

1. I risparmiatori italiani nel 2007

Andrea Beltratti

1.1. I mercati finanziari e l'economia reale

La prima parte del 2007 ha mostrato un segno di grande novità dal punto di vista della struttura della crescita economica: l'economia mondiale è cresciuta a un tasso annuo del 5 per cento, che secondo le previsioni dovrebbe essere mantenuto sino alla fine dell'anno, pur a fronte di un rallentamento dell'economia statunitense, che dovrebbe crescere di solo il 2 per cento. Il rallentamento dell'economia statunitense è iniziato durante l'estate e la manifestazione più tangibile è stata la riduzione nella creazione di nuovi posti di lavoro, che sono addirittura scesi di 4.000 unità in agosto. Ma, anche a fronte di queste informazioni relative all'indebolimento della congiuntura statunitense, le principali autorità internazionali hanno rivisto solo marginalmente al ribasso le previsioni di crescita per tutto il mondo. Se questa visione fosse confermata, si tratterebbe di una novità molto positiva, che mostrerebbe come il processo di crescita stia guadagnando autonomia in tante aree del pianeta, in grado di sostenersi anche in presenza di una debolezza dell'economia degli Stati Uniti. Il rallentamento della crescita nell'America del Nord, verificatosi nel primo semestre e in fase di accentuazione nella seconda parte dell'anno, ha comportato almeno un forte rallentamento in Europa, Asia e America del Sud. La diminuzione di correlazione tra le aree sarebbe segno di un notevole cambiamento strutturale dell'economia mondiale. Tale cambiamento in effetti avrebbe varie motivazioni economiche e giungerebbe in un periodo storico particolarmente adatto.

Tra le motivazioni alla base della riduzione del grado di correlazione tra crescita statunitense e crescita nel resto del mondo, due, probabilmente non disgiunte tra loro, sono particolarmente importanti. La prima è costituita dalla forte crescita della Cina e dal suo aumento di dimensione assoluta, che la rende protagonista sempre più rilevante sulla scena mondiale. Pur in presenza di problemi legati talvolta alla qualità del processo di sviluppo e all'elevato utilizzo di risorse ambientali e naturali, la Cina mostra già da qualche anno un tasso di crescita costantemente vicino al 10 per cento. Un quarto della crescita mondiale è ormai dovuto alla Cina (dato che sale al 50 per cento se si considerano anche India e Russia). Le esportazioni cinesi raggiungono regolarmente i mercati degli altri paesi, innescando spesso polemiche relative alla loro eccessiva competitività, aiutata da un tasso di cambio che viene mantenuto artificialmente debole da un regime di controllo dei capitali.

Come conseguenza, la Cina diventa in misura crescente un accumulatore di risorse finanziarie, superiori a 1.100 miliardi di dollari per le sole riserve ufficiali. Si tratta di una riserva di potere d'acquisto tradizionalmente impiegata in attività finanziarie di tipo obbligazionario, prevalentemente emesse dal settore pubblico statunitense, ma oggi sempre più diversificata verso altri impieghi. Estremamente significativi da questo punto di vista sono due episodi del 2007. Uno è rappresentato dall'investimento effettuato dal governo cinese nella società di *private equity* Blackstone, quotata sulla Borsa di New York nel mese di giugno, che mostra la volontà di partecipare da protagonista nelle attività di gestione dello sviluppo economico del pianeta. L'altro episodio degno di nota è costituito dall'appoggio dato da importanti banche asiatiche (la banca cinese China Development Bank e il fondo di Stato di Singapore Temasek Holdings) alla banca inglese Barclays nella lotta da quest'ultima condotta per il controllo di una grande banca europea, l'olandese ABN AMRO.

Il secondo elemento rilevante a livello mondiale è l'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, aumento che non è certo indipendente dalla crescita economica della Cina e di altri paesi emergenti. Il grande bisogno di infrastrutture in Cina e in altri paesi a forte crescita ha comportato uno shock di domanda, che l'offerta esistente è stata in grado di controbilanciare solo parzialmente. I vantaggi di tale aumento

di prezzo sono andati ai paesi esportatori di petrolio e di materie prime. Paesi in larga misura in fase di crescita, che hanno molto beneficiato della possibilità di utilizzo di ampie risorse finanziarie. Questo ha consentito a paesi come la Russia nonché ai paesi del Medio Oriente, ma anche ad alcuni paesi africani, di avviare un ciclo economico di crescita basato sulla costruzione di nuove infrastrutture.

Perché il periodo storico è particolarmente adatto a una staffetta tra gli Stati Uniti e il resto del mondo? Perché l'economia statunitense accusa squilibri rilevanti, tali da richiedere un rallentamento della crescita.

Un primo squilibrio importante è quello del debito estero, che si è accumulato negli anni Novanta. La montagna di debito pesa sulle sorti del dollaro e potrà essere riassorbita nel lungo periodo da un'eccedenza delle esportazioni sulle importazioni. Tale eccedenza richiede precisamente un aumento della crescita internazionale e una riduzione della crescita interna. La tendenza recente suggerisce che una fase di correzione è forse iniziata. Il peso del disavanzo estero sul prodotto interno degli Stati Uniti è sceso dal 7 al 5 per cento, e le esportazioni nel 2007 hanno iniziato a crescere a due cifre contro una sostanziale stabilità delle importazioni.

Il secondo squilibrio è legato al tasso di risparmio, ormai da alcuni anni addirittura negativo. Naturalmente, occorre ricordare le molteplici problematiche legate alla definizione del risparmio, che possono contribuire a dare un'immagine eccessivamente pessimistica del fenomeno. È però indubbio che il forte consumo delle famiglie statunitensi è stato sostenuto per anni da un effetto-ricchezza legato al continuo aumento dei prezzi azionari e soprattutto dei prezzi immobiliari. La crisi del settore immobiliare, iniziata nel 2006 e proseguita in maniera imprevista persino dalla Federal Reserve nel 2007, ha contribuito sia ad attenuare il tasso di crescita sia a sgonfiare la ricchezza. Al momento non sono ancora stati registrati effetti negativi sulla crescita economica, ma è probabile che una riduzione del valore complessivo della ricchezza immobiliare, quantificabile nell'ordine del 3 per cento all'inizio dell'estate ma che secondo alcuni osservatori, tra cui Alan Greenspan, potrebbe raggiungere il 10 per cento nei prossimi mesi, eserciterà per qualche tempo un effetto negativo sulla dinamica del consumo. Per tanti motivi è quindi molto importante che le economie internazionali siano in grado di soste-

nera un processo endogeno di crescita, che consenta un miglioramento del tenore di vita delle popolazioni e favorisca il riassorbimento degli squilibri esistenti.

L'Europa si sta comportando in maniera brillante in questa situazione, in particolar modo per quanto riguarda la Germania. L'area dell'euro dovrebbe crescere nel 2007 del 2,6 per cento, come pure la Germania, che ha avviato riforme coraggiose cui hanno contribuito anche le grandi aziende. La Germania è diventata quindi il motore della crescita europea, una crescita che ha consentito una forte creazione di posti di lavoro e un riassorbimento della disoccupazione fino a valori del 7 per cento.

Meno brillante appare la situazione dell'Italia, la cui debole crescita si distacca infatti dal resto del mondo. Una crescita compresa tra l'1,5 e il 2 per cento (prevista all'1,8 per cento per il 2007), di per sé non disprezzabile, è tuttavia deludente se vista nella prospettiva di una crescita mondiale del 5 per cento. Tante le cause della scarsa crescita italiana. Proprio questa molteplicità rende complicato individuare misure efficaci, particolarmente in presenza di un elevato debito pubblico, pari al 106 per cento del prodotto interno lordo, che costringe il paese a un virtuosismo fiscale difficilmente conciliabile con la crescita, almeno nel breve periodo. Certamente salta agli occhi come il dibattito italiano sia concentrato su temi di redistribuzione delle risorse e di difesa dei diritti acquisiti più che sui temi della crescita. Naturalmente si tratta di questioni importanti, e il fatto che il paese possa permettersi disquisizioni tanto complesse su come dividere le risorse esistenti è in un certo senso un segnale della ricchezza che è stata creata nel passato. Il processo di globalizzazione e la velocità con cui si diffonde ad angoli del pianeta prima dimenticati mostrano però quanto sia pericoloso tralasciare il fatto che solo la creazione di risorse consente nel lungo periodo il mantenimento e lo sviluppo del tenore di vita.

I mercati finanziari hanno riflesso i vari trend fin qui ricordati. I tassi di interesse negli Stati Uniti sono rimasti fermi e le aspettative hanno oscillato a lungo, prendendo persino in considerazione, in vari momenti dell'anno, la possibilità di un'inversione della fase di politica monetaria, come conseguenza di una riduzione della crescita. Dopo l'estate i tassi a lungo termine sono però nuovamente scesi al 4,5 per cento dopo la brusca riduzione sul tasso dei *federal funds* attuata a settembre dalla Federal

Reserve. I tassi europei hanno invece proseguito la tendenza al rialzo a causa della notevole crescita e del tentativo da parte della Banca Centrale Europea di mantenere basse le aspettative di inflazione. Uno sforzo che ha ottenuto pieno successo visto il risultato sull'inflazione, addirittura inferiore al 2 per cento. In Cina, è proseguita la manovra restrittiva decisa dalla Banca Centrale e attuata in parte con aumenti dei tassi di interesse e in parte con misure dirette di contenimento del credito, in armonia con la necessità di essere efficaci e di sfruttare il grado di sviluppo corrente dei mercati finanziari. Le manovre cinesi hanno avuto però meno successo di quelle delle altre banche centrali a causa di un tasso di inflazione che ha superato il 6 per cento nell'estate del 2007. In Giappone, la politica monetaria è stata orientata al mantenimento del tasso di interesse dello 0,5 per cento, un livello che pare essere compatibile con una costante ripresa economica.

Il dollaro si è ulteriormente indebolito rispetto all'euro, che ha anche guadagnato fortemente rispetto allo yen. Le prospettive di indebolimento della crescita statunitense rispetto a quella europea hanno pesato sull'andamento della valuta, aggiungendosi al già segnalato problema del debito estero degli Stati Uniti.

Le Borse hanno avuto un andamento brillante nella prima parte dell'anno, come conseguenza dell'ancora notevole tasso di crescita degli utili e delle operazioni di ristrutturazione aziendale. La crescita degli utili è stata infatti del 9 per cento nel primo trimestre del 2007 – un livello elevato tenuto conto dei forti tassi di crescita (superiori al 10 per cento) che si sono registrati in tutti i trimestri del periodo 2003-2006 –, con un lievissimo rallentamento all'8 per cento nel secondo trimestre. Le operazioni di ristrutturazione aziendale sono state molto importanti e hanno beneficiato della elevata liquidità a disposizione delle imprese, che si sono dedicate al tentativo di migliorare le economie di scala in vari settori economici. Gli azionisti hanno quindi beneficiato della possibilità di vendita delle loro azioni a prezzi spesso superiori del 20-30 per cento a quelli registrati in Borsa prima dell'annuncio dell'acquisizione. Le Borse hanno accusato cali durante l'estate, come conseguenza della difficoltà di rimborso dei prestiti immobiliari concessi in maniera superficiale (gli ormai famosi *subprime*) e sui timori del coinvolgimento diretto di qualche grande banca mondiale in una crisi finanziaria.

1.2. Il patrimonio delle famiglie italiane

Come nelle precedenti edizioni di questo *Rapporto*, al fine di fornire un quadro di sintesi sull'evoluzione dei portafogli finanziari delle famiglie italiane viene utilizzato, a supporto del tradizionale questionario Doxa, il materiale statistico pubblicato nella *Relazione annuale* della Banca d'Italia. I dati sulle quote percentuali delle varie attività nei patrimoni finanziari (sono infatti assenti beni immobili e altri beni reali) sono riportati nella tabella 1.1.

Tabella 1.1. L'evoluzione dei portafogli finanziari di famiglia, 2005-2006

Voci	Composizione percentuale	
	dicembre 2005	dicembre 2006
Biglietti e depositi a vista	17,0	17,2
Altri depositi	9,8	10,2
• bancari	2,5	7,1
• postali	7,3	3,1
Titoli a breve termine	0,1	0,4
Titoli a medio/lungo termine	16,5	15,7
• dello Stato	5,4	4,5
Quote di fondi comuni	8,3	6,6
Azioni e partecipazioni	21,4	21,6
Attività sull'estero	8,6	9,5
• depositi	0,1	0,4
• titoli a breve termine	0,0	0,0
• titoli a medio/lungo termine	3,7	3,7
• azioni e partecipazioni	2,8	3,0
• quote di fondi comuni	2,0	2,4
Riserve per premi di assicurazione*	17,8	18,1
Altre attività	0,5	0,6
Totale attività	100,0	100,0

* Include sia le riserve assicurative dei rami vita e danni, sia i fondi pensione.

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2006*

I dati confermano la stabilità esistente negli ultimi anni. La quota destinata a liquidità, titoli a breve e a medio/lungo termine resta attorno al 43 per cento; la quota destinata a fondi comuni (la tabella esclude i fondi esteri facenti capo a operatori italiani), azioni e partecipazioni scende dal 30 per cento dello scorso anno al 28 per cento a causa della riduzione dei fondi comuni, il cui deflusso in valore è stato pari nel 2006 a 37 miliardi di euro. In ulteriore crescita rispetto al passato la diversificazione internazionale dei portafogli, che passa dal 6,8 del 2004 all'8,6 del 2005 e si attesta al 9,5 per cento nel 2006.

L'aumento della ricchezza rispetto all'anno precedente è stato pari al 4 per cento, dovuto per circa un quarto alla crescita del valore dei titoli azionari e per il resto a nuovi investimenti.

Anche nel 2006 è proseguita la tendenza delle famiglie ad aumentare l'indebitamento lordo, cresciuto di altri 55 miliardi di euro (soprattutto a causa del finanziamento dell'acquisto di abitazioni) per giungere a un valore totale di 595 miliardi di euro. Secondo un rapporto di Nomisma pubblicato alla fine dell'estate, il rapporto tra i nuovi mutui e le compravendite di abitazioni è passato dal 45,8 per cento del 2004 al 47,8 per cento del 2006, vale a dire, in termini assoluti, da 368.700 mutui a 404.000, e inoltre sono aumentati sia l'importo medio del mutuo, da 108.200 a 127.600 euro, sia la durata, da 19,3 a 22,2 anni. Tale debito è in buona parte stato contratto nei confronti di operatori bancari, che vantano verso le famiglie crediti per 431 miliardi di euro. Le passività rappresentano il 47 per cento del reddito disponibile, in forte crescita rispetto al 43 per cento dello scorso anno, valore peraltro molto contenuto rispetto a quanto accade in Francia (66 per cento), Germania (100 per cento), Stati Uniti (128 per cento) e Regno Unito (148 per cento). La Banca d'Italia osserva come gli oneri per il servizio del debito (comprendendo sia gli interessi sia la restituzione delle rate di capitale) siano pari al 7 per cento del reddito disponibile. La situazione italiana è peraltro diversa da quella esistente in Inghilterra e negli Stati Uniti non solo quanto ad ammontare del debito privato ma anche quanto a struttura: il debito non finalizzato, principalmente associato alle carte, è pari al 10 per cento circa del totale.

Questo è rassicurante alla luce delle difficoltà che sono state evidenziate durante l'estate dalla crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, vale

a dire mutui concessi sulla base di una superficiale analisi della possibilità di rimborso da parte del debitore. Tali difficoltà sono state così forti da indurre il presidente Bush a dichiarare che il Governo è pronto a intervenire per aiutare le famiglie che sono in crisi. Ovviamente, un'azione di questo tipo difficilmente potrà distinguere tra chi è in crisi per avere assunto rischi eccessivi o per non avere compreso i meccanismi di funzionamento del rimborso dei mutui e chi è in crisi a causa dell'aumento dei tassi di interesse, anche perché tale aumento era stato largamente annunciato. Difficile pensare che i margini di incomprendimento sul meccanismo dei mutui a tasso variabile possano essere stati tanto ampi in un paese in cui circa metà delle famiglie detiene titoli azionari. Peraltro, la crisi di rimborso dei mutui sta assumendo i contorni più ampi di una crisi generale di rimborso dei debiti: l'agenzia di rating Standard and Poor's ha affermato alla fine di agosto che gli americani che non onorano i debiti contratti tramite carte (soprattutto di tipo *revolving*) sono cresciuti del 30 per cento nel corso del primo semestre del 2007.

I dati per l'Italia sono relativamente tranquillizzanti. Una delle domande poste dal questionario usato per stendere questo *Rapporto* era: «Un eventuale aumento dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale Europea nel corso dei prossimi mesi potrebbe creare delle difficoltà nel pagamento delle rate del mutuo?», e lasciava come possibili risposte «Sì», «No, perché la scadenza del mutuo è ravvicinata», «No, se l'aumento dei tassi sarà moderato», «No, un eventuale aumento dei tassi non mi creerà alcun problema nel pagamento delle rate», «Non sa, non indica». Il 25 per cento dei rispondenti ha selezionato «Sì». Circa il 37 per cento ha risposto in maniera negativa, nel 9 per cento dei casi perché la scadenza del mutuo è ravvicinata. Il 24 per cento ha detto che non avrà difficoltà di rimborso se l'aumento dei tassi sarà moderato. I dati sono quindi preoccupanti solo per un quarto degli intervistati. Si tratta comunque di una quota certo non trascurabile, che potrebbe evidenziare l'esistenza di un problema anche nel caso italiano, specialmente se la Banca Centrale Europea continuasse la manovra di aumento dei tassi di interesse.

1.3. Il reddito corrente e futuro

Uno degli indicatori tradizionalmente riportati in questo *Rapporto* è il saldo algebrico tra la quota di intervistati che ritiene sufficiente, ovvero insufficiente, il proprio reddito corrente. Un analogo saldo algebrico è calcolato chiedendo ai risparmiatori di esprimere lo stesso tipo di giudizio sul reddito che essi si attendono di godere quando andranno in pensione (all'incirca all'età di 65 anni) (figura 1.1).

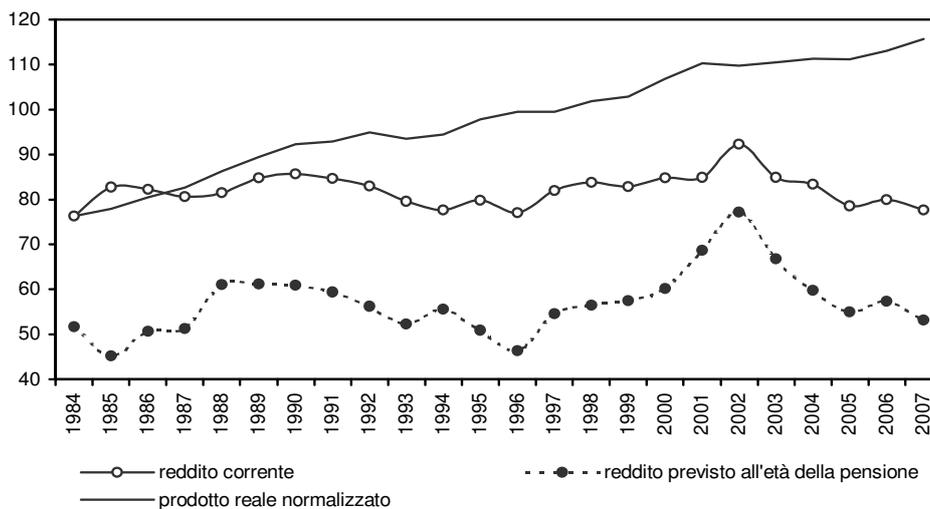
La percentuale di intervistati che hanno espresso un giudizio positivo, di sufficienza o più che sufficienza, passa da 90 a 89. Stabile al 12,8 per cento la quota di chi ritiene di avere un reddito corrente «più che sufficiente». Sale dal 9,9 all'11,1 per cento la quota di chi ritiene di avere un reddito «insufficiente» o «del tutto insufficiente». Quest'ultimo è il dato più elevato degli ultimi dieci anni, inferiore di poco al dato del 1996. Ricordare le condizioni di criticità che caratterizzavano l'economia italiana nella metà degli anni Novanta aiuta a porre in prospettiva il dato del 2007. Alla metà degli anni Novanta l'Italia aveva una valuta nazionale debole e stava portando a compimento alcune modifiche istituzionali di rilievo. Nel 2007 l'Italia fa parte dell'area dell'euro e ha modernizzato molte aree economiche, ma la percezione del benessere pare non essere migliorata.

Rimane perlopiù stabile la discrepanza fra il livello dell'indicatore relativo al reddito corrente e quello relativo al reddito nell'età pensionabile. La quota di coloro che ritengono di poter disporre al momento del pensionamento di un reddito «più che sufficiente» è pari al 9 per cento, immutata rispetto al 2006, mentre è salita a 18 (da 15) la percentuale di coloro che ritengono di avere un reddito «insufficiente» o «del tutto insufficiente» (valore che, è bene ricordare, era pari a 7 nel 2002). Permane dunque una situazione che denota forte preoccupazione per il futuro.

La figura 1.1 sintetizza questi andamenti e li pone a confronto con un indicatore del livello di prodotto interno lordo in termini reali nello stesso periodo, normalizzato per avere all'inizio del 1984 un valore analogo a quello dell'indicatore di percezione del reddito corrente.

Figura 1.1. Reddito percepito e reale, 1984-2007

(saldi tra percentuali di giudizi di sufficienza e insufficienza del reddito)



La figura evidenzia che il 2007 segna la ripresa di una tendenza negativa (solo brevemente e lievemente interrotta lo scorso anno) che ormai si protrae dal 2002, che ha rappresentato il massimo storico dall'inizio della raccolta di queste informazioni. Il valore del 2007 è simile a quello del 1993-1995.

Si tratta di dati sorprendenti se confrontati con quelli della crescita effettiva del paese, una crescita che certo non si distingue per un valore particolarmente elevato anche a causa della stagnazione dell'ultimo quinquennio. Si tratta comunque di una crescita che ha consentito un aumento del 51 per cento del valore della produzione tra il 1984 e oggi, a fronte di un aumento complessivo dell'indicatore di soddisfazione del reddito corrente di soli 1,7 punti nello stesso periodo.

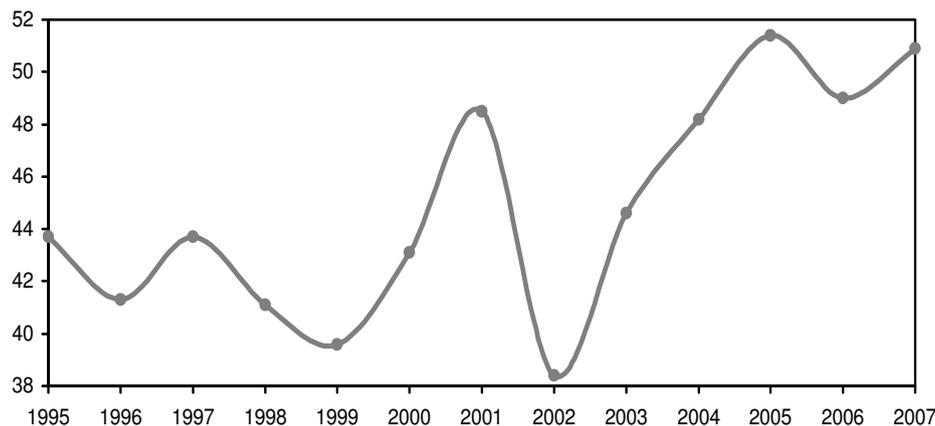
Vari motivi possono spiegare il differenziale tra crescita effettiva del reddito e crescita percepita dai rispondenti al questionario. Una possibilità consiste nell'individuare una differenza tra la produzione misurata dall'indicatore di prodotto interno lordo e il benessere. Si tratta di un fenomeno approfondito dagli studiosi e suffragato da numerosi studi teorici ed empirici che mostrano come il prodotto di un paese possa aumentare anche a fronte di una riduzione del livello di benessere, ad esempio a causa del depauperamento

mento delle risorse naturali e ambientali. Una seconda possibilità consiste nel notare la differenza tra il dato aggregato dell'indicatore nazionale di prodotto e il dato del questionario, che è la media di percezioni di individui diversi. Un aumento della crescita del prodotto associato a una distribuzione fortemente asimmetrica dei benefici della stessa potrebbe quindi spiegare l'insoddisfazione di molte persone lasciate al margine del processo di crescita. Il tema merita approfondimenti futuri, perché di centrale importanza per la comprensione della situazione economica e sociale del nostro paese.

Il dato sulle aspettative di crescita del reddito reale della famiglia su un orizzonte di dieci anni registra una divaricazione interessante. La percentuale di chi ritiene che il reddito crescerà tra il 2,1 e il 5 per cento, pari a 30 nel 2002, risale a 27 da 24 dello scorso anno. Secondo il 22 per cento degli intervistati (da 25 dello scorso anno), il tasso di crescita sarà positivo ma inferiore al 2 per cento. Ritroviamo a 10 (come nel 2006) la percentuale di coloro che ritengono che la crescita sarà superiore al 5 per cento, rimane stabile a 7 la percentuale di coloro che pensano che il reddito diminuirà; il 20 per cento, dal 18 dello scorso anno, afferma che il reddito non crescerà. È certamente molto elevata, pari al 27 per cento, la quota di coloro che ritengono che nei prossimi dieci anni il reddito non crescerà. Persone con aspettative di questo tipo non sono in grado di fare programmi, di investire risorse in crescita del capitale umano, quindi in definitiva non possono contribuire appieno al progresso economico della società. Si tratta di un danno rilevante per la collettività, che suggerisce come l'Italia non appaia in grado né di assicurare condizioni di libertà e flessibilità atte a favorire una forte crescita né di tutelare la fasce meno abbienti della società, che si trovano ai margini di un debole processo di sviluppo che neanche in prospettiva fornisce loro una possibilità concreta di autonomia economica.

1.4. I risparmi

Come mostra la figura 1.2, secondo i risultati delle interviste condotte dalla Doxa per conto di BNL e Centro Einaudi, il 51 per cento degli italiani nel 2007 non ha risparmiato.

Figura 1.2. La percentuale di chi non risparmia, 1995-2007

Il 2007 vede quindi una risalita della percentuale dei non risparmiatori, in prossimità del picco del 2005. Il dato è preoccupante. Coloro che hanno risparmiato si dividono circa a metà tra coloro che ne avevano l'intenzione e coloro che l'hanno fatto «senza una intenzione precisa», con un aumento di chi risparmia sulla base di una programmazione. Risale al 9,6 per cento, dal 9 dello scorso anno, la media delle risposte sulla percentuale di reddito risparmiata, ancora inferiore rispetto ai valori registrati alla fine degli anni Novanta.

È pari a 27 (contro 25 dello scorso anno) la percentuale di chi afferma che il risparmio è «indispensabile», un aumento rinforzato da quello di chi ritiene il risparmio «molto utile» (da 42 a 45). Diminuisce ulteriormente da 2,4 a 2,2 la percentuale di chi ritiene il risparmio «poco utile».

Per capire la dinamica del risparmio è interessante capire perché le famiglie risparmiano. Sulla base delle risposte al questionario, «l'acquisto della casa» o «la ristrutturazione della casa» si confermano i motivi principali, selezionati dal 26 per cento (29 lo scorso anno) di chi ha risparmiato; l'integrazione della pensione resta a livelli relativamente bassi ma cresce molto rispetto allo scorso anno, passando dall'11 al 15 per cento; «l'assistenza medica nella vecchiaia» scende dal 7,1 al 5,6 per cento; «l'eredità» viene selezionata dal 7 per cento (3 lo scorso anno), «le spese per l'istruzione» sono indicate dal 4,1 per cento contro il 2,9 per cento dello

scorso anno. Motivo primario per il risparmio restano «gli eventi imprevedibili», indicati da ben il 41 per cento degli italiani contro il 47 per cento dello scorso anno.

Gli elementi salienti relativi al risparmio possono quindi essere così sintetizzati:

- «non risparmiatori» si diventa per carenza di risorse e non per scelta;
- oltre metà del campione non risparmia e chi riesce in media lo fa mettendo da parte meno del 10 per cento delle risorse disponibili;
- il motivo precauzionale resta quello principale per le scelte di risparmio, anche se compare una maggior capacità di programmazione per esigenze soprattutto previdenziali;
- continua ad aumentare il riconoscimento del risparmio come valore.

1.5. Il risparmio pensionistico e il trattamento di fine rapporto

Un indice relativo alla fiducia dei risparmiatori per gli strumenti finanziari finalizzati alla costituzione del capitale pensionistico si ottiene anche quest'anno dall'analisi delle risposte alla domanda relativa alla scelta dell'attività finanziaria usata per l'investimento di lungo periodo. La diffusione dei fondi pensione rispetto ad altri strumenti rimane scarsa: il 26 per cento (contro il 29 dello scorso anno) ha una polizza sulla vita che garantirà un vitalizio, il 14 per cento (dal 16) aderisce a un fondo pensione di categoria, il 7,3 per cento (dall'8,1) a un fondo pensione aperto. Come in passato, la scelta più frequente è quella che ribadisce la validità del fai-da-te pensionistico: la compie addirittura il 42,3 per cento degli intervistati, in discesa dal 43,8 per cento del 2006 e dal 49,4 del 2005.

Come è noto, il 2007 è stato, per i lavoratori nel settore privato, l'anno della scelta relativa all'impiego delle risorse del trattamento di fine rapporto (TFR). La riforma previdenziale consentiva una diversa destinazione di tali risorse, che avrebbero potuto essere smobilizzate dal trattamento di fine rapporto per essere investite in fondi pensione, aperti o di

categoria, o in strumenti previdenziali come i piani pensionistici individuali. Le prime valutazioni della riforma sono comparse all'inizio di luglio, dato che la scadenza del termine di scelta era la fine del mese di giugno 2007. L'obiettivo di un'adesione ai fondi pensione del 40 per cento era stato probabilmente raggiunto, ma solo grazie all'importante contributo del meccanismo del silenzio-assenso, in base al quale la mancanza di una scelta esplicita avrebbe comportato il trasferimento delle risorse a un fondo pensione. Una inchiesta del «Sole 24 Ore» del 14 luglio ha quantificato nel 19,1 per cento il tasso di adesione dei lavoratori ai fondi di categoria. Un sondaggio di IPR-Marketing condotto a fine giugno afferma che il 33 per cento dei lavoratori avrebbe scelto forme di previdenza complementare, l'8 per cento avrebbe aderito con il meccanismo del silenzio-assenso e il 59 per cento avrebbe deciso di lasciare il TFR all'azienda.

Il questionario di quest'anno ha incluso alcune domande in merito alle intenzioni di scelta e, soprattutto, in merito alle motivazioni delle scelte stesse e alle aspettative legate alle varie opzioni. Una prima domanda riguardava proprio la destinazione del TFR. Il 36 per cento ha affermato di avere deciso di lasciarlo alla propria azienda, il 12 per cento di avere optato per un impiego finanziario, il 52 per cento di non avere ancora deciso. La larga quota di indecisi è coerente con quello che da altre fonti si è appreso, vale a dire che molti hanno deciso all'ultimo momento. Le domande del questionario sono state poste durante il mese di giugno e hanno quindi registrato il lungo processo decisionale.

Una seconda domanda, rivolta a chi ha deciso di mantenere il TFR presso l'azienda, riguardava le motivazioni della scelta, lasciando solo tre alternative. La prima risposta possibile era «per una richiesta da parte dell'azienda che non potevo rifiutare», la seconda «perché voglio contribuire alla crescita dell'azienda presso cui lavoro», la terza «perché non mi fido dei fondi pensione». Le percentuali di adesione alle tre possibilità sono state rispettivamente pari a 28, 25 e 47. Due sono gli elementi di maggior interesse. Uno è il diffuso senso di sfiducia nei confronti dei fondi pensione, che riguarda quasi metà dei lavoratori intervistati. Il dato deve essere interpretato alla luce del senso di sfiducia registrato nei confronti del sistema finanziario italiano, studiato e commentato in dettaglio nel *Rapporto* dello scorso anno. Il risultato sui fondi pensione non deve

quindi necessariamente essere interpretato come una attestazione di sfiducia verso lo strumento specifico, che tra l'altro è stato direttamente utilizzato da una minoranza degli italiani, ma come una manifestazione di un senso di disagio più ampio, certamente legato agli scandali finanziari che hanno avuto luogo, in Italia e all'estero, negli ultimi anni. La scarsa adesione ai fondi pensione, situazione indubbiamente costosa per il sistema-paese, che aveva infatti cercato di indurre gli italiani ad aderire alle varie possibilità di investimento finanziario, deve essere quindi interpretata come simbolo di un atteggiamento generale di attendismo. Oltre a quelli già chiaramente emersi nel passato, emergono così ulteriori costi, sia pure circoscritti a una quota relativamente ridotta di investitori, dei cattivi comportamenti istituzionali e di *governance* adottati da una parte fortunatamente molto minoritaria dei protagonisti del sistema finanziario italiano. Si tratta di costi generali, riguardanti non più solo gli investitori che possedevano direttamente titoli oppure avevano rapporti commerciali con istituzioni mal gestite, ma riguardanti ora: a) tutti coloro che per sfiducia non procedono all'impiego finanziario delle risorse previdenziali, e che soffriranno quindi il costo-opportunità legato a una inefficiente gestione del portafoglio finanziario; b) le istituzioni finanziarie, che perdono opportunità di creare valore dalla gestione finanziaria delle risorse che non sono affluite; c) le imprese, che si trovano a operare in un contesto di mercato dei capitali meno dinamico e maturo di quello che vede la predominanza di investitori individuali; d) il paese stesso, che non riesce a rafforzare in tempi brevi il peso di una classe di investitori istituzionali fondamentale per la stabilità dei mercati finanziari e per il miglioramento dei processi di *governance*. Ci si può augurare che l'impegno degli intermediari riesca a produrre rapidamente risultati finanziari di rilievo in termini di performance, tali da convincere gli scettici a modificare la propria idea e la propria decisione.

L'altro elemento di interesse delle risposte fornite da chi ha ritenuto di lasciare il TFR presso l'azienda è costituito dal fatto che solo nel 50 per cento dei casi tale scelta è stata effettuata sulla base di pressioni aziendali. Nel rimanente 50 per cento dei casi si è trattato del tentativo di partecipare ai destini dell'azienda, sostenendola con il flusso di finanziamenti. Si tratta di una scelta che ovviamente ha un costo-opportunità legato alla inefficienza dell'allocazione complessiva della ricchezza, ma che può

essere collettivamente razionale se fornisce un aiuto a imprese che altrimenti dovrebbero sostenere ulteriori costi di finanziamento.

Due domande sono poi state poste per comprendere le aspettative dei lavoratori in merito alle conseguenze delle varie scelte. È stato quindi chiesto a coloro che hanno lasciato le risorse finanziarie presso l'azienda quale sia il rendimento atteso dal TFR. Il 19 per cento dei lavoratori ha segnalato un rendimento atteso pari al tasso di inflazione più il 5 per cento, il 23 per cento un rendimento pari all'inflazione più il 2 per cento, il 14 per cento l'inflazione più l'1,5 per cento, il 44 per cento ha affermato di non sapere. Come è noto, il TFR presenta un rendimento nominale pari all'1,5 per cento più il 75 per cento dell'inflazione e quindi, in termini reali, un rendimento dell'1,5 per cento *meno* il 25 per cento dell'inflazione registrata nel periodo. Ciò che colpisce delle risposte è però che le aspettative di oltre quattro lavoratori su dieci siano totalmente irrealistiche.

Quali le aspettative di rendimento dei fondi pensione? In questo caso è più difficile individuare la plausibilità delle risposte, se non alla luce della scelta fatta sulla linea di investimento. Il 31 per cento si aspetta un rendimento pari all'inflazione più il 5 per cento, il 41 per cento l'inflazione più il 2 per cento, il 7 per cento l'inflazione più l'1,5 per cento, il 21 per cento afferma di non sapere. Queste aspettative potrebbero essere plausibili se riflettessero in qualche modo l'adesione a linee relativamente rischiose, con componenti di titoli di reddito fisso a lungo termine e soprattutto di titoli azionari, le uniche in grado di generare rendimenti attesi reali compresi tra il 2 e il 5 per cento. Una domanda ha quindi riguardato queste scelte di *asset allocation*. In aggregato, emerge che il 34 per cento ha selezionato una gestione monetaria, il 22 per cento una gestione obbligazionaria, il 39 per cento una gestione bilanciata, solo il 5 per cento una gestione azionaria. A livello complessivo si individua dunque un evidente squilibrio tra scelta di *asset allocation* e aspettative di rendimento. Analizzando le risposte individuali, si vede come circa il 50 per cento di chi ha selezionato una gestione monetaria si aspetti un rendimento atteso pari all'inflazione più il 5 per cento. Si tratta di un dato ottenuto da un numero di aderenti a linee monetarie molto ridotto, a causa della grande quantità di indecisi che si era registrata a giugno, ma indicativo del grado di confusione dei lavoratori italiani in materia di scelta finanziaria.

Ulteriori analisi sono necessarie per arrivare a risultati statisticamente più significativi. Sulla base dell'evidenza qui disponibile, si può individuare l'esistenza di un certo grado di confusione, che potrebbe portare in futuro a insoddisfazione in merito alle scelte compiute. È quindi opportuno che i fondi pensione effettuino campagne di sensibilizzazione e di educazione finanziaria per chiarire quali margini di rendimento ci si può plausibilmente attendere con i vari tipi di investimento. Si tratta di un'informazione molto importante, anche perché può influenzare la percentuale di reddito risparmiata in vista dell'obiettivo di costituzione della ricchezza previdenziale. Tale percentuale potrebbe rivelarsi troppo bassa proprio a causa di aspettative poco corrette sul rendimento.

1.6. Fiducia e investimenti azionari

Il *Rapporto* dello scorso anno ha analizzato il tema della fiducia e delle sue conseguenze sull'investimento finanziario. La fiducia era stata misurata mediante le risposte alla seguente domanda: «Alcuni scandali finanziari che sono successi in Italia negli ultimi anni (ad esempio Parmalat, Cirio, Banca Popolare Italiana) hanno influenzato la Sua fiducia nel sistema finanziario italiano?».

L'analisi effettuata nel 2006 aveva evidenziato come gli episodi di cattiva gestione avessero lasciato un segno abbastanza tangibile sugli investitori italiani, allontanandoli dagli investimenti azionari. Nell'interpretare il risultato, si era ipotizzato che a essere rilevanti fossero sia l'effetto diretto della fiducia per l'investimento azionario sia l'effetto indiretto della stessa sull'avversione al rischio. Il primo canale è stato esplorato recentemente nella letteratura economico-finanziaria da Luigi Guiso, Paola Sapienza e Luigi Zingales (*Trusting the stock market*, working paper, gennaio 2007). Questi autori spiegano come il rischio di un investimento azionario sia una funzione non solo della rischiosità oggettiva ma anche della percezione da parte dell'investitore. Investitori che hanno meno fiducia tendono a non partecipare al mercato o, in caso di partecipazione,

a investire una minor quota di ricchezza. Il *Rapporto* dello scorso anno esplorava una strada parzialmente diversa, consistente in un'analisi empirica che suggeriva che variabili come la percezione del proprio reddito, l'orizzonte temporale e la fiducia avessero effetti rilevanti sull'indice di disponibilità a correre rischi. La letteratura economica tratta di solito l'avversione al rischio come costante o, in alcuni casi, dipendente dalla relazione tra il flusso di consumo corrente e quello storico.

La metodologia di misurazione della fiducia è solitamente basata sulla seguente domanda posta nel *World Values Survey**: «Generally speaking, would you say that most people can be trusted or that you can't be too careful in dealing with people?». Nel questionario utilizzato per questo *Rapporto* è stata posta la seguente domanda: «In generale, secondo Lei è bene fidarsi degli altri oppure è bene essere cauti e non fidarsi?». Le risposte sono state utilizzate come indicatore del grado di fiducia nell'ambito di un'analisi econometrica (modello probit) volta a studiare le determinanti della partecipazione al mercato azionario. La partecipazione è presente quando un individuo che detiene titoli azionari afferma di avere operato, o in puro acquisto o in pura vendita, o sia in acquisto sia in vendita, negli ultimi cinque anni. Le variabili esplicative di questa analisi di regressione sono state le seguenti:

- la percezione del reddito corrente: la variabile è stata posta pari a 1 per chi ha affermato di avere un reddito «più che soddisfacente» o «soddisfacente»;
- l'avversione al rischio: si è utilizzata l'autovalutazione della disponibilità a correre rischi;
- la fiducia: è stata posta pari a 1 la variabile per chi ha risposto affermativamente alla domanda sulla fiducia;
- il sesso dell'intervistato;
- l'età dell'intervistato;
- una variabile dummy per l'istruzione superiore: è stata posta pari a 1 per il conseguimento di laurea o diploma superiore;

* Il *World Values Survey* nacque nel 1981 come *European Values Survey*, con particolare attenzione all'Europa, ma è stato poi esteso a un contesto mondiale e copre attualmente oltre 40 paesi. In ogni paese si somministrano almeno 1.000 questionari con circa 250 domande riguardanti aspetti culturali e sociali.

- una variabile dummy per la professione: è stata posta pari a 1 nel caso di imprenditori, liberi professionisti e dirigenti;
- una variabile dummy per il lavoro dipendente;
- una variabile dummy per l'orizzonte temporale breve: è stata posta pari a 1 per chi ha affermato che l'orizzonte corretto di valutazione del rendimento degli investimenti finanziari è pari a 1 mese;
- una variabile dummy per l'orizzonte temporale medio: è stata posta pari a 1 per chi ha affermato che l'orizzonte corretto di valutazione del rendimento degli investimenti finanziari è superiore a 1 mese ma inferiore a 3 anni.

La regressione ha fornito i risultati esposti nella tabella (la prima colonna indica la variabile rilevante, la seconda il coefficiente stimato, la terza il valore della statistica p, un indicatore che quando assume valore inferiore a una certa soglia prefissata, ad esempio 0,05, indica significatività).

<i>Variabile</i>	<i>Coefficiente stimato</i>	<i>P-value</i>
Reddito	0,414	0,000
Propensione a correre rischi	0,366	0,000
Fiducia	-0,122	0,336
Sesso	0,034	0,760
Età	-0,004	0,237
Istruzione	0,293	0,008
Professione	0,341	0,042
Lavoratore dipendente	-0,122	0,387
Orizzonte breve	-0,949	0,009
Orizzonte medio	-0,179	0,122

I risultati mostrano che la partecipazione al mercato è correlata in maniera significativa e positiva a variabili come il reddito, la propensione a correre rischi, l'istruzione, la professione, e in maniera significativa e negativa all'orizzonte temporale. La fiducia non pare essere una variabile statisticamente significativa.

La variabile dipendente della precedente regressione definisce la par-

tecipazione al mercato azionario comprendendo sia gli acquirenti sia i venditori e quindi considerando anche chi, detenendo azioni nel 2002, avesse deciso di venderle e di uscire completamente dal mercato nel corso dell'ultimo quinquennio. Circa il 15 per cento del campione ha per l'appunto solo venduto titoli azionari nel quinquennio. L'analisi è quindi stata ripetuta escludendo chi ha solo venduto, con risultati – come mostra la tabella che segue – essenzialmente identici a quelli precedenti.

<i>Variabile</i>	<i>Coefficiente stimato</i>	<i>P-value</i>
Reddito	0,437	0,000
Propensione a correre rischi	0,343	0,000
Fiducia	-0,167	0,202
Sesso	0,033	0,775
Età	-0,004	0,329
Istruzione	0,370	0,002
Professione	0,333	0,056
Lavoratore dipendente	-0,140	0,348
Orizzonte breve	-0,817	0,025
Orizzonte medio	-0,217	0,071

L'analisi non deve naturalmente essere interpretata quale prova che la fiducia non è una variabile cruciale in campo finanziario. Da una parte, lo studio è meramente descrittivo dei dati e non si preoccupa di valutare ipotesi specifiche. Dall'altra parte, varie domande poste quest'anno hanno affrontato indirettamente il tema della fiducia e possono essere utili per meglio comprendere come la fiducia può influenzare determinati aspetti della scelta finanziaria dei risparmiatori. Gli aspetti considerati riguardano la valutazione delle opinioni degli esperti, l'acquisto di fondi comuni di investimento, l'utilizzo di Internet nelle compravendite azionarie, la partecipazione al mercato azionario.

- Gli esperti. Una domanda ha chiesto un'opinione sugli esperti che attraverso i media effettuano previsioni sull'andamento dei mercati finanziari. Solo il 17 per cento li trova sufficientemente autorevoli e

indipendenti. Il 41 per cento li ritiene non troppo indipendenti perché legati al problema del conflitto di interesse e il 16 per cento addirittura li ritiene «totalmente inattendibili in quanto non indipendenti». Solo il 17 per cento li trova inattendibili perché è impossibile prevedere l'andamento dei mercati finanziari. Le risposte evidenziano quindi un importante problema di fiducia, che porta i risparmiatori a non prestare attenzione a esperti che in molti casi potrebbero offrire consigli utili sulle attività di investimento.

- I fondi comuni di investimento. Una domanda riguardava le motivazioni per il mancato acquisto di fondi comuni di investimento e forniva come possibilità: a) «Non mi fido dei venditori», b) «Non mi fido dei gestori dei fondi», c) «I costi sono elevati» e d) «Preferisco procedere direttamente agli acquisti dei singoli titoli». Il 21 per cento degli intervistati ha selezionato la risposta (a) e il 22 per cento la (b). Complessivamente, dunque, il 43 per cento degli intervistati ha affermato di non avere acquistato quote di fondi comuni per problemi di fiducia, nei confronti dei produttori o nei confronti dei venditori.
- Internet. Una domanda riguardava le motivazioni per il mancato utilizzo della Rete per le compravendite azionarie. L'88 per cento non ha mai usato Internet per tali transazioni e ha sottoscritto le seguenti motivazioni: «Poca dimestichezza con il computer» (23 per cento dei casi), «Non mi fido dei prezzi a cui si possono concludere le transazioni su Internet» (37 per cento), «Di giorno non ho la possibilità di utilizzare il computer per le transazioni di Borsa» (12 per cento), «Ho paura di furti elettronici sui miei conti» (28 per cento).
- La partecipazione al mercato azionario. Per conoscere le ragioni della scarsa partecipazione è stato chiesto agli intervistati perché non si è investito in titoli azionari. Tenendo conto che si potevano selezionare tre motivi tra quelli possibili, la risposta «Perché non voglio rischiare di perdere i miei soldi» è stata scelta nel 51 per cento dei casi, «Perché non mi fido dei bilanci delle aziende» nel 13 per cento, «Perché non mi fido dei consulenti finanziari che mi consigliano l'acquisto» nel 6 per cento, «Perché il patrimonio è insufficiente» nel 39 per cento, «Perché non capisco cos'è un titolo azionario» nel 4 per cento, «Perché non capisco come funziona il mercato azionario» nel 13 per cento dei casi. Quindi l'avversione al rischio sembra essere il fattore predomi-

nante, seguito dalla percezione di insufficienza del patrimonio disponibile, dalla mancanza di fiducia e da difficoltà di comprensione.

Complessivamente, le risposte mostrano che la fiducia è un elemento importante per la salute del sistema finanziario e coinvolge attività relative alla compravendita di titoli azionari, alla valutazione delle opinioni degli esperti e alla compravendita di fondi comuni di investimento. Ripristinare un pieno clima di fiducia nel sistema finanziario sembra quindi essere un investimento reputazionale che dovrebbe avere un rendimento molto elevato per il sistema degli intermediari finanziari e per l'economia in generale.

1.7. I comportamenti

Le difficoltà di comprensione del funzionamento del mercato riguardano anche elementi di base. Solo a chi ha comprato o venduto azioni negli ultimi cinque anni, è stato chiesto: «Quando acquista o vende titoli azionari Lei ritiene che la Sua controparte, vale a dire la persona che nel mercato effettua l'operazione inversa alla Sua...», lasciando la scelta sul completamento della frase fra le seguenti possibilità: a) abbia le Sue stesse informazioni, b) abbia più informazioni di Lei, c) non mi sono mai posto il problema. Solo il 10 per cento ha scelto l'alternativa (a), il 41 per cento la (b) e il 49 per cento la (c). Se il 49 per cento degli intervistati si fosse posto il problema e avesse concluso nell'80 per cento dei casi che la controparte ha probabilmente più informazioni, avremmo assistito ad ancora meno operazioni finanziarie, in quanto è probabile che la decisione sarebbe stata quella di rimanere fuori dal mercato azionario.

Con un'altra domanda si è cercato di analizzare le motivazioni che inducono all'acquisto di titoli azionari. L'11 per cento (dal 15 dello scorso anno) ha affermato di avere acquistato azioni «nella speranza di diventare ricchi in fretta», il 32 per cento (in forte crescita dal 24 per cento dello scorso anno, così come del 2005) per il consiglio del consulente, il 24 per cento (dal 23) perché nel lungo periodo è la miglior forma di investimento, il 20 per cento (come lo scorso anno) perché può essere utile a rag-

giungere gli obiettivi di consumo futuri, il 9 per cento (dal 15 dello scorso anno) «perché così fanno tanti altri amici e conoscenti».

Agli intervistati è poi stato chiesto quale sia l'orizzonte temporale adeguato per la valutazione del rendimento di un investimento finanziario. Il 5 per cento ha risposto «un mese», il 33 per cento «un anno», il 39 per cento «fra uno e tre anni», il 12 per cento «fra tre e dieci anni», l'1 per cento «oltre dieci anni», il 9 per cento «non so». Le risposte indicano un orizzonte temporale limitato. Un terzo degli investitori ha l'orizzonte di un anno. Un mercato azionario con rendimento atteso del 6 per cento e volatilità del 18 per cento presenta su tre anni una volatilità di rendimento medio del 10 per cento, ancora quasi pari al doppio della volatilità. È solo con un orizzonte di dieci anni che la volatilità del rendimento medio si riduce al 6 per cento. Con orizzonti temporali così brevi non è strano che gli investitori italiani temano la volatilità del rendimento azionario e non siano particolarmente attratti dall'aspettativa di crescita del capitale, che si concretizza con elevate probabilità solo nel lungo periodo.

Alcune domande poste ai risparmiatori sono riferite alla frequenza di analisi del portafoglio azionario (il campione è rappresentato da chi ha detenuto titoli azionari negli ultimi cinque anni). Una riguarda la frequenza con cui si controlla il portafoglio azionario. Dalle risposte si evince che il 17 per cento (dal 19 dello scorso anno) controlla ogni giorno, il 25 per cento (dal 31) circa una volta alla settimana, il 26 per cento (dal 20) circa una volta al mese, il 20 per cento (dal 16) circa una volta al trimestre, il 4 per cento (dal 6) circa una volta all'anno e il rimanente 4 per cento (dal 7) non ricorda.

Forse più interessante è analizzare le modalità di valutazione: il 28 per cento (dal 31) ha affermato di valutare solo qualche titolo di particolare interesse, il 32 per cento (dal 29) di valutare il valore complessivo delle azioni senza considerare gli altri investimenti, il 33 per cento (dal 30) di effettuare una valutazione globale che riguarda tutti gli investimenti. Quindi solo un terzo si comporta nel modo teoricamente corretto che prevede di non ricorrere a schemi di contabilità mentale che isolano solo una parte del patrimonio. La ricerca ha messo in luce come proprio tali valutazioni parziali siano foriere di potenziali errori nella gestione di portafoglio.

Una domanda posta per la prima volta quest'anno riguardava il numero di titoli azionari detenuti in portafoglio, per analizzare le modalità

di diversificazione del rischio. Il 26 per cento ha affermato di detenere solo un titolo, il 42 per cento tra uno e cinque, il 19 per cento tra cinque e dieci, il 6 per cento tra dieci e venti e ancora il 6 per cento più di venti. Si tratta di una diversificazione del tutto insufficiente, peraltro confermata da analisi effettuate in passato dalla Borsa Italiana. La detenzione di fondi comuni di investimento potrebbe essere una spiegazione parziale dei risultati: l'investitore potrebbe diversificare con i fondi comuni e poi effettuare scommesse specifiche su determinati titoli rispetto ai quali ritiene di avere particolari informazioni. Tuttavia, questa spiegazione è poco plausibile soprattutto a causa della diffusione relativamente limitata dei fondi comuni nel campione analizzato. Inoltre, nell'ambito di chi afferma di non detenere fondi comuni il 31 per cento sostiene di detenere soltanto un titolo azionario e il 45 per cento di detenerne tra uno e cinque. È vero che la diversificazione di portafoglio può essere raggiunta anche attraverso strumenti diversi dai fondi comuni, ma tali strumenti sono probabilmente persino meno diffusi dei fondi comuni. Resta quindi la sensazione che l'investitore italiano sia caratterizzato da una diversificazione di portafoglio estremamente limitata.

2. Gli impieghi del risparmio

Andrea Beltratti

2.1. Obiettivi e analisi del rischio

Gli obiettivi: la ricerca della sicurezza

Per identificare gli obiettivi, possiamo fare affidamento sulla tradizionale domanda del questionario su cui si basa questo *Rapporto*, consistente nell'indicare quali tra i seguenti fattori siano più importanti per le decisioni di impiego del risparmio:

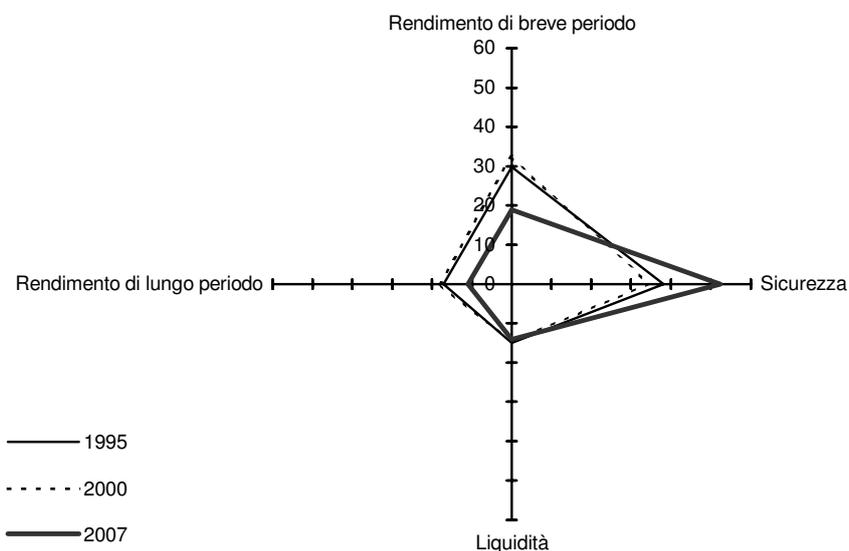
- il *rendimento immediato*, ossia il reddito che l'investimento può generare in un anno e che può essere incassato;
- la *sicurezza* di non perdere una parte rilevante del capitale investito;
- la *liquidità* dell'investimento;
- l'*aumento del capitale* in un arco di tempo pluriennale.

Una rappresentazione dell'orientamento prevalente è fornita dal «diamante del risparmio» (figura 2.1 a pagina seguente), che il *Rapporto* utilizza da diversi anni. Si tratta di un romboide ottenuto congiungendo quattro punti individuati su altrettanti semiassi di un piano cartesiano, intestati ai fattori anzi citati. Ciascuno dei punti corrisponde al peso percentuale delle preferenze espresse nei confronti di uno dei suddetti obiettivi generali di investimento.

Se si considerano le indicazioni degli intervistati relative al primo posto della graduatoria, la configurazione del «diamante» del 2007 risulta

molto simile a quella degli ultimi anni, con una spiccata ricerca della sicurezza. Per apprezzare la differenza tra il dato degli ultimi anni e quello di cinque-dieci anni fa, la figura 2.1 riporta il confronto del «diamante» per il 1995, il 2000 e il 2007.

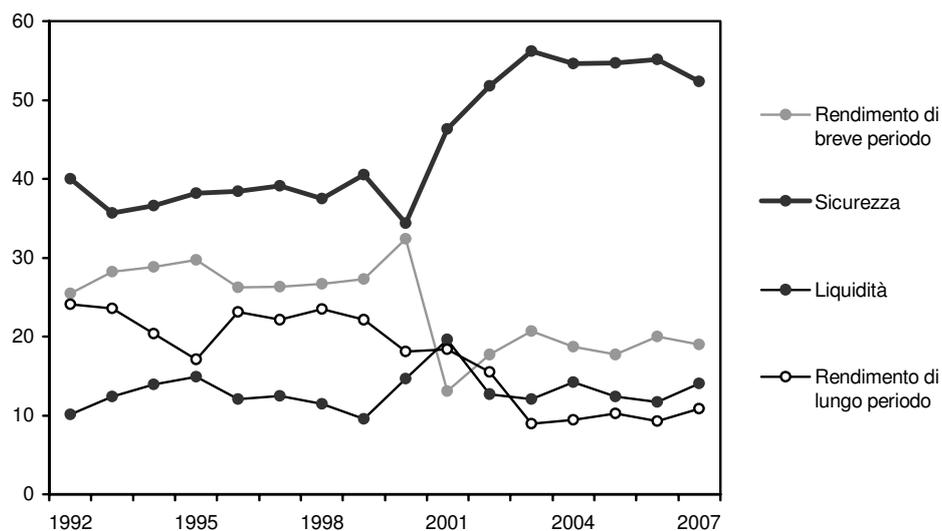
Figura 2.1. Il «diamante» del risparmio



È evidente come il «diamante» sia molto diverso oggi dalla configurazione tipica del 1995 e del 2000. Per evidenziare ancora meglio il confronto negli anni, la figura 2.2 riporta il grafico della serie storica dei principali obiettivi di investimento e conferma l'esistenza di un trend di lungo periodo verso la ricerca della sicurezza nell'investimento.

La sicurezza si conferma appunto la priorità degli investitori italiani, nonostante la fase positiva che il mercato azionario ha attraversato dal marzo del 2003 sino al giugno del 2007. Nell'ultima rilevazione si intravede un lieve accenno di riduzione dell'importanza della sicurezza, che non pare però essere sufficientemente forte da indicare una nuova linea di tendenza.

Figura 2.2. Priorità delle scelte di investimento (1° posto)



La quota di quanti si pongono come obiettivo il rendimento di lungo periodo, ferma da anni al 10 per cento, è molto ridotta. In tale contesto non è sorprendente trovare in Italia una bassa partecipazione al mercato azionario, che viene riconfermata anche quest'anno e verrà commentata in seguito. Un orizzonte di breve periodo e la ricerca della sicurezza rendono i titoli azionari poco attraenti, perché l'attenzione dell'investitore si concentra sulla volatilità di breve periodo piuttosto che sulla crescita del capitale.

La propensione al rischio

Con una domanda formulata dal 2005, si è inteso misurare l'autopercezione dell'avversione al rischio. I risultati del 2007 mostrano una lieve tendenza a una maggiore disponibilità all'assunzione di rischi finanziari, pur nel quadro di una elevatissima avversione al rischio. Il 44 per cento circa degli intervistati (dal 50 dello scorso anno) si è dichiarato «per niente favorevole a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari pur

di aumentarne il rendimento atteso» (risposta 1 in una scala da 1 a 5). Solo l'1,3 per cento (dall'1) è risultato molto favorevole (risposta 5 in una scala da 1 a 5). La risposta 2 è stata selezionata dal 25 per cento degli intervistati (contro il 23 dello scorso anno), la 3 dal 23 per cento (contro il 20) e la 4 dal 7 per cento (contro il 6).

Tornando ai dati del questionario, è possibile incrociare l'autovalutazione della propensione al rischio con la quota di titoli azionari detenuta in portafoglio, in media, negli ultimi 12 mesi. Una domanda del questionario chiedeva infatti se tale quota fosse inferiore al 10 per cento, compresa fra il 10 e il 30, fra il 30 e il 50, oppure superiore al 50 per cento. Assegnando convenzionalmente una quota di patrimonio detenuta in azioni del 5 per cento a chi ha risposto «inferiore al 10 per cento», e poi quote del 20, 40 e 60 per cento alle altre tre risposte, è possibile pervenire alla seguente stima riguardante la relazione tra autopercezione dell'avversione al rischio, partecipazione al mercato azionario e quota di patrimonio finanziario detenuta in titoli azionari:

<i>Disponibilità a correre rischi</i>	<i>% di detentori di titoli azionari</i>	<i>% detenuta in titoli azionari</i>
1 (bassa)	7	15
2	20	11
3	32	16
4	55	21
5 (alta)	31	16

La tabella mostra risultati molto simili a quelli dello scorso anno. A parte la classe 5 di avversione al rischio, che presenta numeri troppo piccoli per essere statisticamente analizzabile, si registra una relazione sempre positiva tra disponibilità a correre rischi e partecipazione al mercato azionario, e una relazione relativamente debole tra disponibilità a correre rischi e quota di patrimonio investita in titoli azionari. Si tratta di un risultato che non è coerente con il modello dell'utilità attesa, secondo cui tutti dovrebbero partecipare al mercato azionario ma secondo quantità che dovrebbero essere in funzione dell'avversione al rischio.

2.2. L'informazione

Anche quest'anno sono state formulate alcune domande riguardanti l'ammontare di tempo dedicato all'informazione finanziaria. Le risposte denotano qualche elemento di novità rispetto al passato. Scende dal 49 al 40 per cento degli intervistati la quota di chi afferma di non dedicare tempo per avere informazioni utili per l'investimento dei risparmi, e dal 13 al 6 per cento la quota di chi non sa quanto tempo dedica in media alla settimana. I dati mostrano finalmente un risveglio di interesse nei confronti dell'informazione finanziaria. Il tempo dedicato dal restante 54 per cento è così suddiviso: il 72 per cento dedica meno di 1 ora alla settimana, il 19 per cento tra 1 e 2 ore, il 7 per cento tra 2 e 4 ore, il 2 per cento tra 4 e 6 ore. Si tratta di quote che confermano come gli investitori italiani appartengano in larga maggioranza alla categoria degli investitori poco informati (solo il 5 per cento dedica più di 2 ore all'informazione finanziaria), ma che mostrano almeno una tendenza positiva. Tendenza che non deve peraltro essere sopravvalutata alla luce delle risposte date a una domanda, introdotta nel 2005, che chiede agli intervistati di autovalutare il proprio interesse per gli argomenti di natura finanziaria in una scala da 1 (per niente interessato) a 5 (molto interessato). Le frequenze di risposta sui cinque elementi della scala sono rispettivamente 28 per cento (da 29 dello scorso anno), 27 per cento (da 25), 31 per cento (da 30), 10 per cento (da 12) e 3 per cento (da 4). Quindi solo 3 italiani su 100 sono molto interessati all'informazione finanziaria; quasi 1 italiano su 3 è per niente interessato, si arriva a oltre 5 italiani su 10 fra per niente o pochissimo interessati. Si tratta di dati analoghi a quelli degli scorsi anni e che inducono a considerare con molte riserve l'evoluzione positiva che pare risultare dalla domanda precedentemente descritta.

Un'altra domanda ha poi cercato di gettare luce direttamente sulle motivazioni che giustificano i comportamenti in tema di informazione finanziaria. Il 23 per cento degli intervistati, dal 30 per cento circa degli scorsi anni, ha affermato che «il tema non interessa perché si delega ad altri la scelta finanziaria»; il 26 per cento (contro il 29 per cento dello scorso anno e il 24 per cento di due anni fa) ha risposto «eseguo personalmente le scelte finanziarie, ma penso che informarmi di più non mi aiuti

a risolvere meglio il problema della scelta»; il 21 per cento (dal 17 per cento del 2006 e dal 19 per cento del 2005) ha detto «eseguo personalmente le mie scelte finanziarie, ma proprio non ho tempo per acquisire maggiore quantità di informazione»; sostiene il 13 per cento (pressoché stabile) che «il tema mi interessa ma ritengo che le fonti disponibili siano poco affidabili a causa di vari conflitti di interesse»; infine, il 24 per cento (dal 18 per cento degli ultimi due anni) ha spiegato che «il tema mi interessa ma ritengo che le fonti disponibili siano troppo complesse». La somma delle risposte è pari a 107 perché era possibile indicare due risposte alla domanda.

Quali sono le principali fonti d'informazione? Le risposte sono stabili nel corso del tempo. La banca mantiene la propria posizione di canale principale, segnalato al primo posto dal 53 per cento degli intervistati. Seguono gli amici o familiari nell'11 per cento dei casi. I promotori sono segnalati al primo posto dall'8 per cento degli intervistati, una quota superata da giornali, televisione, Internet e televideo che assieme oltrepassano il 16 per cento.

Incrociando le risposte sull'interesse per gli argomenti di natura finanziaria con quelle sulle motivazioni per la scelta del tempo dedicato all'informazione è possibile innanzitutto comprendere se esista una correlazione tra interesse e delega. A priori non è ovvio se debba esistere una relazione tra queste due variabili. Nel caso di razionalità delle decisioni ci sono due possibilità. Alcuni potrebbero essere interessati all'informazione finanziaria perché l'investimento rappresenta una passione; ci si aspetterebbe dunque che coloro che sono molto interessati tendano a evitare la delega esterna. Un'altra possibilità è che gli individui siano interessati ad acquisire informazione finanziaria pur nel contesto di una delega esterna alla gestione del proprio patrimonio proprio perché intendono controllare con attenzione la qualità delle attività che sono delegate. Altre possibilità sono presenti nel caso di scarsa razionalità. Un individuo poco razionale potrebbe decidere di non acquisire informazione in maniera autonoma proprio perché ha delegato la gestione del proprio patrimonio, senza rendersi conto che in questo modo avrà scarse possibilità di controllare la delega. Oppure potrebbe decidere di non delegare ma allo stesso tempo di non acquisire informazione di supporto alle decisioni autonomamente prese.

I dati mostrano che il 43 per cento di chi si dichiara per niente interessato all'informazione finanziaria (ha selezionato la risposta 1 nella scala che arriva sino a 5) ha affermato di avere delegato ad altri la gestione finanziaria; si scende al 23, 14, 5 e 6 per cento per chi ha dichiarato maggiori gradi di interesse (da 2 a 5) per l'informazione. Questi dati sono quindi coerenti con un'ipotesi di scarsa razionalità in cui la delega esterna non è accompagnata da elementi utili per la sua valutazione. Data la grande percentuale di individui che affermano di non nutrire fiducia, è difficile pensare che la delega esterna non supportata da informazione sia il risultato di una fiducia verso i gestori. Infatti, analizzando per i vari sottogruppi la quota di risposte che indica la fiducia verso gli altri si ottengono i seguenti risultati:

<i>Interesse verso argomenti finanziari</i>	<i>% di chi si fida degli altri</i>	<i>% che delega la gestione del risparmio</i>
1 (basso)	11	43
2	13	23
3	19	14
4	30	15
5 (alto)	15	6

La tabella mostra che chi si interessa maggiormente di informazione tende sia a delegare di meno sia a fidarsi di più degli altri, mentre chi nutre poco interesse delega di più ma si fida meno degli altri. I dati quindi evidenziano la presenza di un'ampia quota di individui che paiono comportarsi in maniera poco razionale, delegando senza peraltro avere poi gli strumenti per la valutazione dei risultati della gestione esterna.

L'interesse per argomenti di natura finanziaria è legato peraltro all'intervento diretto sul mercato azionario. Solo il 5 per cento di chi ha indicato uno scarso interesse per l'informazione finanziaria, risposta 1 nella scala 1-5, ha partecipato in acquisto o in vendita al mercato azionario negli ultimi cinque anni. La percentuale di partecipazione è invece di 41 per chi ha risposto 5. Tra i due estremi, le percentuali sono 15, 26 e 46

per le risposte rispettivamente pari a 2, 3 e 4. I dati rafforzano quindi l'impressione che interesse per argomenti finanziari e partecipazione al mercato azionario siano variabili congiuntamente determinate, seppur in presenza di un'ampia quota di individui che affermano di partecipare al mercato senza avere un grande interesse per l'informazione finanziaria. Questi risultati sono coerenti con quelli relativi alla delega, precedentemente descritti. In entrambi i casi esiste una quota ampia di individui che prende decisioni di notevole rilevanza finanziaria, delegando ad altri la gestione oppure effettuando in proprio le scelte, senza mostrare grande interesse per l'informazione finanziaria.

Scarse informazioni si ricavano analizzando le interrelazioni esistenti tra interesse per argomenti di natura finanziaria, partecipazione al mercato azionario e motivazioni che spiegano le scelte effettuate in termini di informazione. La tabella che segue sintetizza le percentuali di intervistati che si collocano nelle varie classi:

	1	2	3	4	5
Delego	29	17	12	8	0
Informarsi non aiuta	43	27	23	31	43
Non ho tempo	14	29	29	42	29
Conflitti di interesse	0	15	15	6	21
Complessità	14	12	21	13	7

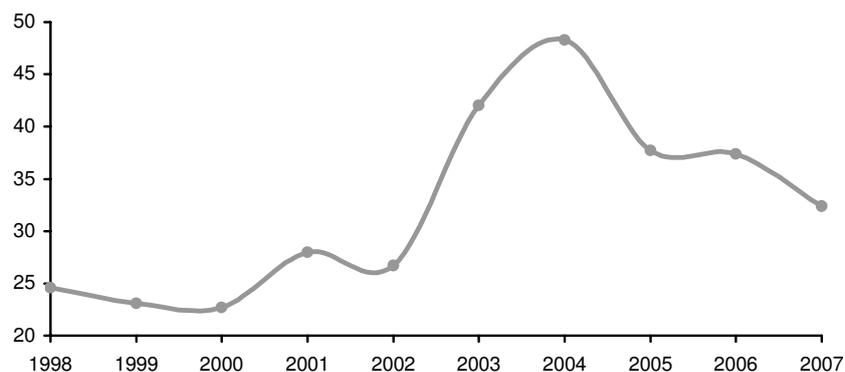
Nella tabella, le colonne sono relative a individui che hanno dichiarato diversi gradi di interesse, da 1 a 5, per l'informazione finanziaria, e le righe descrivono diversi motivi per la scelta effettuata in termini di acquisizione di informazione. Il confronto tra la prima colonna e le ultime due colonne conferma i risultati precedenti relativi alla diversa propensione alla delega esterna da parte di individui che dichiarano diversi gradi di interesse verso l'informazione finanziaria. Per il resto, i risultati non sono facilmente interpretabili. I conflitti di interesse sono percepiti in maniera relativamente omogenea trasversalmente alle diverse classi. Anche la complessità è ugualmente sentita e non mostra una relazione specifica con l'interesse per gli argomenti finanziari. Una debole relazione si vede

per quanto riguarda la segnalazione del costo-opportunità legato alla carenza di tempo, che pare essere particolarmente rilevante per chi è interessato all'informazione finanziaria ed evidentemente vorrebbe potersi informare maggiormente.

2.3. Le scelte di investimento

Agli intervistati è stato chiesto se, rispetto all'anno precedente, impiegare i risparmi risultasse più facile o più difficile. Da queste risposte si desume un indice rappresentato dalla differenza tra la percentuale di chi ritiene l'investimento più difficile e quella di chi lo ritiene più facile. La serie storica di tale indice è rappresentata nella figura 2.3.

Figura 2.3. Differenza fra la percentuale di chi ritiene che sia più difficile investire e la percentuale di chi ritiene che investire sia più facile



Il grafico mostra molto chiaramente quanto sia migliorata la percezione degli italiani rispetto agli investimenti dopo il continuo deterioramento del periodo 2002-2004. L'indice appare essere molto legato all'andamento degli indici azionari nel periodo considerato. Certamente, l'assenza

della possibilità o dell'abitudine a effettuare investimenti «corti», che mirano a scommettere sulla discesa degli indici azionari, è alla base della interrelazione tra percezione della difficoltà di investimento e andamento dei mercati azionari. Se l'unica possibilità consiste nell'acquisto di titoli azionari, diventa facile investire quando i mercati salgono, e viceversa.

I principali elementi di difficoltà percepiti dagli investitori si ripetono in maniera costante nel tempo: la scelta fra azioni e obbligazioni (32 per cento), seguire l'andamento degli investimenti e scegliere il momento in cui investire, disinvestire o cambiare impiego (29 per cento), la scelta di singoli titoli (21 per cento), la comprensione delle caratteristiche delle proposte di investimento del mercato (29 per cento). Si ribadisce una valutazione effettuata varie volte in passato: le difficoltà degli investitori italiani sono quelle relative alla gestione attiva del portafoglio. Gli italiani troverebbero certamente meno problematico seguire i principi di base della gestione passiva di portafoglio: non dovrebbero privilegiare un titolo rispetto all'altro perché acquisirebbero un indice, e non si porrebbero il problema di entrata e uscita del mercato perché stabilirebbero una quota da mantenere costante nel corso del tempo.

Diverso il tema della difficoltà nella comprensione delle proposte di investimento ricevute dagli intermediari finanziari, un problema più sentito nel corso degli ultimi anni per effetto dell'aumento di offerta di prodotti con alto contenuto di ingegneria finanziaria. Tali prodotti possono essere utili ad alcuni, ma è necessario che una grande quantità di tempo sia dedicata dai venditori per spiegarne le caratteristiche e favorire un'acquisizione consapevole da parte degli investitori.

Come si pensa di risolvere le difficoltà di investimento? Solo nel 28 per cento delle risposte (dal 32 dello scorso anno e 34 di due anni fa) viene citata l'informazione personale come rimedio, coerentemente con la disillusione mostrata nei confronti dell'informazione finanziaria. Il 42 per cento degli intervistati (contro il 47 dello scorso anno) cita la banca come l'intermediario che dovrebbe offrire un servizio di informazione e consulenza personalizzato, denotando una certa disillusione anche nelle capacità della banca di risolvere i problemi. Il 15 per cento (dal 12) afferma che potrebbe essere utile individuare la soluzione nella consulenza indipendente e il 10 per cento (dall'11 degli ultimi due anni) che sarebbe bene affidare la gestione del denaro a banche o società finanziarie au-

torizzate. Il 9 per cento (dal 5) ritiene che cambiare banca o intermediario finanziario sia una soluzione possibile. Le risposte evidenziano quindi un qualche mutamento rispetto al passato: meno fiducia verso soluzioni preconfezionate e maggiore attenzione alla possibilità di cambiare interlocutore.

Infine, in merito all'ipotesi di riforma della tassazione delle attività finanziarie per introdurre un'unica aliquota pari al 20 per cento, si è chiesto se tale scenario modificherebbe il comportamento in materia di scelte di investimento. Il 26 per cento ha risposto in maniera positiva e il 32 per cento ha risposto di non sapere. Il rimanente 42 per cento ha affermato che non modificherebbe il proprio comportamento. Questo suggerisce che una riforma della tassazione potrebbe avere effetti rilevanti sul comportamento degli investitori italiani, anche se è molto difficile stabilire se ciò avrebbe a sua volta un impatto sui prezzi e sui rendimenti di mercato.

2.4. I fondi comuni di investimento

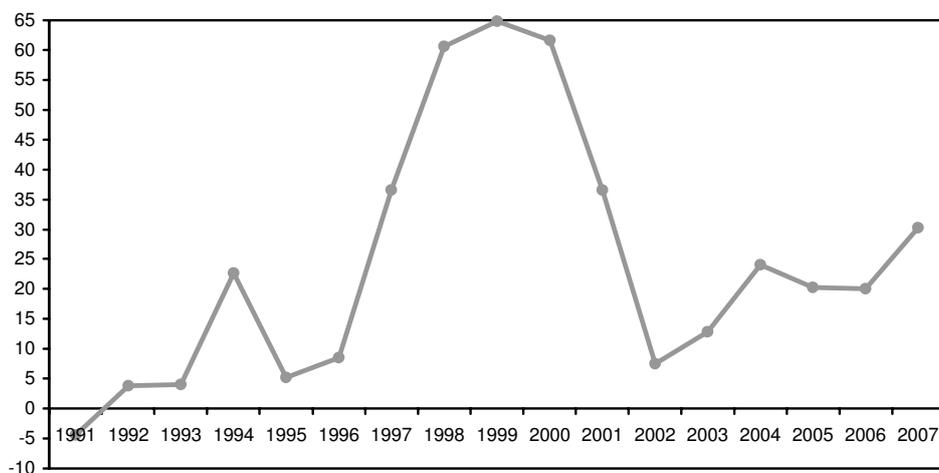
Gli intervistati che hanno affermato di avere acquistato quote di fondi comuni costituiscono circa il 16 per cento, in lieve ripresa dal 15 per cento del 2006. Nella sezione relativa ai motivi per la sottoscrizione dei fondi comuni di investimento è la diversificazione a diventare l'elemento più rilevante, selezionato nel 69 per cento dei casi ai primi tre posti. Al secondo posto troviamo la liquidabilità (61 per cento, dal 65 dello scorso anno), seguono la fiducia nella società che lo offre (53 per cento, dal 55), la performance passata (49 per cento, dal 44), la fiducia nel promotore (29 per cento, dal 26). L'ultimo elemento, scelto nel 17 per cento delle risposte, è costituito dalle commissioni di investimento.

Si conferma la struttura evidenziata dai risultati degli anni scorsi. In particolare, si conferma come alcuni dei motivi ritenuti molto rilevanti in altri paesi siano relativamente residuali nel caso italiano: il rendimento passato del fondo comune è solo al quarto posto della graduatoria e la

ragionevolezza delle commissioni addirittura all'ultimo. Uno studio condotto nel 2006 dall'Investment Company Institute (*Understanding investor preferences for mutual fund information*) mostra che negli Stati Uniti i due elementi maggiormente considerati dagli investitori al momento della scelta sono i costi (li cita il 74 per cento degli intervistati) e i rendimenti storici (69 per cento). La reputazione della società che offre il fondo è solo all'undicesimo posto.

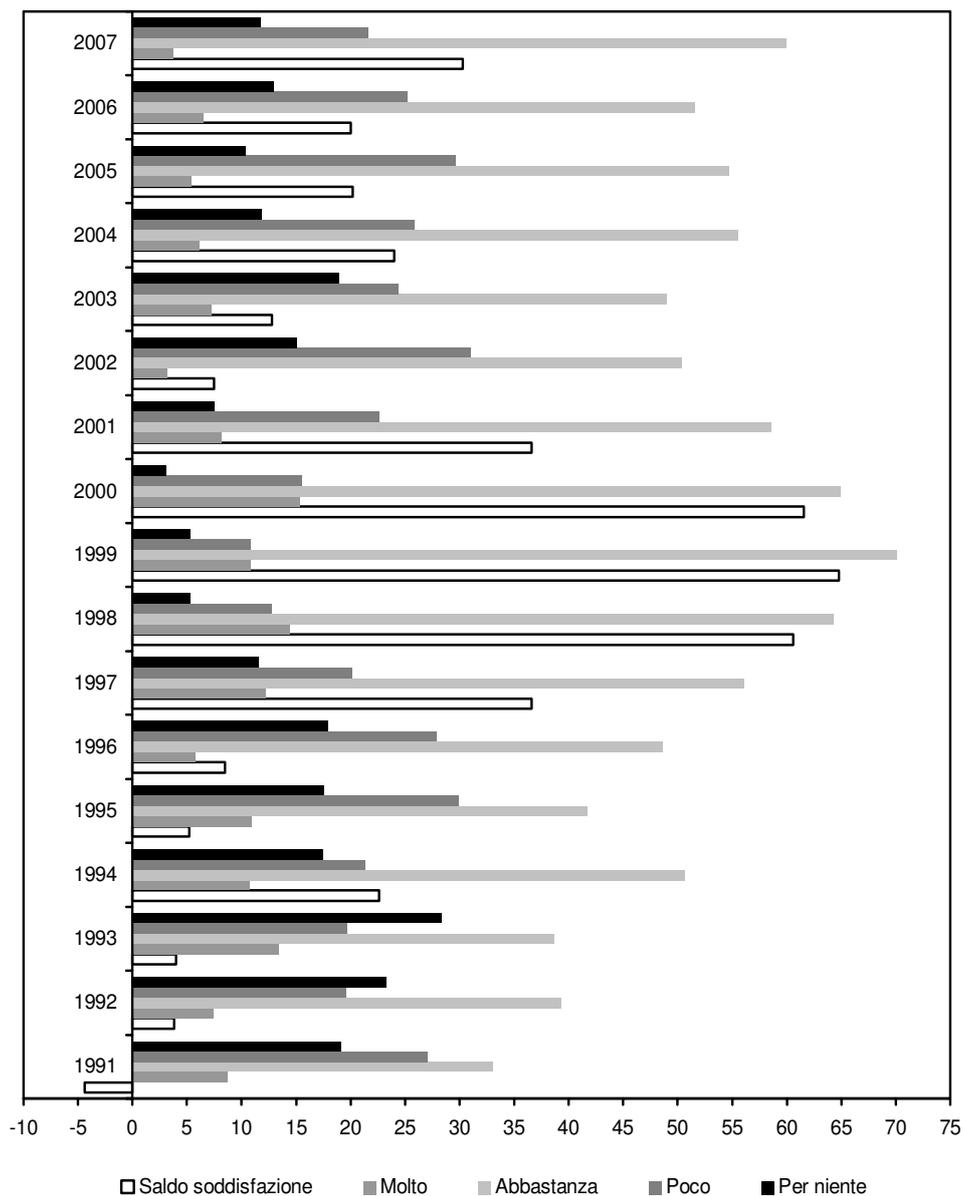
Si registra un netto miglioramento della soddisfazione «media» dei risparmiatori per l'investimento in fondi, che si avvicina ai valori del 2001, come mostra la figura 2.4.

Figura 2.4. La soddisfazione «media» per l'investimento in fondi comuni
(valori percentuali sul totale degli intervistati)



Anche la disaggregazione fra le varie risposte è interessante, come dimostrato dalla figura 2.5. La percentuale di intervistati che si dichiarano «molto soddisfatti» scende da 6 a 4, gli «abbastanza soddisfatti» salgono dal 52 al 60 per cento, i «poco soddisfatti» diminuiscono e passano al 22 per cento (dal 25), così pure i «per nulla soddisfatti» scendono al 12 per cento (dal 13).

Figura 2.5. Livelli di soddisfazione per l'investimento in fondi comuni
(valori percentuali sul totale degli intervistati)



Una domanda posta agli intervistati riguardava poi i motivi per cui non sono stati acquistati fondi comuni. Le risposte sono state: «perché non mi fido dei venditori» (21 per cento dei casi), «perché non mi fido dei gestori» (22 per cento), «perché i costi sono elevati» (33 per cento), «perché preferisco procedere direttamente all'acquisto di singoli titoli» (24 per cento). Ancora una volta, quindi, appare cruciale il ruolo della fiducia, ma si confermano anche la rilevanza dei costi nonché il desiderio di procedere direttamente alla gestione attiva di portafoglio tramite la selezione dei titoli.

2.5. I titoli azionari

L'intervento diretto nel mercato azionario è diminuito. Il 12 per cento degli intervistati (14 per cento lo scorso anno, 15 nel 2005 e 18 nel 2004) afferma di avere sia acquistato sia venduto azioni negli ultimi cinque anni, il 3,9 (dal 4,8) di avere solo comprato, il 3,2 (dal 3,6) solo venduto, il 79 (75 lo scorso anno) di avere né acquistato né venduto azioni. È da rilevare, come già fatto nel 2006, come neppure la crescita dei mercati azionari degli ultimi anni abbia incentivato gli investitori a una maggiore partecipazione.

Anche quest'anno si è chiesto – a chi negli ultimi cinque anni ha operato direttamente in Borsa in acquisto e/o in vendita – quale quota del patrimonio fosse investita in titoli azionari e/o fondi comuni azionari. Il 49 per cento (dal 48) ha affermato di avere investito meno del 10 per cento, il 40 per cento (come lo scorso anno) fra il 10 e il 30 per cento, il 7 per cento (come lo scorso anno) fra il 30 e il 50 per cento e il rimanente 3 per cento ha investito oltre il 50 per cento.

Dalla tabella 2.1 emerge che il saldo tra la quota degli intervistati che si dichiarano «molto» o «abbastanza» soddisfatti e quella di coloro che sono «poco» o «per nulla soddisfatti» torna positivo per la prima volta dal 2002.

Tabella 2.1. La soddisfazione per l'investimento in azioni. Risposta alla domanda: «Nel complesso Lei è stato soddisfatto di avere investito in azioni?»
(valori percentuali sul totale degli intervistati)

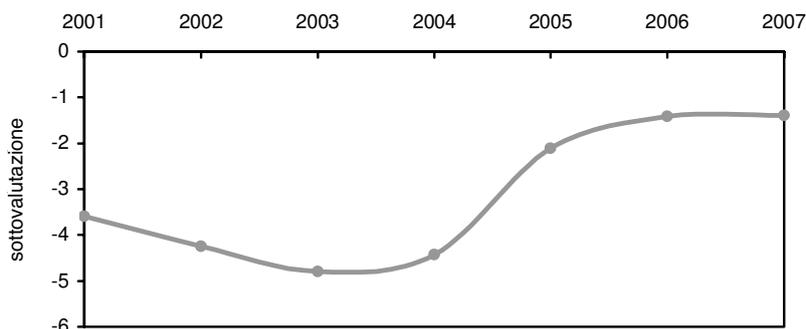
Anno	Molto (a)	Abbastanza (b)	Poco (c)	Per nulla (d)	Non so, non ricordo	Saldo (a)+(b) -(c)-(d)
1995	4,6	33,5	26,9	23,8	11,2	-12,6
1996	7,8	38,2	28,1	15,7	10,2	2,2
1997	8,6	46,9	20,7	13,3	10,5	21,5
1998	20,9	48,1	17,5	9,1	4,4	42,4
1999	14,2	49,8	21,2	10,9	3,9	31,9
2000	14,5	59,9	17,5	5,7	2,4	51,2
2001	6,9	56,3	23,5	9,7	3,6	30,0
2002	4,8	44,3	29,6	18,6	2,7	0,9
2003	4,4	29,7	29,1	35,3	1,6	-30,3
2004	4,7	33,9	32,5	27,8	1,0	-21,7
2005	6,6	37,5	30,9	24,3	0,8	-11,1
2006	4,0	43,6	32,2	18,9	1,3	-3,5
2007	7,5	48,7	28,4	14,4	1,0	13,4

A chi ha operato sul mercato azionario negli ultimi cinque anni è poi stata chiesta un'opinione sulla eventuale sopravvalutazione del mercato (le domande sono state effettuate nella seconda metà del mese di maggio 2007). Il 22 per cento (in calo dal 36 dello scorso anno, 39 di due anni fa e 45 di tre anni fa) riteneva che il mercato fosse sottovalutato, il 13 per cento (contro il 22 dello scorso anno, il 23 di due anni fa e il 17 di tre anni fa) che fosse sopravvalutato; il 22 per cento (contro il 26) pensava che il mercato fosse correttamente valutato, ben il 42 per cento non sapeva (contro il 16 per cento dello scorso anno e il 20 per cento di due anni fa). L'ultimo anno, anch'esso di ripresa del mercato azionario, ha quindi portato qualche cambiamento nella percezione degli investitori in merito alla valutazione.

Per mettere in prospettiva i dati, è stato assegnato il valore -30 per cento alla risposta «sottovalutato di oltre il 20 per cento», il valore -12,5

alla risposta «sottovalutato tra il 5 e il 20 per cento», il valore 0 alla risposta «correttamente valutato», il valore 30 per cento alla risposta «sopravvalutato di oltre il 20 per cento», il valore 12,5 alla risposta «sopravvalutato tra il 5 e il 20 per cento». Ponderando con le quote di intervistati che hanno selezionato le varie risposte, si ottiene un indice di valutazione del mercato azionario che è negativo nel caso di sottovalutazione e positivo nel caso di sopravvalutazione media. La figura 2.6 riporta l'andamento dell'indice di valutazione tra il 2001 e il 2007. Nel grafico si può osservare che i valori sono tutti negativi, a indicare la percezione di sottovalutazione del mercato.

Figura 2.6. Indice di valutazione del mercato azionario



Negli ultimi anni, tuttavia, c'è stata una tendenza uniforme verso la percezione di una minore sottovalutazione del mercato, che appare oggi valutato quasi in maniera equa. Certo, analizzando i dati nella prospettiva storica non si può non notare come nel 2001 gli investitori ritenessero il mercato sottovalutato di quasi il 4 per cento, un'ipotesi che ora appare completamente errata.

Le risposte consentono anche di ricavare un grezzo indicatore di disomogeneità di valutazione, pari allo scarto quadratico medio tra le risposte stesse. Tale indicatore è oggi pari a 14, in forte crescita dal valore di 8 registrato lo scorso anno, a causa del forte aumento della quota di chi non si esprime sulla correttezza della valutazione. Si tratta di un segnale

negativo se interpretato alla luce delle teorie secondo cui la disparità di opinione è associata alla sopravvalutazione media del mercato. In casi di forte disomogeneità di opinione, e in presenza di vincoli per le vendite allo scoperto, gli investitori che hanno una visione negativa del mercato stanno al di fuori dello stesso e quindi, non partecipando, non sono in grado di influenzare direttamente i prezzi, che risentono dunque solo delle opinioni più ottimistiche di chi partecipa. Notizie negative in merito al mercato, che diminuissero l'entusiasmo di chi oggi detiene titoli, potrebbero far scendere il mercato anche a causa del maggior ruolo che verrebbe giocato da chi oggi non detiene azioni perché ha una visione negativa.

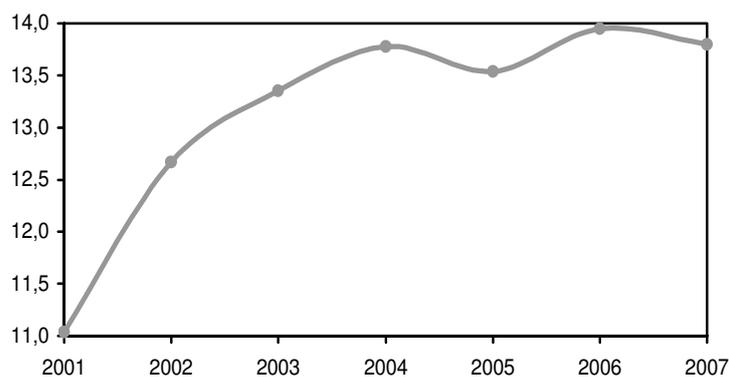
Un'altra domanda, rivolta a tutti gli intervistati, chiedeva un'opinione sul rendimento atteso (comprendente sia la variazione di prezzo sia i dividendi) dal mercato azionario: il 13 per cento (contro il 16 dello scorso anno e il 21 di due anni fa) si aspetta un rendimento superiore al 10 per cento, il 33 per cento (contro il 31 dello scorso anno e il 53 di due anni fa) fra il 5 e il 10 per cento, il 13 per cento (contro il 17) fra 0 e il 5 per cento, il 41 per cento non sa (dato in crescita rispetto al 36 per cento dello scorso anno).

Peraltro, la presenza di una domanda separata che verifica l'intervento sul mercato azionario negli ultimi cinque anni consente di analizzare le risposte su un campione compatibile limitato a coloro che hanno partecipato attivamente al mercato e sono quindi presumibilmente meglio attrezzati per formulare ipotesi di rendimento atteso. Su questo campione le risposte sono le seguenti: il 21 per cento (come due anni fa, contro il 30 dello scorso anno) si aspetta un rendimento superiore al 10 per cento, il 57 per cento (contro il 45 dello scorso anno e il 53 di due anni fa) fra il 5 e il 10 per cento, il 14 per cento (contro 18 e 16) fra 0 e il 5 per cento, il 7 per cento non sa (6 lo scorso anno e 10 due anni fa). La grande variazione consiste quindi nello spostamento di risposte da un rendimento atteso superiore al 10 per cento a uno, più realistico, compreso tra il 5 e il 10 per cento.

La domanda, posta dal 2001, consente di tracciare la serie storica del rendimento atteso dal mercato. La figura 2.7 mostra appunto l'andamento dal 2001 a oggi del rendimento atteso in un certo anno dal campione di intervistati attivi sul mercato azionario, ottenuto assegnando valore di

rendimento atteso del 15 per cento a coloro che hanno selezionato nella risposta un numero superiore a 10 per cento, un valore del 7,5 per cento a chi ha selezionato un numero tra 5 e 10 per cento, un valore del 2,5 per cento a chi ha selezionato un numero tra 0 e 5 per cento. Per quanto la serie sia molto corta e non consenta alcuna generalizzazione affidabile, pare che il rendimento atteso dagli investitori italiani sia relativamente stabile a un valore compreso fra il 13 e il 14 per cento.

Figura 2.7. Il rendimento atteso dal mercato azionario



In presenza di un tasso di interesse a breve del 4 per cento, ciò equivale a chiedere un premio al rischio di quasi il 10 per cento, un dato molto elevato, superiore al valore medio di lungo periodo realizzato in Italia o in altri paesi, anche se inferiore ai rendimenti ottenuti negli ultimi anni. È peraltro comprensibile che gli investitori siano influenzati dai rendimenti osservati negli ultimi tempi nel formulare le aspettative sul futuro.

Che cosa potrebbe succedere dopo una caduta del mercato del 30 per cento? A questa domanda il 5 per cento (10 lo scorso anno) ha risposto che il mercato risalirebbe subito, il 22 per cento (dal 26) che risalirebbe nel giro di sei-dodici mesi, il 23 per cento (33 lo scorso anno) nel giro di uno-tre anni, il 26 per cento (dal 23) che potrebbe non risalire mai, ben il 23 per cento (8 lo scorso anno) non sa.

2.6. Le abitazioni

La soddisfazione nei confronti dell'investimento in abitazioni si mantiene elevata, anche se mostra qualche segno di cedimento. Il 52 per cento (dal 56 dello scorso anno e 62 di due anni fa) ha affermato di essere «molto soddisfatto». Insieme, i «poco» o «per nulla» soddisfatti salgono dal 4 al 6 per cento, i «molto» o «abbastanza» soddisfatti salgono all'88 per cento dall'81 del 2006 (83 per cento due anni fa). Il saldo tra soddisfatti e insoddisfatti risulta molto positivo, pari a 82, seppur in discesa da 87 dello scorso anno.

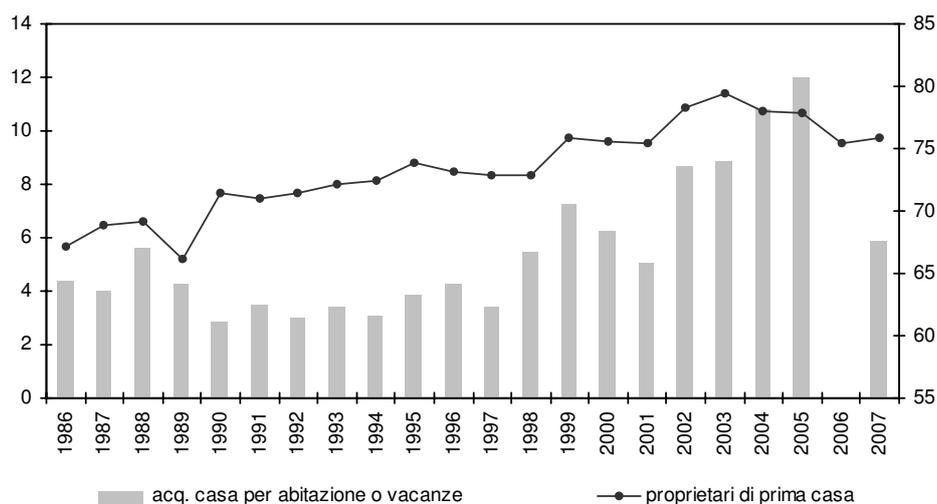
Il motivo ereditario resta fra quelli cruciali per l'acquisto dell'abitazione: l'87 per cento degli intervistati, esattamente come nel 2006, ritiene importante la possibilità di lasciare l'immobile in eredità. In generale, tra i principali motivi per investire in immobili si ritrovano «la sicurezza» e la possibilità di effettuare un investimento simultaneamente all'utilizzo dell'immobile a scopo abitativo.

La figura 2.8 riporta le stime, effettuate sulla base dei risultati delle interviste, della quota di individui che abitano in un appartamento di proprietà (scala di destra) e di individui che negli ultimi dodici mesi hanno acquistato una casa per abitazione o per vacanze (in quest'ultimo caso la serie non riporta alcun dato per l'anno 2006 perché la domanda non era stata posta).

La figura evidenzia una leggera diminuzione nella quota di individui che abitano una casa di proprietà, che scende dal massimo del 79,4 per cento raggiunto nel 2003 al valore corrente del 75,8 per cento. Ormai da quattro anni il trend all'aumento sembra essersi invertito o almeno arrestato, una dinamica forse influenzata dalla crescente domanda di mobilità che viene posta agli individui. I dati quindi non devono essere interpretati come il segnale di una diminuzione del numero di proprietari, ma come il segnale che anche i proprietari di case possono essere costretti, per periodi più o meno lunghi, a vivere in abitazioni in affitto per soddisfare esigenze temporanee di mobilità. Si tratta di un'evoluzione che, se fosse confermata nel futuro, potrebbe esercitare effetti rilevanti anche sul mercato delle abitazioni e quindi sui prezzi. Una società ad alta mobilità rende meno attraente l'acquisto dell'abitazione con l'obiettivo di

immediato utilizzo. Rimane certamente la domanda legata a puro scopo di investimento, che però potrebbe non essere in grado da sola di sostenere un livello dei prezzi elevato. Inoltre, se la composizione della domanda si modificasse in favore di quella di puro investimento, è lecito attendersi una maggiore variabilità dei prezzi di breve periodo, dato che la domanda di abitazioni per scopo finanziario è fortemente legata alle condizioni di rendimento atteso e di volatilità sui mercati.

Figura 2.8. Proprietari di prima casa e acquirenti di case negli ultimi dodici mesi
(valori percentuali sul totale degli intervistati)



La figura 2.8 evidenzia inoltre una forte diminuzione nel 2007, rispetto al periodo 2002-2005, della domanda di nuove abitazioni per uso di prima o di seconda casa. Il dato di 5,9 è in linea con quelli della fine degli anni Novanta. Pure in questo caso, è presto per parlare di inversione di tendenza, anche se certamente il dato è coerente con quello precedentemente discusso relativo alla quota di individui che abitano in una casa di proprietà. Si tratta di segnali importanti, che meritano un'attenta considerazione nel futuro anche al fine di comprendere e prevedere la dinamica dei prezzi delle abitazioni, che ha registrato, a partire dal 1998, incre-

menti molto rilevanti e che potrebbe quindi ristagnare negli anni a venire per riportare le valutazioni relative degli immobili rispetto ai prezzi degli altri beni più in linea con l'evidenza storica. Peraltro, in varie aree del mondo i prezzi immobiliari hanno iniziato a scendere, come negli Stati Uniti, o a salire meno rapidamente che in passato. In Europa il 2007 è stato caratterizzato da prezzi stabili o leggermente crescenti nella maggior parte dei paesi. Importanti sono i casi della Germania, in cui i prezzi continuano a essere costanti o in lieve diminuzione, e di Irlanda e Spagna, paesi che più degli altri accusano la crisi del settore immobiliare che ha avuto origine negli Stati Uniti. Il minore incremento dei prezzi è probabilmente legato all'aumento dei tassi di interesse in Europa, relativamente contenuto per quanto riguarda i tassi a lungo termine ma notevole per i tassi a breve termine, importanti per determinare il costo dell'indebitamento a tasso variabile. Questo potrebbe avere un effetto negativo sulla crescita economica, sui consumi e sulla domanda di abitazioni da parte delle famiglie.

— |

⋈

| —

⋈

⋈

— |

⋈

| —