotto. Gli esperti, inoltre, evidenziano come, su archi di tempo lunghi, le opere d'arte possano restituire performance comparabili con quelle dei mercati azionari e superiori a quelle dei mercati obbligazionari.

8. La primavera della casa, basata sul calcolo ma anche su bisogni e ambizioni

Tornando alla propensione all'acquisto di immobili, chi vi si vorrebbe avvicinare e non ha ancora deciso ha un profilo piuttosto chiaro. In generale, ha da parte investimenti liquidi o liquidabili pari a più di un anno del suo reddito (48 per cento). Ha realizzato, inoltre, che il mercato dei beni d'uso quotidiano è deflattivo, concorrendo a schiacciare i rendimenti di lungo termine del risparmio investito in forme finanziarie. Ciò confligge con l'aspirazione a ottenere dai propri investimenti, in media, il 2,6 per cento nei prossimi cinque anni. Il confronto con i più bassi rendimenti del mercato muove questo tipo di investitore alla ricerca di alternative.

Chi compra una casa non cerca però rischi eccessivi e ha un profilo diverso rispetto a chi comprerebbe più azioni. Certo, è consapevole del rischio di liquidità che corre, e anche del rischio di mercato, avendo visto i prezzi immobiliari scendere di circa un terzo dal picco dell'ultimo ciclo espansivo. Perché dunque considera l'investimento immobiliare? Intanto perché ha l'ambizione di una casa migliore (43 per cento) o il bisogno effettivo di un'abitazione più grande (29 per cento).

Sul rischio economico dell'investimento immobiliare deve far riflettere anche il fatto che ben il 46 per cento degli intervistati dichiara di conoscere il mercato e di informarsi regolarmente sui suoi prezzi: quello immobiliare è il più seguito tra tutti i mercati dei beni di investimento. Al secondo posto, ben distanziato, troviamo il mercato obbligazionario (lo segue il 33 per cento del campione), poi la Borsa (24 per cento) e il mercato dell'oro (19 per cento). Chi ambisce a una casa è quindi, in primo luogo, una persona informata sui prezzi, la quale ha visto la discesa delle quotazioni al metro quadrato dal loro picco e pensa che i prezzi delle case saliranno nel prossimo futuro, benché non immediatamente (19 per cento). Ha soppesato inoltre il vantaggio che potrebbe ricavare sottoscrivendo un mutuo in questo momento (14 per cento delle motivazioni di convenienza). Gli acquirenti potenziali nei prossimi tre anni (che, in base agli esiti del nostro sondaggio, possiamo stimare compresi tra l'11 e il 19 per cento del cam-

pione) userebbero prevalentemente la nuova casa per sé, considerandola come un bene da godere e magari da tramandare ai figli. A trattenerli, per il momento, è la debolezza del mercato secondario, ossia il timore o di non riuscire a liquidare l'attuale propria casa o di ricavarne un prezzo insufficiente per fare il salto di qualità. In altri termini, oggi il mercato funziona ancora come un freno a se stesso. Man mano che esso sarà più liquido e si accorceranno i tempi di vendita delle case usate, la domanda potenziale di nuove case si trasformerà in domanda effettiva.

La ripresa in corso del mercato delle abitazioni è reale, ma si sviluppa a ritmo ridotto. Pure per le seconde case il clima starebbe cambiando. Le intenzioni di acquisto nei prossimi tre anni riguardano il 9 per cento degli investitori, consapevoli che la seconda casa non è però quasi mai un buon investimento. Prova ne sia che il 74 per cento degli intervistati ha un'opinione positiva del possesso della seconda casa, ma solo il 22 per cento, ossia meno di uno su tre, considera la seconda casa vantaggiosa in termini economici.

9. Investire in case da dare in affitto non conviene ancora

Le case, che la deflazione fa tornare al centro dell'ambizione di una quota significativa di piccoli investitori, sono non solo le case da abitare, ma anche quelle da dare in affitto. Con la discesa a zero degli interessi, il reddito degli affitti torna competitivo. La quota di investitori propensi a comprare una casa da locare (20 per cento) è inferiore a quella degli investitori propensi a comprare una casa da abitare (29 per cento), ma rappresenta pur sempre un quinto del campione, ossia una quota maggiore di quella degli attuali possessori delle obbligazioni.

Gli ostacoli alla messa in pratica di quest'ultima idea non mancano e riguardano quasi sempre la selezione degli inquilini, che è ovviamente un'incognita. Secondariamente, vi è la questione fiscale. Le case da locare sono per definizione «seconde case» e ne seguono in larga parte i destini fiscali, dall'imposta di registro piena all'IMU, alla non deducibilità delle spese di ristrutturazione. Mentre dunque è realistico attendersi che, nella ripresa caratterizzata dai «tassi a zero», il mercato delle prime abitazioni in acquisto accelererà progressivamente nei prossimi anni, quello delle case da investimento rischia di restare indietro – nonostante le buone intenzioni degli intervistati – in quanto il rendimento lordo atteso dalle operazioni su di un arco di ammortamento pari a un orizzonte di dieci o quindici anni non riesce ad ammortizzare il carico fiscale assicurando all'investitore il rendimento netto atteso di 2,6 punti percentuali.

10. Le fotografie di famiglia

Aperto il cassetto con le foto di famiglia è facile trovare immagini di occasioni simili, che si ripetono, con volti che a distanza di decenni si assomigliano. Cambiano i colori, i luoghi, i contorni, ma non l'atmosfera di certe fotografie. Di solito, si trae una sensazione di rassicurazione. Una cosa analoga accade nella lettura da vicino dei dati di questa *Indagine* del 2016. Dopo anni di preferenza per la finanza, tutto sommato premiati se si considera che negli

ultimi tre anni e mezzo un portafoglio benchmark (capitolo 1, figura 1.10) sarebbe cresciuto del 19 per cento, i tassi a zero non stimolano né gli investimenti rischiosi né quelli alternativi, al di fuori delle fisiologiche percentuali di questi mercati. I tassi a zero fanno rifiorire il desiderio del «mattoncino», nelle condizioni opposte rispetto a quelle che ne determinarono il boom. Il boom degli anni Sessanta e Settanta si ebbe insieme alla crescita demografica e fu cavalcato per difendere i risparmi dall'inflazione. La nuova primavera delle case non si basa sulla necessità di costruire per una popolazione che cresce, quanto piuttosto di costruire o di restaurare per una popolazione che vuole migliorare come e dove abita, mettendo al sicuro i risparmi accumulati, approfittando del fatto che gli investimenti liquidi rendono poco e che, probabilmente, ciò durerà per molto tempo ancora. Non è un arretramento, né un avanzamento. È l'atmosfera della casa che riemerge dal cassetto delle fotografie di famiglia.

Appendice statistica*

** Questa Appendice statistica contiene le risposte – per anni recenti, sesso, età e zona geografica – ad alcune domande selezionate del questionario 2016. I dati riferiti al 2014 sono ponderati sul campione 2015.*

È stata curata da Luana Boccadifuoco.

Lei ha, in questo momento, un **conto corrente in banca o alla Posta** (o cassa di risparmio o banca di credito cooperativo)?
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Si, soltanto in banca	78,4	80,9	83,8	79,1	77,3	69,6	70,4	85,4	85,2	85,6	68,2	87,0	83,6	68,4	72,9
Si, sia in banca sia alla Posta	4,9	3,0	2,7	5,2	4,4	8,7	3,7	6,0	2,9	4,0	6,4	2,3	7,7	5,8	5,2
Si, soltanto alla Posta	16,6	16,2	13,5	15,7	18,3	21,7	25,9	8,5	11,9	10,3	25,3	10,7	8,7	25,7	22,0
No, né banca né Posta	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Lei ha, in questo momento, un **reddito sufficiente o insufficiente** (tenendo conto anche di eventuali pensioni, di risparmi e di altre fonti di reddito della famiglia: affitti, aiuti da famigliari e parenti, eccetera)?
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Più che sufficiente	7,1	8,7	7,7	6,9	7,5	–	2,8	9,5	7,1	6,9	7,8	11,4	8,7	3,4	4,1
Sufficiente	40,1	41,3	48,0	42,5	35,7	30,4	37,0	36,2	44,3	44,3	38,9	39,7	44,9	35,4	40,2
Appena sufficiente	35,2	34,1	33,9	34,3	36,8	43,5	31,5	38,2	30,5	32,8	38,9	33,2	35,3	42,2	32,3
Insufficiente	12,7	11,6	8,7	11,2	15,2	17,4	16,7	12,1	12,4	12,6	11,5	9,8	9,2	14,6	16,8
Del tutto insufficiente	4,5	4,0	1,7	4,6	4,2	8,7	11,1	3,5	5,7	2,3	2,7	5,5	1,9	3,4	5,8
Non so, non posso prevedere	0,5	0,3	–	0,5	0,6	–	0,9	0,5	–	1,1	0,3	0,3	–	1,0	0,7

E Lei pensa che **quando avrà 65-70 anni** (non lavorerà più, per gli intervistati occupati) **avrà un reddito...?**
(percentuali degli intervistati con meno di 65 anni)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Più che sufficiente	3,1	4,8	5,4	2,3	4,4	–	1,9	3,5	4,3	1,9	–	5,1	3,0	3,1	1,1
Sufficiente	28,0	28,3	33,5	27,9	28,0	26,1	20,4	26,6	31,0	32,7	–	31,8	32,6	30,8	18,5
Appena sufficiente	26,1	33,6	29,6	27,4	24,0	21,7	17,6	32,2	23,8	28,8	–	23,2	31,1	26,9	25,0
Insufficiente	16,8	15,0	12,0	17,0	16,4	13,0	24,1	13,6	16,2	17,3	–	14,6	12,1	11,5	26,1
Del tutto insufficiente	7,6	5,0	4,9	7,6	7,6	4,3	8,3	5,0	9,0	9,6	–	7,1	3,8	7,7	10,9
Non so, non posso prevedere	18,5	13,3	14,6	17,8	19,6	34,8	27,8	19,1	15,7	9,6	–	18,2	17,4	20,0	18,5

Quando si investono dei risparmi (cioè quando si comprano, ad esempio, obbligazioni, azioni e fondi), si ottiene un rendimento che dipende sia dalle cedole o dividendi che dalla variazione del prezzo di mercato dell'attività finanziaria. Secondo Lei, **quando si investono dei risparmi, a cosa si deve soprattutto prestare attenzione? Qual è la cosa più importante, che Lei metterebbe al primo posto?** E quale metterebbe al secondo posto? (primo posto; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Il rendimento che si ottiene nel breve periodo (meno di 1 anno)	14,9	17,5	20,1	16,2	12,7	34,8	19,4	14,1	13,8	16,7	12,2	17,6	9,7	18,4	13,4
La sicurezza di non perdere una parte rilevante del capitale (per esempio: nel caso di una crisi finanziaria)	58,3	52,0	57,0	56,2	62,0	47,8	55,6	59,3	58,1	56,9	60,1	54,1	66,7	60,2	55,3
La liquidità (possibilità di disinvestire in poco tempo, a costi ridotti e senza perdite del capitale)	13,6	13,0	12,8	14,8	11,6	–	13,9	14,6	14,8	12,6	13,9	14,7	15,0	7,3	16,2
Il rendimento che si ottiene nel lungo periodo (5 anni e oltre)	7,0	10,6	7,5	7,7	5,8	17,4	4,6	7,0	7,6	6,9	6,8	8,1	4,3	8,7	6,5
Non indica	6,1	6,9	2,6	5,2	7,8	–	6,5	5,0	5,7	6,9	7,1	5,5	4,3	5,3	8,6

Quando si investono dei risparmi (cioè quando si comprano, ad esempio, obbligazioni, azioni e fondi), si ottiene un rendimento che dipende sia dalle cedole o dividendi che dalla variazione del prezzo di mercato dell'attività finanziaria. Secondo Lei, **quando si investono dei risparmi, a cosa si deve soprattutto prestare attenzione? Qual è la cosa più importante, che Lei metterebbe al primo posto? E quale metterebbe al secondo posto?** (secondo posto; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Il rendimento che si ottiene nel breve periodo (meno di 1 anno)	24,4	23,5	24,0	24,0	25,2	21,7	22,2	28,6	21,9	24,7	24,0	21,2	24,2	26,2	26,8
La sicurezza di non perdere una parte rilevante del capitale (per esempio: nel caso di una crisi finanziaria)	23,4	23,9	24,4	25,1	20,5	17,4	27,8	24,1	23,3	27,0	19,9	24,4	20,8	25,2	23,0
La liquidità (possibilità di disinvestire in poco tempo, a costi ridotti e senza perdite del capitale)	32,4	31,2	35,4	32,5	32,4	43,5	27,8	29,1	35,2	31,6	34,1	38,8	37,2	26,2	26,8
Il rendimento che si ottiene nel lungo periodo (5 anni e oltre)	10,9	12,9	11,3	10,8	11,1	13,0	13,0	10,6	11,9	8,6	10,8	8,8	11,1	12,1	12,0
Non indica	8,8	8,5	4,8	7,7	10,8	4,3	9,3	7,5	7,6	8,0	11,1	6,8	6,8	10,2	11,3

Qual è a Suo parere l'orizzonte temporale adeguato per la valutazione del rendimento di un investimento finanziario, vale a dire dopo quanto tempo dall'investimento iniziale è opportuno fare un bilancio dell'operazione?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
1 mese	2,0	2,5	1,9	1,8	2,2	–	2,8	2,0	2,9	1,1	1,7	2,6	0,5	5,3	–
1 anno	22,1	21,7	29,2	21,4	23,3	13,0	23,1	23,6	22,9	21,3	21,3	25,7	15,0	27,2	19,6
Tra 1 e 3 anni	31,5	38,6	36,7	32,2	30,2	39,1	32,4	27,1	31,4	37,4	30,1	30,6	40,1	23,3	32,0
Tra 3 e 5 anni	24,7	20,9	19,4	24,3	25,5	39,1	25,9	25,1	25,2	20,7	24,7	21,2	28,0	26,7	24,7
Tra 5 e 10 anni	7,6	7,3	5,5	8,0	6,9	–	6,5	7,5	7,1	11,5	6,8	7,8	8,2	10,2	5,2
Oltre 10 anni	0,4	0,7	0,6	0,5	0,3	–	–	0,5	–	0,6	0,7	0,7	–	0,5	0,3
Non so	11,8	8,3	6,6	11,8	11,6	8,7	9,3	14,1	10,5	7,5	14,9	11,4	8,2	6,8	18,2

Per una famiglia come la Sua, risparmiare, cioè mettere da parte qualcosa di quello che si è guadagnato, è una cosa...?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Indispensabile	18,8	25,5	20,3	18,0	20,2	13,0	23,1	17,1	20,5	19,0	17,6	19,9	18,4	19,4	17,5
Molto utile	39,8	38,2	41,1	40,5	38,5	30,4	32,4	43,7	41,9	37,4	40,2	36,5	43,0	38,8	41,6
Abbastanza utile	33,6	30,8	32,8	34,0	33,0	34,8	36,1	33,7	32,9	36,2	31,8	36,5	32,9	29,1	34,4
Poco utile	3,7	2,9	4,3	3,7	3,6	4,3	2,8	3,5	1,4	3,4	5,7	4,9	1,9	5,3	2,4
Inutile o quasi	2,7	2,0	1,4	2,3	3,3	13,0	2,8	2,0	1,9	2,3	3,0	1,3	2,9	4,4	2,7
Non so	1,5	0,7	0,1	1,5	1,4	4,3	2,8	–	1,4	1,7	1,7	1,0	1,0	2,9	1,4

Nel 2015 la Sua famiglia ha potuto risparmiare, cioè mettere da parte qualcosa? (Se «sì»): Ciò è avvenuto **per caso**, senza un'intenzione precisa, **o perché avevate proprio deciso di mettere da parte del denaro?**

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Non abbiamo risparmiato Senza un'intenzione precisa	60,0	57,5	59,4	60,5	59,3	78,3	62,0	58,8	64,8	57,5	56,8	51,1	46,9	66,0	74,6
Perché avevamo deciso di risparmiare	20,3	17,9	18,6	20,6	19,7	–	17,6	22,1	17,6	21,8	22,6	26,1	25,1	17,0	13,1
	19,7	24,5	22,0	18,9	21,1	21,7	20,4	19,1	17,6	20,7	20,6	22,8	28,0	17,0	12,4

Quale percentuale delle vostre entrate è stata risparmiata durante l'anno? (in forma di denaro liquido o depositi o titoli o altri beni?)

(percentuali degli intervistati che hanno risparmiato)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Meno del 5 per cento del reddito annuo	27,2	19,3	26,1	28,0	25,9	40,0	24,4	30,5	21,6	23,0	31,3	18,7	31,8	28,6	36,5
Dal 5 al 9 per cento del reddito annuo	34,4	33,9	28,6	33,5	36,1	20,0	43,9	36,6	37,8	35,1	28,1	35,3	39,1	32,9	27,0
Dal 10 al 19 per cento del reddito annuo	24,5	28,2	25,7	25,3	23,1	40,0	14,6	19,5	27,0	25,7	28,1	28,0	19,1	25,7	24,3
Dal 20 al 29 per cento del reddito annuo	8,2	10,1	12,7	7,4	9,5	–	7,3	4,9	10,8	14,9	5,5	12,0	2,7	11,4	5,4
Dal 30 al 40 per cento del reddito annuo	0,5	2,4	1,9	–	1,4	–	2,4	–	1,4	–	–	1,3	–	–	–
50 per cento e oltre del reddito annuo	0,7	0,7	–	0,8	0,7	–	–	1,2	–	–	1,6	1,3	0,9	–	–
Non so, non voglio rispondere	4,5	5,5	5,0	5,1	3,4	–	7,3	7,3	1,4	1,4	5,5	3,3	6,4	1,4	6,8
Media	9,6	11,3	10,6	9,3	10,0	8,0	9,1	8,6	10,3	10,4	9,5	11,6	7,9	9,5	8,0

In conseguenza della crisi, la Sua famiglia, negli ultimi tre anni, ha forse:
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Ridotto le spese per le vacanze	66,7	66,4	68,1	66,9	66,2	60,9	75,0	70,4	69,0	66,1	60,5	62,9	66,7	76,2	63,9
Risparmiato sulla spesa giornaliera	59,7	60,0	59,2	58,9	61,2	60,9	64,8	58,8	57,1	58,0	61,5	63,2	55,1	64,6	56,0
Ridotto la spesa per il tempo libero e i fine settimana	68,1	68,6	67,4	67,2	69,5	60,9	74,1	72,9	68,6	69,0	62,5	67,1	65,2	76,2	65,3
Ridotto la spesa per gli aiuti domestici (colf, badanti)	46,7	44,6	43,6	46,2	47,6	39,1	48,1	45,7	47,1	46,6	47,3	45,9	45,4	45,6	49,1
Intaccato i risparmi messi da parte	41,5	42,4	42,7	40,0	44,3	39,1	38,0	42,2	44,3	40,2	41,6	41,4	30,0	47,1	46,0
Rinviato l'acquisto di un'auto	43,7	40,1	35,3	43,5	44,0	47,8	45,4	50,3	44,8	41,4	39,2	43,3	35,7	57,3	40,2
Rinviato l'acquisto di una casa	25,8	20,7	16,7	25,4	26,6	43,5	30,6	28,6	23,3	25,3	23,0	30,3	23,7	24,3	23,7
Prodotto parte delle merci e dei servizi che prima acquistava	28,7	25,7	22,5	27,1	31,6	26,1	20,4	30,7	30,5	32,8	27,0	30,6	21,7	30,1	30,6
Ridotto le spese per la cura personale	43,8	39,8	40,6	42,9	45,4	56,5	41,7	45,7	42,9	41,4	44,6	42,0	43,5	51,0	40,9
Ridotto le spese per lo sport e il benessere	48,1	44,4	46,5	47,5	49,0	69,6	52,8	51,8	51,9	47,1	40,2	47,2	48,3	54,9	44,0
Ridotto le spese per libri, cultura o formazione	38,5	34,5	36,3	37,2	40,7	56,5	41,7	35,2	41,0	34,5	38,9	36,2	35,7	45,6	37,8
Messo in vendita o venduto un immobile	9,9	8,3	8,0	10,9	8,0	8,7	6,5	13,6	11,0	9,2	8,4	11,1	8,2	10,2	9,6
Cercato (ma non trovato) lavoro/attività integrativa	22,5	19,4	20,4	19,7	27,4	39,1	42,6	26,1	25,2	18,4	11,8	22,1	17,9	29,1	21,3
Trovato lavoro/attività integrativa	9,1	6,6	5,0	8,8	9,7	4,3	11,1	10,1	11,4	8,0	7,1	10,7	6,8	9,7	8,6
Ridotto le spese per i figli	19,4	17,0	18,1	19,5	19,1	8,7	11,1	17,1	22,4	29,3	16,9	17,9	15,9	25,2	19,2
Ridotto le spese sanitarie (es.: odontoiatriche)	31,9	30,3	28,2	34,2	28,0	30,4	26,9	30,7	33,8	36,2	31,1	25,7	31,9	42,7	30,9
Sfruttato la condivisione di case, auto, altri beni	12,0	n.d.	n.d.	12,0	11,9	21,7	18,5	12,6	12,4	12,6	7,8	8,8	5,8	21,4	13,1

Quando Lei non lavorerà più, la pensione obbligatoria che Le sarà versata (o Le è stata già versata, per gli intervistati già in pensione) rappresenterà/ rappresenta una percentuale del Suo reddito mensile. **Qual è la pensione che Lei pensa di avere/ha?**

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Inferiore al 30 per cento del reddito	9,1	9,8	9,1	9,2	8,9	8,7	7,4	8,5	7,6	8,6	11,1	6,8	13,5	9,2	8,2
Compresa tra il 31 e il 50 per cento	8,0	11,5	11,1	7,5	8,9	–	7,4	6,5	11,9	6,9	7,8	4,2	11,6	6,3	10,7
Tra il 51 e il 65 per cento	12,6	14,0	15,8	13,8	10,2	4,3	7,4	17,1	12,4	15,5	10,5	10,7	12,6	14,1	13,4
Tra il 66 e l'80 per cento	25,9	23,5	26,0	29,7	19,1	8,7	4,6	20,1	24,3	26,4	39,9	27,0	27,1	29,1	21,6
Oltre l'80 per cento del reddito	11,0	12,6	10,0	13,2	6,9	4,3	6,5	4,0	9,0	10,9	19,3	20,5	7,7	2,4	9,3
Non so. Non mi sono informato. Non sono in grado di conoscere questo dato	24,8	22,4	20,6	22,6	28,8	56,5	44,4	36,2	26,7	21,8	8,1	23,1	20,8	29,6	26,1
Non avrò mai una pensione	8,6	6,1	7,3	3,8	17,2	17,4	22,2	7,5	8,1	9,8	3,4	7,5	6,8	9,2	10,7

Lei ha forse sottoscritto un fondo pensione, sia esso negoziale, ossia di categoria, ovvero un fondo pensione aperto a tutti, ovvero un piano integrativo pensionistico o una forma assicurativa di tipo pensionistico?

(percentuali degli intervistati occupati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Sì	11,0	13,0	12,8	12,5	8,3	–	11,1	12,6	15,2	12,6	6,8	13,0	21,3	6,3	4,8
No	87,3	84,2	85,5	86,2	89,5	100,0	85,2	85,4	82,9	86,8	91,9	86,3	75,8	90,8	94,2
Non ricordo	1,7	2,8	1,7	1,4	2,2	–	3,7	2,0	1,9	0,6	1,4	0,7	2,9	2,9	1,0

Quando Lei andrà in pensione, potrà forse contare su una o più di queste entrate?

(tutte le risposte; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Un'eredità ricevuta o che riceverà	12,3	11,9	11,1	10,8	15,0	17,4	13,9	18,1	17,1	12,6	3,7	13,7	12,6	17,0	7,2
Il vitalizio di una polizza sulla vita	5,9	4,6	7,8	7,1	3,9	–	2,8	6,5	8,6	6,3	5,1	5,9	13,0	2,4	3,4
La rendita del fondo pensione	16,1	19,9	17,6	18,2	12,5	8,7	14,8	18,1	18,6	13,8	15,5	15,3	29,5	10,7	11,3
La rendita dell'investimento del mio Tfr	19,8	22,3	22,9	20,8	18,0	26,1	18,5	19,6	20,5	21,3	18,6	32,6	21,7	14,1	8,9
La pensione di un familiare convivente	37,9	36,6	39,8	36,3	40,7	17,4	21,3	40,2	34,3	48,9	39,9	38,4	41,5	49,5	26,5
L'affitto di un immobile in cui ho investito o penso di investire i risparmi	4,7	8,1	9,0	4,9	4,4	4,3	1,9	3,5	6,2	6,9	4,4	3,9	8,2	6,8	1,7
Il frutto dei risparmi in titoli e in gestioni patrimoniali	8,4	9,9	11,3	9,4	6,6	4,3	1,9	6,0	7,6	13,2	10,5	11,7	9,2	8,3	4,5
Non mi interessa l'ottica di lungo periodo. Le mie priorità riguardano l'oggi	14,7	16,4	14,4	14,3	15,5	8,7	29,6	19,6	15,7	8,0	9,8	17,3	7,7	9,7	20,6
Non sa/Non indica	19,5	17,6	13,3	19,4	19,7	47,8	23,1	15,6	12,4	16,7	25,3	15,6	13,5	18,9	28,2

Quando Lei andrà **in pensione, potrà forse contare su una o più di queste entrate?**
(prima risposta citata; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Un'eredità ricevuta o che riceverà	7,1	7,2	6,5	6,6	8,0	13,0	8,3	10,1	10,5	6,9	2,0	6,5	6,8	10,2	5,8
Il vitalizio di una polizza sulla vita	2,7	2,2	4,7	2,8	2,5	–	1,9	3,0	4,8	1,7	2,0	2,3	4,8	1,5	2,4
La rendita del fondo pensione	10,3	12,3	11,0	11,8	7,5	4,3	12,0	10,1	11,0	6,9	11,8	7,5	19,3	6,3	9,6
La rendita dell'investimento del mio Tfr	13,8	14,0	14,7	14,8	12,2	17,4	12,0	14,1	15,2	13,2	13,5	21,5	15,5	10,2	7,2
La pensione di un familiare convivente	26,5	24,6	27,9	24,5	30,2	8,7	14,8	26,1	22,9	37,4	28,4	23,5	26,6	36,4	22,7
L'affitto di un immobile in cui ho investito o penso di investire i risparmi	1,9	3,2	4,3	2,0	1,7	–	–	1,0	3,3	2,3	2,0	1,6	1,9	3,9	0,7
Il frutto dei risparmi in titoli e in gestioni patrimoniali	4,4	3,3	5,2	4,9	3,3	–	0,9	1,5	4,8	7,5	5,7	5,9	4,8	3,4	3,1
Non mi interessa l'ottica di lungo periodo. Le mie priorità riguardano l'oggi	13,8	15,6	12,5	13,2	15,0	8,7	26,9	18,6	15,2	7,5	9,1	15,6	6,8	9,2	20,3
Non sa/Non indica	19,5	17,6	13,3	19,4	19,7	47,8	23,1	15,6	12,4	16,7	25,3	15,6	13,5	18,9	28,2

In una scala da 1 a 5, Lei come misura il Suo interesse per gli argomenti di informazione e analisi finanziaria?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
1 (Per niente interessato)	26,9	22,9	18,1	24,0	32,1	26,1	27,8	25,1	22,9	24,1	32,4	24,1	17,9	28,6	35,1
2	26,6	22,8	25,8	26,3	27,1	17,4	23,1	26,1	24,3	25,3	31,4	24,8	36,2	27,2	21,3
3	34,4	39,2	38,1	37,8	28,3	43,5	36,1	33,7	41,4	35,1	28,0	33,2	38,2	35,0	32,6
4	9,9	12,9	15,4	9,8	10,0	8,7	10,2	12,6	9,5	13,2	6,4	13,4	6,8	8,3	9,6
5 (Molto interessato)	2,2	2,2	2,7	2,0	2,5	4,3	2,8	2,5	1,9	2,3	1,7	4,6	1,0	1,0	1,4

Rispetto a un anno fa, decidere come investire il risparmio è diventato, per una persona come Lei, un'attività...

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Più facile, più semplice?	2,5	3,5	2,9	2,3	2,8	4,3	5,6	2,5	1,4	3,4	1,4	1,3	1,0	3,9	3,8
Più difficile, più complicata?	45,7	46,3	50,2	48,6	40,4	30,4	42,6	44,7	51,0	46,6	44,6	55,4	44,4	38,8	41,2
Né più facile, né più difficile di un tempo	38,1	38,1	40,7	36,0	41,8	43,5	39,8	35,2	34,3	40,8	40,2	33,9	39,6	35,4	43,3
Non sa/Non indica	13,7	12,1	6,3	13,1	15,0	21,7	12,0	17,6	13,3	9,2	13,9	9,4	15,0	21,8	11,7

Quanto tempo dedica di solito, in una settimana, per avere informazioni utili per decidere come investire i Suoi risparmi? (pensi al tempo utilizzato per leggere articoli di giornale, consultare siti Internet, ascoltare la televisione, consultare il televideo...)

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Niente, non dedico tempo	50,8	49,0	43,2	47,7	56,5	65,2	53,7	53,3	45,7	44,3	54,4	40,4	50,7	53,4	60,1
Fino a 1 ora	33,6	33,7	41,3	34,5	32,1	26,1	31,5	29,1	36,2	37,9	33,8	38,1	39,6	30,6	26,8
1-2 ore	5,8	8,8	7,9	7,1	3,6	8,7	4,6	6,5	6,7	8,0	3,7	7,5	2,9	7,8	4,8
2-4 ore	2,5	2,3	2,0	2,9	1,7	–	1,9	3,0	1,0	3,4	3,0	4,9	1,9	–	2,1
4-6 ore	0,5	0,2	0,7	0,6	0,3	–	0,9	1,0	0,5	–	0,3	0,3	0,5	0,5	0,7
Più di 6 ore	0,2	0,1	0,6	–	0,6	–	–	–	0,5	–	0,3	0,7	–	–	–
Non sa/Non indica	6,5	5,9	4,4	7,2	5,3	–	7,4	7,0	9,5	6,3	4,4	8,1	4,3	7,8	5,5

Lei ha o ha avuto negli ultimi cinque anni, cioè a partire dal 2011, obbligazioni (titoli obbligazionari), cioè ad esempio titoli pubblici come BoT e BTp o anche obbligazioni di Stati esteri, organismi internazionali, di banche e aziende?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Si	14,0	19,3	20,2	14,3	13,6	4,3	6,5	11,1	12,9	15,5	19,6	21,8	16,9	11,7	5,5
No	86,0	80,7	79,8	85,7	86,4	95,7	93,5	88,9	87,1	84,5	80,4	78,2	83,1	88,3	94,5

La quota del patrimonio (finanziario) **investita in obbligazioni** (comprendendo anche i titoli obbligazionari esteri, non statali e i pronti contro termine nonché i fondi esclusivamente obbligazionari) **nella media degli ultimi dodici mesi, cioè da gennaio 2015, è...**

(percentuali degli intervistati che hanno o hanno avuto obbligazioni negli ultimi cinque anni)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Minore del 10 per cento	31,0	25,5	25,5	28,0	36,7	–	57,1	31,8	37,0	14,8	32,8	22,4	31,4	37,5	56,3
Tra il 10 e il 30 per cento	38,7	38,5	51,5	37,6	40,8	100,0	14,3	54,5	25,9	48,1	36,2	37,3	57,1	20,8	31,3
Tra il 30 e il 50 per cento	13,4	20,2	14,7	16,1	8,2	–	–	4,5	22,2	18,5	12,1	19,4	5,7	8,3	12,5
Oltre il 50 fino al 99 per cento	15,5	15,4	6,0	16,1	14,3	–	28,6	9,1	14,8	18,5	15,5	19,4	2,9	33,3	–
Il 100 per cento	1,4	0,5	2,4	2,2	–	–	–	–	–	–	3,4	1,5	2,9	–	–

Negli ultimi cinque anni, cioè a partire dal 2011, la Sua famiglia ha comprato o venduto azioni?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Comprato/venduto azioni	3,2	4,9	5,9	3,4	2,8	–	0,9	3,5	3,8	5,2	2,4	7,2	2,9	1,9	–
Solo comprato azioni	1,2	1,3	2,5	0,9	1,7	–	0,9	0,5	1,9	2,9	0,3	2,0	1,0	–	1,4
Solo venduto azioni	1,0	1,3	1,6	0,8	1,4	–	–	1,0	1,0	1,7	1,0	2,0	0,5	0,5	0,7
Né comprato né venduto	92,2	90,1	88,4	92,6	91,4	100,0	96,3	91,5	90,0	88,5	94,3	85,7	91,8	96,1	96,6
Non so, non ricordo	2,5	2,4	1,6	2,3	2,8	–	1,9	3,5	3,3	1,7	2,0	3,3	3,9	1,5	1,4

Lei ha avuto negli ultimi cinque anni, cioè dal 2011, quote di...?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Fondi comuni o Sicav Gestione patrimoniale	6,0	7,2	5,3	6,0	6,1	4,3	5,6	6,0	5,7	6,3	6,4	7,2	7,7	7,8	2,4
in fondi o in titoli	4,1	5,9	7,0	4,6	3,0	–	4,6	2,5	5,7	3,4	4,4	7,5	5,3	1,9	1,0
Etf (fondi quotati in Borsa)	1,7	2,3	4,0	2,2	0,8	4,3	–	1,0	1,0	1,1	3,4	4,2	1,4	0,5	–
Assicurazioni collegate a fondi Unit Linked	1,9	2,0	n.d.	2,0	1,7	–	–	3,0	3,8	1,1	1,0	0,7	1,9	5,3	0,7
Nessuno	90,5	88,2	89,0	90,8	90,0	95,7	91,7	91,5	88,1	89,7	91,2	87,3	87,9	90,3	95,9

E Lei in particolare oggi possiede una delle forme di investimento suddette?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Fondi comuni o Sicav Gestione patrimoniale	5,3	6,0	5,3	5,4	5,3	4,3	5,6	5,5	3,8	5,7	6,1	7,2	7,2	5,8	1,7
in fondi o in titoli	2,8	4,1	7,0	3,2	1,9	–	3,7	1,0	3,8	2,3	3,4	5,2	3,4	1,5	0,7
Etf (fondi quotati in Borsa)	1,5	1,7	4,0	2,0	0,6	4,3	–	1,0	0,5	1,1	3,0	3,6	1,4	0,5	–
Assicurazioni collegate a fondi Unit Linked	1,7	1,1	n.d.	1,8	1,4	–	–	2,5	3,3	1,1	1,0	0,7	1,9	4,4	0,7
Nessuno	92,0	90,9	89,0	92,0	92,0	95,7	92,6	92,5	91,4	90,8	92,2	88,3	89,9	92,7	96,9

Quali caratteristiche di questo elenco l'hanno spinta ad aderire a questa forma di investimento?
(tutte le risposte; percentuali sul totale degli intervistati che hanno investito in strumenti di risparmio gestito)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Poter affidare i risparmi a esperti e non pensarci più, semplificando la vita	38,5	37,8	38,8	41,7	33,3	–	33,3	41,2	40,0	44,4	34,6	51,3	32,0	25,0	33,3
La prospettiva di guadagnare di più di quanto non si possa con investimenti tradizionali	40,6	37,0	34,2	43,3	36,1	100,0	44,4	52,9	52,0	38,9	19,2	43,6	32,0	40,0	50,0
La possibilità di ridurre i rischi che si corrono con i singoli investimenti	45,8	54,3	48,8	40,0	55,6	–	55,6	35,3	52,0	33,3	53,8	43,6	48,0	45,0	50,0
Il fatto di poter liquidare in ogni momento l'investimento al valore riportato sui giornali	14,6	34,6	35,5	11,7	19,4	–	11,1	11,8	24,0	11,1	11,5	12,8	24,0	10,0	8,3
Ho fiducia in chi me l'ha proposto e sono certo che mi ha consigliato per il meglio	42,7	39,4	51,6	40,0	47,2	100,0	22,2	29,4	40,0	50,0	53,8	46,2	36,0	35,0	58,3
I fondi permettono di diversificare gli investim.	49,0	36,2	43,2	56,7	36,1	100,0	77,8	41,2	44,0	55,6	42,3	48,7	44,0	65,0	33,3
I fondi permettono di investire in mercati e titoli altrimenti irraggiungibili	20,8	15,7	19,5	25,0	13,9	–	22,2	23,5	8,0	22,2	30,8	20,5	32,0	5,0	25,0
Le condizioni fiscali sono vantaggiose	10,4	13,4	n.d.	11,7	8,3	–	11,1	5,9	12,0	11,1	11,5	10,3	4,0	20,0	8,3
Nessuna di queste	5,2	4,7	3,1	1,7	11,1	–	–	17,6	–	–	7,7	2,6	4,0	10,0	8,3

La casa (appartamento) in cui abita è forse...?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Di proprietà della famiglia (o a riscatto)	80,2	79,9	77,6	81,8	77,3	47,8	64,8	74,9	82,4	83,3	88,5	78,5	84,1	77,7	81,1
In affitto o subaffitto	17,8	16,5	19,8	16,5	20,2	47,8	31,5	23,1	14,8	14,9	10,8	21,5	15,0	18,9	15,1
In uso gratuito	2,0	3,5	2,7	1,7	2,5	4,3	3,7	2,0	2,9	1,7	0,7	–	1,0	3,4	3,8

Lei ha forse acquistato un'abitazione negli ultimi dodici mesi, cioè a partire da gennaio 2015? Se sì, come:

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Sì	8,8	9,4	8,3	10,0	6,9	21,7	12,1	8,0	8,6	10,3	6,4	5,2	17,9	8,8	6,1
• <i>Abitazione principale</i>	6,0	5,8	5,2	6,8	4,7	13,0	6,5	7,0	6,2	6,3	4,4	2,6	12,6	6,3	4,8
• <i>Seconda casa</i>	0,8	1,0	0,7	0,8	0,8	8,7	1,9	0,5	–	1,1	0,3	0,7	1,0	1,5	0,3
• <i>Destinata ai figli</i>	1,1	1,6	1,3	1,1	1,1	–	0,9	–	0,5	2,3	1,7	1,6	1,9	–	0,7
• <i>Come investimento, anche per integrare il reddito</i>	0,8	1,0	1,1	1,1	0,3	–	2,8	0,5	1,4	0,6	–	0,3	2,4	0,5	0,3
• <i>Altro</i>	0,1	–	–	0,2	–	–	–	–	0,5	–	–	–	–	0,5	–
No	93,0	92,3	91,7	92,5	93,9	87,0	93,5	92,5	92,4	92,0	94,6	96,1	85,5	93,7	94,5

La Sua famiglia ha in corso un mutuo con una banca (o cassa di risparmio) o con la Posta?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Sì, con una banca	16,3	17,0	20,4	15,1	18,6	13,0	17,6	27,6	20,5	17,8	4,7	23,1	15,9	11,2	13,1
Sì, con la Posta	1,1	1,0	0,3	1,1	1,1	–	2,8	1,0	1,4	1,1	0,3	0,7	1,0	2,4	0,7
No	82,6	82,0	79,3	83,8	80,3	87,0	79,6	71,4	78,1	81,0	94,9	76,2	83,1	86,4	86,3

Quali di queste frasi descrivono meglio ciò che Lei pensa dell'investimento dei risparmi in immobili? (nell'acquisto di case, uffici, negozi o terreni) (tutte le risposte; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Resta l'investimento più sicuro	59,7	55,1	53,8	61,2	57,1	69,6	61,1	62,8	57,1	55,2	61,1	55,0	63,3	60,7	61,5
È il miglior investimento possibile	40,6	33,2	32,6	38,9	43,5	34,8	42,6	40,7	40,0	41,4	39,9	38,8	51,7	42,7	33,0
Non conviene più di altre forme di investimento	16,3	15,4	16,9	17,4	14,4	17,4	8,3	18,6	19,0	14,4	16,6	16,9	19,3	18,9	11,7
È troppo oneroso, a causa delle imposte	23,9	26,5	23,9	23,7	24,4	17,4	24,1	18,6	27,6	27,6	23,3	25,4	16,9	25,2	26,5
È difficile vendere un immobile se si ha bisogno di denaro liquido	25,1	27,1	36,1	23,5	28,0	34,8	24,1	25,1	30,0	26,4	20,6	31,3	18,4	27,7	21,6
È un buon investimento, ma i prezzi degli immobili sono troppo alti in relazione alle mie disponibilità	14,2	16,4	15,0	13,8	15,0	13,0	19,4	16,1	12,4	16,7	11,1	13,7	19,3	13,6	11,7
È il modo migliore per lasciare un'eredità ai figli	40,9	36,4	40,9	40,9	40,7	30,4	36,1	36,7	40,0	43,1	45,6	38,8	38,2	48,1	39,9
È un buon investimento a condizione di usare/abitare il proprio immobile	42,8	50,6	49,2	44,0	40,7	26,1	50,9	40,7	43,3	42,0	42,9	43,0	47,8	37,9	42,6
Non so/Nessuna di queste	5,4	4,6	3,5	5,1	6,1	13,0	4,6	7,0	4,3	6,3	4,4	3,9	3,4	4,4	9,3

Quali di queste frasi descrivono meglio ciò che Lei pensa dell'investimento dei risparmi in immobili? (nell'acquisto di case, uffici, negozi o terreni) (primo posto; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Resta l'investimento più sicuro	38,2	33,0	33,6	40,2	34,6	52,2	38,0	38,2	37,6	31,0	41,9	32,9	37,2	36,9	45,4
È il miglior investimento possibile	14,1	11,8	9,5	12,5	17,2	13,0	11,1	14,6	14,8	17,2	12,5	14,3	20,3	15,0	8,9
Non conviene più di altre forme di investimento	6,6	5,0	6,8	7,1	5,8	8,7	1,9	8,0	7,6	5,7	7,1	8,1	6,3	8,3	4,1
È troppo oneroso, a causa delle imposte	9,2	6,5	9,2	8,5	10,5	–	8,3	5,0	9,5	11,5	11,5	10,4	7,2	9,2	9,3
È difficile vendere un immobile se si ha bisogno di denaro liquido	4,5	5,4	8,1	3,7	5,8	4,3	10,2	3,0	6,2	2,9	3,0	8,5	1,4	3,4	3,1
È un buon investimento, ma i prezzi degli immobili sono troppo alti in relazione alle mie disponibilità	3,8	3,4	3,4	3,4	4,4	–	7,4	3,5	1,9	5,7	3,0	3,3	5,8	2,9	3,4
È il modo migliore per lasciare un'eredità ai figli	6,0	6,4	6,6	5,8	6,4	–	4,6	8,0	5,2	5,7	6,4	7,5	4,8	5,8	5,5
È un buon investimento a condizione di usare/abitare il proprio immobile	12,2	23,8	19,4	13,8	9,1	8,7	13,9	12,6	12,9	13,8	10,1	11,1	13,5	14,1	11,0
Non so/Nessuna di queste	5,4	4,6	3,5	5,1	6,1	13,0	4,6	7,0	4,3	6,3	4,4	3,9	3,4	4,4	9,3

La quota del patrimonio (finanziario) che la Sua famiglia ha liquida sui conti correnti (per fare i normali pagamenti o per altre ragioni) è...
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Minore del 10 per cento	36,6	32,4	33,4	36,9	36,0	34,8	40,7	37,2	38,6	29,9	37,2	25,4	36,7	40,3	45,7
Tra il 10 e il 30 per cento	26,9	29,1	23,0	27,2	26,3	30,4	19,4	22,6	27,6	35,1	27,0	30,0	20,8	30,1	25,8
Tra il 30 e il 50 per cento	9,0	13,4	12,0	9,2	8,6	4,3	7,4	10,1	6,7	12,1	9,1	9,4	11,1	10,7	5,8
Oltre il 50 fino al 99 per cento	9,1	11,2	12,0	8,9	9,4	4,3	10,2	9,5	11,4	7,5	8,1	9,1	13,0	8,3	6,9
Il 100 per cento	18,4	13,9	19,6	17,7	19,7	26,1	22,2	20,6	15,7	15,5	18,6	26,1	18,4	10,7	15,8

Quali sono le due principali ragioni per cui Lei ha queste somme sul conto corrente?
(primo + secondo posto; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Servono per i normali pagamenti	87,7	89,7	89,6	87,4	88,4	91,3	88,9	89,4	86,2	88,5	86,8	85,7	82,1	90,3	92,1
Attendo il momento migliore per investirli	15,1	15,9	14,0	16,0	13,6	30,4	13,0	14,6	19,0	15,5	12,2	16,3	11,1	12,6	18,6
Sul conto corrente non si rischia di perderli	32,2	27,8	30,3	33,2	30,5	21,7	34,3	28,6	35,2	37,4	29,4	27,7	43,0	35,9	26,8
In certi momenti è meglio prepararsi agli imprevisti	30,1	26,0	31,0	30,5	29,4	13,0	25,0	30,2	28,1	30,5	34,5	34,9	30,9	22,3	29,9
Le condizioni del mio conto sono buone e mi soddisfano	10,0	13,5	11,5	10,8	8,6	13,0	11,1	10,1	10,5	5,2	11,5	12,4	11,1	8,3	7,9
Devo fare delle spese importanti ed è inutile investirli per poco tempo	6,9	8,1	9,2	6,2	8,3	8,7	8,3	7,5	4,3	7,5	7,4	9,4	7,2	8,7	2,7
Non saprei dove metterli	1,7	2,1	1,5	1,8	1,4	4,3	0,9	2,0	1,4	2,3	1,4	1,3	1,0	2,4	2,1

Quali dei servizi di questo elenco la Sua famiglia utilizza presso l'intermediario (banca o Posta) al quale si rivolge abitualmente?
(tutte le risposte; percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Addebito di utenze	64,8	71,2	70,2	66,8	61,2	47,8	61,1	67,3	68,6	64,4	63,2	75,9	71,5	56,8	54,0
Accredito dello stipendio/ pensione	82,7	82,1	80,5	82,6	82,8	69,6	72,2	81,4	78,1	81,0	92,6	90,9	84,1	88,3	69,1
Acquisto o vendita di titoli	14,0	22,6	23,9	14,0	14,1	13,0	10,2	12,6	14,8	17,2	14,2	20,8	18,4	14,1	3,8
Consulenza per le scelte di investimento	23,5	32,0	26,4	24,9	21,1	13,0	18,5	21,1	25,7	28,7	23,3	33,9	32,4	19,9	8,9
Consulenza sui temi previdenziali e per la decisione relativa al Tfr	6,2	9,2	6,3	6,8	5,3	4,3	8,3	7,5	10,0	5,7	2,4	4,9	8,2	9,7	3,8
Fondi comuni di investimento	11,2	14,3	11,1	11,5	10,5	8,7	12,0	12,1	12,9	10,9	9,5	13,7	16,4	10,7	5,2
Gestione personalizzata degli investimenti finanziari	10,2	13,5	11,9	10,9	8,9	4,3	8,3	7,5	12,4	14,4	9,1	16,6	11,1	10,7	2,4
Credito al consumo (finanziamento per l'acquisto di auto, mobili, vacanze)	10,5	15,2	14,8	10,9	9,7	13,0	15,7	12,1	9,5	12,6	6,8	10,7	14,5	11,2	6,9
Contratti di assicurazione:															
• ramo vita	9,1	7,2	7,5	10,8	6,1	4,3	8,3	12,1	11,0	9,2	6,4	5,2	20,8	10,2	4,1
• ramo danni	7,8	6,0	5,9	10,2	3,6	–	8,3	11,6	9,0	7,5	5,1	4,9	20,8	6,8	2,4
Home banking (servizi tramite Internet o telefono)	37,3	38,5	34,8	38,0	36,0	52,2	48,1	50,8	44,8	41,4	15,5	45,9	49,8	34,5	21,3
Nessuno	7,2	6,7	–	7,1	7,5	17,4	12,0	8,5	7,6	6,9	3,7	3,6	1,0	6,8	15,8

Nel complesso, **Lei è soddisfatto dell'intermediario (banca o Posta)** che la Sua famiglia utilizza maggiormente (o esclusivamente)?
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Molto soddisfatto	13,2	16,7	10,3	12,8	13,9	8,7	11,1	12,6	14,3	13,2	13,9	14,0	14,5	12,1	12,0
Abbastanza soddisfatto	68,9	70,3	75,2	68,3	70,1	65,2	70,4	70,9	66,2	71,8	67,9	70,0	69,1	69,4	67,4
Poco soddisfatto	10,5	8,3	12,0	10,6	10,2	8,7	8,3	10,1	12,4	8,6	11,1	8,5	8,7	10,7	13,7
Per niente soddisfatto	1,3	1,5	0,5	1,1	1,7	4,3	–	1,5	1,0	2,3	1,0	0,7	0,5	1,5	2,4
Non sa/Non indica	6,1	3,3	2,0	7,2	4,2	13,0	10,2	5,0	6,2	4,0	6,1	6,8	7,2	6,3	4,5

Lei pensa che la Sua banca possa offrirLe un'adeguata consulenza per le scelte di investimento del risparmio?
(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Sì	60,4	67,3	73,1	60,0	61,2	56,5	57,4	58,8	58,6	64,9	61,8	67,1	63,8	59,7	51,5
No	22,5	15,2	15,0	22,0	23,3	26,1	24,1	27,1	25,2	19,5	17,9	13,0	21,7	24,3	31,6
Non sa/Non indica	17,1	17,5	11,9	18,0	15,5	17,4	18,5	14,1	16,2	15,5	20,3	19,9	14,5	16,0	16,8

Lei o qualcuno dei Suoi famigliari utilizza servizi bancari a distanza con telefono fisso, Internet o telefono cellulare (nella forma di telephone banking, Internet banking o mobile banking)?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Telephone banking	15,6	22,1	17,7	15,4	16,1	8,7	22,2	26,1	15,2	18,4	5,4	19,9	10,6	14,6	15,5
Internet banking	43,9	44,4	39,3	43,5	44,6	52,2	58,3	61,8	54,8	43,7	18,6	51,1	58,0	42,7	27,1
Mobile banking (UMTS, GPRS, WAP, SMS)	15,8	17,5	11,3	16,8	14,1	21,7	25,9	26,1	19,0	13,8	3,7	16,0	15,9	17,0	14,8
Sì, almeno un servizio a distanza	44,7	46,4	39,3	44,2	45,7	52,2	58,3	63,8	54,8	44,8	19,3	51,8	58,5	43,2	28,5
No, nessun servizio a distanza	55,3	53,6	60,7	55,8	54,3	47,8	41,7	36,2	45,2	55,2	80,7	48,2	41,5	56,8	71,5

Quali sono i servizi finanziari che Lei utilizza con l'Internet banking?

(percentuali degli intervistati che utilizzano servizi con Internet)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Bonifici/giroconti	75,2	80,1	79,9	77,0	72,0	91,7	65,1	74,8	78,3	81,6	69,1	78,3	78,3	70,5	69,6
Pagamento utenze dom.	51,1	56,7	50,0	54,8	44,7	41,7	46,0	56,1	49,6	51,3	50,9	56,1	52,5	31,8	60,8
Acquisto/vendita di titoli e fondi tramite il servizio di trading online	8,1	8,8	10,0	8,8	6,8	16,7	7,9	7,3	10,4	6,6	5,5	7,0	7,5	15,9	2,5
Ricarica telefono cellulare	58,1	56,1	55,8	57,2	59,6	66,7	60,3	61,8	60,0	55,3	45,5	59,2	55,0	67,0	50,6
Pagam. imposte/tasse	47,1	57,1	57,9	47,0	47,2	16,7	34,9	47,2	54,8	51,3	45,5	52,9	41,7	40,9	50,6
Acquisti di e-commerce attraverso il sito della banca	7,2	9,6	6,4	7,1	7,5	8,3	6,3	4,9	9,6	5,3	10,9	7,6	3,3	13,6	5,1
Ricarica carta prepagata	30,2	29,7	28,4	27,9	34,2	58,3	28,6	30,1	28,7	31,6	27,3	26,8	22,5	45,5	31,6
Controllo saldo/estr. conto	6,5	5,2	4,3	5,7	8,1	–	11,1	3,3	5,2	10,5	7,3	2,5	9,2	12,5	3,8
Altri servizi	0,2	–	0,2	–	0,6	–	–	–	–	–	1,8	0,6	–	–	–

Lei o qualcuno della Sua famiglia possiede attualmente le seguenti carte di pagamento?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Bancomat	91,1	93,4	95,3	91,2	90,9	87,0	94,4	96,0	92,9	91,4	85,5	93,5	99,0	96,6	79,0
Carta di credito	49,2	51,1	50,8	49,1	49,3	21,7	50,0	58,8	52,9	52,3	40,2	66,8	63,8	43,7	24,1
Carta prepagata	32,1	30,8	31,9	32,6	31,3	60,9	50,0	40,7	37,1	31,0	14,9	30,0	39,1	37,4	25,8
Nessuno	7,4	6,0	3,6	7,1	8,0	8,7	3,7	3,5	6,2	6,9	12,5	3,6	1,0	1,9	19,9

A parte l'eventuale rapporto di mutuo per la casa o l'attività di cui abbiamo parlato, vi è anche stato concesso un credito al consumo per cui avete in questo momento in corso il rimborso delle relative rate?

(percentuali sul totale degli intervistati)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Sì, abbiamo in corso il rimborso rateale di un prestito	7,8	9,6	12,2	8,0	7,5	8,7	12,0	11,6	8,6	9,8	2,0	6,5	10,6	8,3	6,9
Sì, stiamo rimborsando più di una rata	1,5	1,9	2,4	1,7	1,1	–	2,8	3,0	0,5	1,7	0,7	1,3	1,0	0,5	2,7
No	90,7	88,6	85,4	90,3	91,4	91,3	85,2	85,4	91,0	88,5	97,3	92,2	88,4	91,3	90,4

Per che cosa vi è stato concesso o vi sono stati concessi tali crediti al consumo?

(percentuali degli intervistati che hanno in corso un credito al consumo)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Per l'acquisto di un'auto	52,1	47,2	55,1	52,4	51,6	100,0	56,3	65,5	47,4	40,0	25,0	66,7	50,0	50,0	42,9
Per l'acquisto di mobili	10,6	20,3	13,5	9,5	12,9	–	12,5	17,2	5,3	10,0	–	25,0	4,2	–	10,7
Per l'acquisto di elettrodomestici, videocamere, hi-fi, computer, eccetera	16,0	30,1	17,8	17,5	12,9	–	18,8	17,2	15,8	10,0	25,0	–	16,7	27,8	21,4
Per un viaggio	–	0,8	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Per la ristrutturazione o la manutenzione straordinaria della casa	14,9	5,7	15,7	14,3	16,1	–	12,5	10,3	15,8	10,0	50,0	8,3	12,5	22,2	17,9
Per una spesa straordinaria, capitata a causa della crisi	12,8	13,0	21,5	11,1	16,1	–	6,3	6,9	26,3	20,0	–	12,5	12,5	16,7	10,7
Per le spese di studio dei figli	3,2	1,6	4,2	3,2	3,2	–	–	–	5,3	10,0	–	–	8,3	–	3,6
Per altro	2,1	1,6	3,2	3,2	–	–	6,3	–	–	5,0	–	4,2	4,2	–	–

Se dovesse estinguere l'intero importo dei prestiti al consumo che Lei ha in questo momento in corso, quante mensilità delle sue normali entrate mensili sarebbero necessarie?

(percentuali degli intervistati che hanno in corso un credito al consumo)

	2016	2015	2014	Maschi	Femmine	18-24 anni	25-34	35-44	45-54	55-64	65 e oltre	Nord- Ovest	Nord- Est	Centro	Sud
Meno di 1	5,3	7,3	8,3	6,3	3,2	–	–	13,8	5,3	–	–	–	4,2	5,6	10,7
Da 1 a 3	30,9	24,4	20,4	33,3	25,8	50,0	25,0	24,1	36,8	30,0	50,0	37,5	45,8	22,2	17,9
Da 4 a 6	20,2	19,5	15,7	25,4	9,7	50,0	25,0	24,1	5,3	30,0	–	20,8	25,0	16,7	17,9
Da 7 a 12	16,0	19,5	23,7	15,9	16,1	–	25,0	6,9	15,8	10,0	50,0	12,5	8,3	27,8	17,9
13 o più	27,7	29,3	31,9	19,0	45,2	–	25,0	31,0	36,8	30,0	–	29,2	16,7	27,8	35,7

Nota metodologica

a cura della Doxa

Premessa

L'*Indagine* 2016, com'è tradizione, ha avuto quale obiettivo principale l'approfondimento e la comprensione delle principali motivazioni che sono alla base delle scelte dei risparmiatori italiani. Nell'edizione di quest'anno è inoltre stato fatto un *focus* su «Inflazione zero e beni immobili», finalizzato a capire quali sono gli aspetti caratterizzanti gli investimenti dei risparmiatori, nell'epoca del tasso zero, in particolare nell'ambito del mercato immobiliare.

Attraverso uno specifico questionario redatto per ognuno dei due target, sono stati raccolti dati sui comportamenti e opinioni in merito ai risparmi e agli investimenti in generale e nel mercato immobiliare.

Tra le famiglie, sono stati approfonditi temi relativi agli esiti della crisi finanziaria, alle scelte in merito a risparmio previdenziale e risparmio gestito, all'investimento in obbligazioni, azioni e fondi, e nella casa, nonché al rapporto tra i risparmiatori e le banche. Il *focus* ha riguardato principalmente opinioni sull'inflazione e la percezione dell'effettivo potere d'acquisto, opinioni e comportamenti rispetto agli investimenti nell'epoca del tasso zero, opinioni e comportamenti relativi all'investimento in immobili con un approfondimento sulla casa (in affitto o di proprietà) e sulle seconde case.

Come di consueto, sono stati raccolti i dati socio-demografici degli intervistati e della loro famiglia.

Il questionario e le interviste

Le interviste sono state condotte utilizzando uno specifico questionario per ciascuno dei due target. Il questionario utilizzato per il target famiglie era articolato in aree tematiche e composto da oltre 100 domande. Il questionario utilizzato per il *focus* era strutturato in 30 domande poste a risparmiatori che per età e condizioni di reddito rientravano nel target di riferimento. Le interviste sono state realizzate con personal computer per CAPI (*Computer Aided Personal Interviews*).

In entrambi i questionari tutte le domande erano strutturate, ovvero prevedevano risposte precodificate. Nella redazione dei questionari si è cercato di impiegare un linguaggio rigoroso, ma anche accessibile a persone non esperte, affinché risultasse minima la possibilità di incomprensione da parte degli intervistati, soprattutto per le domande di natura tecnica riguardanti alcuni aspetti del patrimonio e degli investimenti.

Per le domande più complesse o per le domande per cui erano previste molteplici possibilità di risposta, sono stati predisposti «cartellini» da mostrare agli intervistati. Agli intervistatori è stato consegnato anche un glossario contenente le definizioni più complesse e di difficile comprensione da parte degli intervistati.

Nell'indagine famiglie, per consentire analisi longitudinali di alcuni fenomeni, sono state conservate le domande fondamentali già collaudate negli anni precedenti, per continuare a monitorare i temi cruciali della ricerca.

Metodo dell'indagine

Le interviste sono state fatte dalla Doxa tra il 20 gennaio e il 10 febbraio 2016. 82 intervistatori dell'Istituto hanno operato in 99 comuni (punti di campionamento), distribuiti in tutte le regioni italiane, e hanno eseguito 1.011 interviste alle «famiglie» e 312 interviste al target di *risparmiatori tra i 29 e i 55 anni*. Queste ultime interviste sono state poi elaborate mettendo insieme gli intervistati del sovracampionamento (312) con gli intervistati del campione «famiglie» appartenenti a questo target (255).

Il 30,3 per cento delle interviste alle «famiglie» sono state fatte nell'Italia Nord-Occidentale (Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria e Lombardia), il 20,5 per cento nell'Italia Nord-Orientale (Triveneto ed Emilia Romagna), il 20,4 per cento nell'Italia Centrale (Toscana, Marche, Umbria e Lazio) e il 28,8 per cento nell'Italia Meridionale, in Sicilia e in Sardegna.

Le interviste ai *risparmiatori tra i 29 e i 55 anni* sono state così distribuite: il 32,1 per cento nel Nord-Ovest, il 22,2 per cento nel Nord-Est, il 19,1 per cento nel Centro e il 26,6 per cento nel Sud-Isole.

La collettività considerata nell'indagine principale è costituita dalle famiglie italiane che hanno attualmente conti correnti bancari (l'universo di riferimento è costituito da circa 25 milioni di famiglie); all'interno della famiglia veniva intervistato il principale decisore in merito a risparmio e investimento, ossia la persona più informata e interessata circa gli argomenti trattati nel questionario (nel 77,3 per cento dei casi, il capofamiglia).

Per la selezione delle «famiglie» e degli appartenenti al target *risparmiatori tra i 29 e i 55 anni* è stato utilizzato un campione per «quote»: ai rilevatori Doxa sono stati dati i comuni in cui operare nonché le caratteristiche delle famiglie da visitare (quote per classi di età, condizione professionale e grado di istruzione del capofamiglia).

I dati sulla distribuzione geografica e sulle caratteristiche socio-demografiche delle famiglie italiane che hanno conti correnti bancari, necessari per la formazione del campione, sono stati acquisiti dalla Doxa nel corso di altre rilevazioni basate su campioni casuali, rappresentativi di tutte le famiglie italiane¹.

Nell'interpretare i risultati dell'indagine è necessario ricordare che, per il metodo di campionamento adottato (scelta ragionata delle «famiglie» da includere nel campione), il calcolo dell'errore statistico e della significatività delle differenze fra le risposte date nei diversi sottogruppi presenta alcuni limiti. Vengono forniti, in questa nota, i limiti di confidenza di un campione casuale semplice, per valutare il grado di affidabilità dei dati rilevati nell'ipotesi che la

¹ Il campione è stato aggiornato a gennaio 2015.

selezione degli intervistati, operata per «quote», non si discosti sostanzialmente dalla scelta casuale.

Se si considerano due modalità di una risposta che si autoescludono (ad esempio: gli intervistati «hanno» oppure «non hanno risparmiato»), con un campione casuale semplice di 1.011 famiglie l'intervallo di fiducia entro cui può oscillare la percentuale di risposte nell'universo (con il rischio di sbagliare 5 volte su 100) è dato da questa formula:

$$p \pm 1,96 \sqrt{\frac{p(100-p)}{n}}$$

dove «p» indica la prima modalità presa in considerazione.

Nel nostro esempio, gli intervistati che «hanno risparmiato» sono il 51 per cento del campione; nell'intera collettività considerata (universo) saranno 51 per cento \pm 3,0815 (quindi potranno essere da 47,81 per cento a 54,08 per cento).

Da questo punto di vista, quando si analizzano le percentuali relative al campione totale, i dati hanno una notevole affidabilità. Quando, invece, si scende nell'analisi di alcuni sottoinsiemi del campione (per esempio: coloro che possiedono fondi comuni di investimento), occorre maggiore cautela, perché, col diminuire della numerosità del campione, l'intervallo di fiducia si allarga, con crescenti possibilità di oscillazioni dei valori riscontrati nel sottocampione.

Quando si vogliono fare confronti fra i dati di due campioni (cioè, per esempio, confrontare quelli del 2015, basati su 1.076 casi, con quelli del 2016 basati su 1.011 casi), il calcolo è il seguente: calcolo della significatività della differenza fra le percentuali corrispondenti alle stesse modalità nel campione 2015 e nel campione 2016 (al livello di significatività del 5 per cento, cioè correndo il rischio che 5 volte su 100 riteniamo significativa una differenza che in realtà non è tale)*.

$$|P_{15} - P_{16}| > 1,96 \left[\frac{P_{15}n_{15} + P_{16}n_{16}}{n_{15} + n_{16}} \cdot \left(100 - \frac{P_{15}n_{15} + P_{16}n_{16}}{n_{15} + n_{16}} \right) \cdot \left(\frac{1}{n_{15}} + \frac{1}{n_{16}} \right) \right]^{1/2}$$

Il membro a sinistra della disuguaglianza rappresenta il valore assoluto della differenza tra le percentuali: se è maggiore del membro di destra, che rappresenta l'errore della distribuzione campionaria, la differenza è significativa; cioè il campione 2015 e il campione 2016 sono stati estratti da due popolazioni che rappresentano la differenza tra le due percentuali.

La struttura del campione, cioè la distribuzione delle 1.011 famiglie e dei *risparmiatori tra i 29 e i 55 anni*, in valori assoluti e percentuali, secondo sesso, classe di età, condizione professionale e altre caratteristiche degli intervistati e dei capifamiglia, è presentata nelle tavole che seguono.

* Essendo: P_{15} = percentuale risultati 2015; n_{15} = numerosità del campione 2015
 P_{16} = percentuale risultati 2016; n_{16} = numerosità del campione 2016

Caratteristiche degli intervistati • Famiglie

Tavola A – Sesso dell'intervistato

	Casi	%
Uomini	650	64,3
Donne	361	35,7
Totale	1.011	100,0

Tavola B – Stato civile dell'intervistato

	Casi	%
Celibe/nubile	157	15,5
Coniugato/a, convivente	704	69,6
Vedovo/a	81	8,0
Divorziato/a, separato/a	67	6,6
Non indica	2	0,2
Totale	1.011	100,0

Tavola C – L'intervistato è:

	Casi	%
Il capofamiglia	782	77,3
Il coniuge del capofamiglia	166	16,4
Il figlio del capofamiglia	54	5,3
Il genitore del capofamiglia	7	0,7
Altro rapporto	1	0,1
Non indica	1	0,1
Totale	1.011	100,0

Tavola D – Classe di età dell'intervistato

	Casi	%
18-24 anni	23	2,3
25-34 anni	108	10,7
35-44 anni	199	19,7
45-54 anni	210	20,8
55-64 anni	174	17,2
65 anni e oltre	296	29,3
Non indica	1	0,1
Totale	1.011	100,0

Tavola E – Classe di età del capofamiglia

	Casi	%
18-24 anni	15	1,5
25-34 anni	76	7,5
35-44 anni	180	17,8
45-54 anni	226	22,4
55-64 anni	186	18,4
65 anni e oltre	315	31,2
Non indica	13	1,3
Totale	1.011	100,0

Tavola F – Grado di istruzione dell'intervistato

	Casi	%
Università	159	15,7
Scuola media superiore	411	40,7
Scuola media inferiore	316	31,3
Scuola elementare	123	12,2
Nessuna scuola	2	0,2
Non indica	–	–
Totale	1.011	100,0

Tavola G – Grado di istruzione del capofamiglia

	Casi	%
Università	147	14,5
Scuola media superiore	392	38,8
Scuola media inferiore	332	32,8
Scuola elementare	134	13,3
Nessuna scuola	2	0,2
Non indica	4	0,4
Totale	1.011	100,0

Tavola H – Il capofamiglia lavora attualmente? In quale settore?

	Casi	%
No, non lavora	353	34,9
Sì, lavora	633	62,6
Non indica	25	2,5
Totale	1.011	100,0
<i>(se sì) In quale settore?</i>		
Agricoltura	17	2,7
Industria	143	22,6
Artigianato	65	10,3
Commercio	138	21,8
Servizi	175	27,6
Pubblica amministrazione	86	13,6
Edilizia	2	0,3
Altro settore	7	1,1
Totale	633	100,0

Tavola I – Condizione professionale del capofamiglia

	Casi	%
Imprenditore	48	4,7
Libero professionista	69	6,8
Dirigente, alto funzionario	26	2,6
Insegnante	17	1,7
Impiegato	168	16,6
Esercente, artigiano	76	7,5
Lavoratore manuale non agricolo	180	17,8
Lavoratore manuale agricolo	8	0,8
Agricoltore conduttore	9	0,9
Pensionato	346	34,2
Casalinga	13	1,3
Disocc. o in attesa di prima occup.	37	3,7
Studente	9	0,9
Altro	2	0,2
Non indica	3	0,3
Totale	1.011	100,0

Tavola J – Condizione professionale dell'intervistato

	Casi	%
Imprenditore	47	4,6
Libero professionista	69	6,8
Dirigente, alto funzionario	18	1,8
Insegnante	18	1,8
Impiegato	171	16,9
Esercente, artigiano	64	6,3
Lavoratore manuale non agricolo	159	15,7
Lavoratore manuale agricolo	7	0,7
Agricoltore conduttore	8	0,8
Pensionato	294	29,1
Casalinga	64	6,3
Disocc. o in attesa di prima occup.	74	7,3
Studente	7	0,7
Altro	11	1,1
Totale	1.011	100,0

Caratteristiche degli intervistati • Risparmiatori 29-55 anni

Tavola A – Sesso dell'intervistato

	Casi	%
Uomini	345	60,8
Donne	222	39,2
Totale	567	100,0

Tavola B – Stato civile dell'intervistato

	Casi	%
Celibe/nubile	106	18,7
Coniugato/a, convivente	400	70,5
Vedovo/a	9	1,6
Divorziato/a, separato/a	51	9,0
Non indica	1	0,2
Totale	567	100,0

Tavola C – L'intervistato è:

	Casi	%
Il capofamiglia	411	72,5
Il coniuge del capofamiglia	120	21,2
Il figlio del capofamiglia	34	6,0
Il genitore del capofamiglia	1	0,2
Altro rapporto	1	0,2
Non indica	–	–
Totale	567	100,0

Tavola D – Classe di età dell'intervistato

	Casi	%
29-34 anni	88	15,5
35-44 anni	222	39,2
45-55 anni	257	45,3
Totale	567	100,0

Tavola E – Classe di età del capofamiglia

	Casi	%
18-24 anni	–	–
25-34 anni	67	11,8
35-44 anni	203	35,8
45-54 anni	231	40,7
55-64 anni	42	7,4
65 anni e oltre	16	2,8
Non indica	8	1,4
Totale	567	100,0

Tavola F – Grado di istruzione dell'intervistato

	Casi	%
Università	150	26,5
Scuola media superiore	281	49,6
Scuola media inferiore	124	21,9
Scuola elementare	12	2,1
Nessuna scuola	–	–
Non indica	–	–
Totale	567	100,0

Tavola G – Grado di istruzione del capofamiglia

	Casi	%
Università	129	22,8
Scuola media superiore	277	48,9
Scuola media inferiore	139	24,5
Scuola elementare	21	3,7
Nessuna scuola	–	–
Non indica	1	0,2
Totale	567	100,0

Tavola H – Il capofamiglia lavora attualmente? In quale settore?

	Casi	%
No, non lavora	64	11,3
Sì, lavora	495	87,3
Non indica	8	1,4
Totale	567	100,0
<i>(se sì) In quale settore?</i>		
Agricoltura	12	2,4
Industria	100	20,2
Artigianato	50	10,1
Commercio	95	19,2
Servizi	172	34,7
Pubblica amministrazione	65	13,1
Edilizia	1	0,2
Altro settore	–	–
Totale	495	100,0

Tavola I – Condizione professionale del capofamiglia

	Casi	%
Imprenditore	41	7,2
Libero professionista	65	11,5
Dirigente, alto funzionario	24	4,2
Insegnante	18	3,2
Impiegato	152	26,8
Esercente, artigiano	54	9,5
Lavoratore manuale non agricolo	120	21,2
Lavoratore manuale agricolo	10	1,8
Agricoltore conduttore	5	0,9
Pensionato	35	6,2
Casalinga	8	1,4
Disocc. o in attesa di prima occup.	28	4,9
Studente	2	0,4
Altro	1	0,2
Non indica	4	0,7
Totale	567	100,0

Tavola J – Condizione professionale dell'intervistato

	Casi	%
Imprenditore	44	7,8
Libero professionista	62	10,9
Dirigente, alto funzionario	16	2,8
Insegnante	24	4,2
Impiegato	156	27,5
Esercente, artigiano	52	9,2
Lavoratore manuale non agricolo	117	20,6
Lavoratore manuale agricolo	10	1,8
Agricoltore conduttore	4	0,7
Pensionato	5	0,9
Casalinga	28	4,9
Disocc. o in attesa di prima occup.	39	6,9
Studente	2	0,4
Altro	7	1,2
Non indica	1	0,2
Totale	567	100,0

Gli autori dell'Indagine 2016 sul Risparmio

Giuseppe Russo è un economista professionista. Al Centro Einaudi – di cui è direttore dal 2014 – è stato responsabile di ricerche e ha curato, con Mario Deaglio e poi con Mario Valletta, diverse edizioni del *Rapporto BNL/Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* (dall'XI al XVIII, 1993-2000). Dal 2011 cura questa indagine sul risparmio. Ha fondato e dirige STEP Ricerche, società di studi economici applicati. È stato docente dal 1987 al 2009 di materie economiche e finanziarie presso il Politecnico di Torino. Nel 2003 ha curato per la Fondazione Rota, con Pietro Terna, *I numeri per Torino*, nel 2005 *Produrre a Torino* e nel 2011 *Innovare in Piemonte*. Dal 2009 è autore dell'analisi sull'Italia contenuta nel *Rapporto sull'economia globale e l'Italia*, realizzato annualmente dal Centro Einaudi a partire dal 1996. È fra gli autori del *Rapporto «Giorgio Rota» su Torino* (edizioni 2013 e 2014).

Pier Marco Ferraresi è un economista professionista, fino al 2015 docente di Scienza delle finanze e di Economia e politica industriale all'Università di Torino. Svolge attività di consulenza ed è autore di numerosi contributi e pubblicazioni nei campi dell'economia pubblica, analisi di impatto della regolazione, valutazione degli investimenti, analisi dei settori industriali e analisi statistiche su questionario. È responsabile, come consulente esterno, del Centro Studi del Collegio Costruttori-ANCE di Torino. Esperto di economia della previdenza, dal 2000 al 2004 è stato ricercatore presso il CERP (Centre for Research on Pensions and Welfare Policies – Collegio «Carlo Alberto» e Università di Torino); dal 2003 al 2004 è stato, con Elsa Fornero, consulente della Banca Mondiale per la valutazione dell'intervento della Banca nelle riforme pensionistiche di Albania, Lettonia, Macedonia e Russia.

Gabriele Guggiola è director in PricewaterhouseCoopers nell'ambito financial sector, dove si occupa prevalentemente di riforme ed evoluzioni del sistema bancario a livello europeo. Precedentemente è stato docente alla Facoltà di Economia dell'Università dell'Insubria, dove si è occupato di economia pubblica e monetaria, e ha lavorato presso la Banca d'Italia nel campo della supervisione bancaria. Collabora con il Centro Einaudi dal 2000 nello sviluppo dell'Indice della libertà economica dell'Unione Europea e delle regioni italiane e in altre attività di ricerca in ambito economico. Ha pubblicato, con Giovanni Ronca, *Misurare la libertà economica nel mondo, in Europa, in Italia* (2004) e *La libertà economica nel mondo, in Europa, in Italia* (2007); con Davide Viroglio, ha scritto *The EU and Its Neighbours: Challenges for Economic Freedom* (2011).

