

1. Gli italiani e il risparmio, dal 1982 al 2009

Andrea Beltratti

1.1. La storia del *Rapporto*

Il primo *Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* risale al febbraio del 1984 e si basa su dati raccolti durante l'anno 1982. Giorgio Rota fu il primo responsabile del *Rapporto*, scrivendo anche, assieme a Francesco Cesarini, un capitolo introduttivo definito *Spunti per una politica del risparmio*.

Le principali indicazioni evidenziate nel capitolo introduttivo furono le seguenti:

- 1) fra coloro che hanno risparmiato, il 46 per cento dichiara di averlo fatto in modo casuale;
- 2) il risparmiatore italiano pone come prioritario l'obiettivo dell'acquisto della casa;
- 3) la formazione del risparmio è collegata all'insicurezza per il futuro;
- 4) il risparmiatore tende ad assumere un comportamento abitudinario, con una scarsa attenzione alla diversificazione delle proprie attività;
- 5) l'importanza dei rendimenti appare relativamente minore rispetto alla salvaguardia del valore del capitale;
- 6) emerge una carenza di informazione in merito all'investimento del patrimonio.

Tali indicazioni furono ottenute da un questionario innovativo, che poneva alle famiglie italiane detentrici di un conto corrente o di titoli finanziari domande relative al comportamento in tema di risparmio e investimento. Il questionario mantenne per vari anni un'attenzione notevole al patrimonio, con il tentativo di quantificare le scelte di allocazione dello stesso, oltre che il suo valore complessivo. Tale tentativo era importante data la scarsità di informazioni presenti sul tema. Gli autori certamente conoscevano il problema della reticenza degli intervistati a rispondere su questioni così tipicamente private, al punto tale da riconoscerlo subito, nella prima edizione del *Rapporto*. Ma il vantaggio associato al fatto di poter disporre di qualche informazione, seppure imperfetta, certamente superava il rischio di misurazione imperfetta.

Per riconoscere il carattere innovativo della ricerca occorre ricordare la situazione complessiva. Una situazione caratterizzata, come si è detto, dalla carenza di informazioni su tematiche relative al patrimonio e al risparmio in un periodo in cui gli strumenti di elaborazione automatica dei dati erano agli inizi. Qualsiasi ricercatore interessato alle analisi empiriche oggi può scaricare in qualche minuto la serie storica del consumo e del reddito in Italia, e in un tempo equivalente trattare i dati con metodi statistici progrediti. All'inizio degli anni Ottanta per compiere una

simile operazione occorre recarsi alla sede locale dell'Istat, fotocopiare le pagine rilevanti degli annuari, copiare i dati in modo da poterli trattare mediante gli enormi, ma poco potenti, calcolatori dell'epoca, con i quali si interagiva mediante schede perforate. Operazioni che oggi richiedono pochi minuti, una trentina di anni fa richiedevano parecchie ore.

Possiamo quindi solo immaginare quali fossero le difficoltà del trattamento di dati provenienti da un migliaio di questionari.

Il *Rapporto*, nella sua struttura iniziale, rappresentò quindi uno sforzo di ricerca applicata di alto livello, sia per la sua finalità sia per la sua metodologia. L'idea stessa che la politica economica dovesse essere basata su conoscenze quantitative era molto progredita. Cesarini e Rota scrissero che «l'indagine offre una serie di dati analitici e di linee di possibile interpretazione dei dati stessi così ricca e così innovativa [...] che risulta arduo scegliere gli aspetti che con sicurezza presentano il maggior interesse dal punto di vista delle indicazioni di politica economica. A noi sembra che le sue risultanze debbano essere prese in attenta considerazione nella fase di istruttoria di provvedimenti atti ad incidere sulle scelte di risparmio».

Da ultimo, è giusto riconoscere la lungimiranza della BNL – il cui Ufficio Studi nel 1984 decise di analizzare i dati esistenti per studiare la ripartizione dello stock di ricchezza in moneta, attività finanziarie, attività reali, per trarre conclusioni in materia di preferenze degli operatori – e anche i meriti della serie di responsabili che negli anni si sono alternati al coordinamento del *Rapporto* (vedi al fondo l'elenco di tutte le edizioni), vale a dire Giorgio Rota, Enrico Colombatto, Mario Deaglio, Giuseppe Russo e Mario Valletta.

1.2. La storia del questionario

È interessante osservare le variazioni della struttura del questionario nel corso del tempo. Il primo questionario (dati 1982) era suddiviso in quattro sezioni. La prima sezione conteneva domande sulla percezione del reddito corrente e futuro (domande che fortunatamente furono sempre riproposte anche in tutte le edizioni successive e consentono oggi di ricostruire quasi trent'anni di percezione del reddito da parte degli italiani), domande sulle preferenze per vari impieghi finanziari, una domanda sugli obiettivi di investimento (anch'essa sempre riproposta). La seconda sezione conteneva domande sul risparmio e la terza rappresentava il tentativo di ricostruire l'allocazione del patrimonio su vari impieghi. La quarta sezione mescolava domande sulle fonti di informazione ad altre domande sul livello del reddito. Nel 1984 la struttura di base viene estesa per effettuare domande sistematiche in merito alle proprietà immobiliari e alle opinioni sulla casa come bene di investimento.

Nel 1985-1986 si creano quattro nuove sezioni, riguardanti a) le forme di risparmio integrative o sostitutive della pensione, b) i fondi comuni di investimento, c) l'inflazione, d) il mercato azionario. Si nota il tentativo di aumentare le conoscenze in merito agli impieghi degli italiani, cercando addirittura di anticipare flussi di domanda che sarebbero diventati più robusti solo dopo alcuni anni. Allo stesso

tempo, la sezione sull'inflazione consente di avere oggi dati preziosi in merito alla percezione dell'inflazione e agli effetti della stessa sul comportamento economico, dati che potrebbero essere molto utili se nel futuro, come pronosticato da alcuni, l'inflazione risalirà a livelli elevati a causa delle politiche monetarie espansive realizzate per condurre l'economia fuori dalla crisi.

Nel 1987 si introduce una sezione relativa ai rapporti con le banche. Anche questa sezione è di estremo interesse e consente oggi di ricostruire le dinamiche di interazione tra i risparmiatori e quella che un tempo veniva definita la «foresta pietrificata» dell'economia italiana. Fenomeni come l'attenzione per la soddisfazione del cliente, le percezioni in merito ai costi e alla qualità del servizio, la percezione e l'impatto dell'aumento della concorrenza, anche attraverso l'espansione delle banche estere, sono chiaramente visibili dalle domande che sono state formulate nel corso del tempo, sino ai giorni nostri. L'inserimento a partire dal 1989 di sotto-sezioni relative alle carte di credito e al credito al consumo dimostra quanto fosse ampia la sensibilità dei curatori del *Rapporto* che si sono succeduti nel tempo, e il loro tentativo di studiare le nuove forme del risparmio sin dal primo momento del loro manifestarsi.

Nel 1993, tre anni dopo importanti riforme di liberalizzazione del mercato dei capitali, compare una nuova sezione relativa agli investimenti esteri, volta a verificare il grado di conoscenza e l'interesse in merito a operazioni di investimento in valuta estera. Sempre nel 1993 compare una interessante sezione su «responsabilità sociale del risparmiatore e fiducia nelle istituzioni». Nel 2000 viene inserita una sezione su «i risparmiatori e l'euro», che esplora i sentimenti, e le informazioni, degli italiani nei confronti della nuova moneta.

A partire dal 2001 il questionario viene ristrutturato per rilevare in maggior dettaglio l'insieme degli aspetti legati alle scelte finanziarie. Vengono introdotte domande relative al rischio, alla complessità degli investimenti e all'informazione, si cerca di comprendere meglio alcuni aspetti relativi al processo di selezione di titoli azionari e si riduce lo spazio dedicato all'accumulazione di informazioni sulla struttura del patrimonio. Tali scelte riflettono l'evoluzione dei tempi e il maggior grado di sofisticatezza degli investimenti degli italiani. Alcune domande vengono mantenute tutti gli anni, mentre altre vengono ripetute a intervalli di qualche anno in considerazione delle limitate fluttuazioni annuali rilevate nelle risposte storicamente date. Nel corso dell'ultimo decennio viene dedicato spazio a tematiche di vario tipo, tra cui soprattutto i fondi pensione e la decisione di conversione del trattamento di fine rapporto in strumenti finanziari esplicitamente dedicati all'accumulazione di lungo periodo. Vengono anche nuovamente affrontati temi relativi alla fiducia e alla responsabilità sociale.

Il 2007 è l'ultimo anno in cui il questionario viene riproposto in forma estesa. Contiene domande sulla rilevanza del risparmio e sul processo decisionale che guida la sua accumulazione, sugli obiettivi finanziari, sulla propensione al rischio, sull'orizzonte temporale, sulle aspettative del rendimento che può essere ottenuto dall'investimento pensionistico, sulla complessità di investimento e l'informazione, sui titoli azionari e sui fondi comuni, sulla casa e sui rapporti con le banche.

Nel 2008 il questionario viene proposto in versione molto leggera, per tenere conto della crisi finanziaria che potrebbe distorcere in maniera rilevante le risposte.

Vengono selezionate 12 domande che in parte riprendono i temi di importanza storica su risparmio e obiettivi del medesimo e in parte cercano di comprendere le percezioni della crisi da parte degli italiani.

In questa edizione 2009 il questionario assume nuovamente una veste ampia e trasversale, ma nel contesto di un sostanziale sfooltimento delle domande, al fine di migliorare la qualità delle risposte ottenute.

1.3. Perché guardare alla storia

Perché guardare alla storia passata a ventisette anni dai primi dati raccolti per questo *Rapporto*? Innanzitutto, per il desiderio di rimettere ordine nei dati e di verificare se alcune domande fossero state ripetutamente poste nel corso di tutte le indagini. L'analisi ha infatti mostrato che esiste un nucleo di domande che caratterizzano il *Rapporto* a partire dal 1982, e che consentono una confrontabilità temporale tale da evidenziare le grandi tendenze dell'economia italiana.

In secondo luogo, in un momento in cui la crisi finanziaria sembra avere superato la fase più acuta ma pare avere inciso in maniera profonda sugli equilibri del sistema economico, non solo in Italia, è utile guardare retrospettivamente alla storia in modo da evidenziare i cambiamenti epocali, quelli che magari sono poco visibili all'analisi congiunturale che si limita a confrontare i dati degli ultimi due o tre anni.

1.4. La crisi finanziaria

Il 2008

Il 2008 è stato un anno di forte discontinuità sia per l'economia reale sia per i mercati finanziari. Il tasso di crescita reale delle economie occidentali è sceso sino a diventare negativo nella seconda parte dell'anno. Alla fine del 2008, il National Bureau of Economic Research, l'ente responsabile per la definizione delle date di espansione e contrazione negli Stati Uniti, ha sostenuto che l'economia americana si trovava in recessione già alla fine del 2007.

Il tasso di crescita mondiale è stato progressivamente rivisto al ribasso nel corso dell'anno. La teoria del *decoupling*, relativa alla possibilità per i paesi emergenti di mantenere un elevato tasso di crescita nonostante la riduzione della crescita negli Stati Uniti e in Europa, si è rivelata eccessivamente ottimistica. Persino in Cina il tasso di crescita è sceso da livelli superiori al 10 per cento a livelli vicini al 7 per cento con il rischio di ulteriori riduzioni a livelli del 5 per cento, ritenuti pericolosi dal governo cinese per la stabilità sociale.

I mercati azionari hanno registrato perdite sensibili in tutto il mondo. Il 2008 è stato uno degli anni peggiori nella storia dei mercati azionari. L'indice S&P500 ha perso il 38,5 per cento nel corso dell'anno. L'indice Dow Jones ha perso il 34 per cento, un crollo secondo solo a quello del 1931. Gli indici dei principali mercati

emergenti accusavano cali anche più sensibili. Il mercato azionario italiano ha chiuso l'anno con una perdita di circa il 50 per cento. Il differenziale di tasso di interesse tra i paesi più indebitati e la Germania è salito in maniera rilevante, anche per l'Italia.

Situazioni di tale portata non sono, fortunatamente, comuni e spesso sono causate da più fattori. Nel caso in esame la crisi finanziaria ha interagito con il rallentamento dell'economia reale sotto una varietà di profili. In primo luogo, ha influenzato lo stato di salute del sistema bancario al punto tale da farlo arrivare all'inizio dell'indebolimento del ciclo economico in condizione di debolezza e di carenza di capitale. Le banche sono da sempre un settore ciclico che soffre il momento della recessione a causa, tra l'altro, dell'aumento delle sofferenze sui prestiti. In genere le banche giungono alla fase negativa del ciclo economico dopo una fase positiva che consente di aumentare il capitale grazie all'accumulazione dei profitti. Nel 2008, a seguito della crisi iniziata nel mercato dei mutui *subprime*, le banche hanno sofferto perdite complessive per circa 1.000 miliardi di dollari, e ciò ha ridotto il capitale. Molti istituti sono giunti all'inizio della crisi reale con livelli di capitale insufficienti e hanno dovuto ricapitalizzare, anche per tenere conto del contesto di aumentato livello di rischio. L'ammontare totale del capitale raccolto dalle grandi banche nel corso del 2008 è stato appena sufficiente a ripianare le perdite accumulate.

Le banche italiane si sono rivelate da questo punto di vista più robuste di molte concorrenti estere e sono salite in termini di capitalizzazione relativa, anche se l'esposizione ai paesi dell'Est europeo si è rivelata un elemento considerevole di rischio in questa fase ciclica. In alcuni paesi (specialmente Inghilterra, Germania e Francia) il settore pubblico è dovuto intervenire per fornire capitale che nessun investitore privato voleva prestare.

In secondo luogo, la crisi finanziaria ha spinto alcune banche a ridurre i prestiti, specialmente negli Stati Uniti dove la situazione si è dimostrata più grave a causa dell'elevato livello di indebitamento delle famiglie e del forte coinvolgimento di molte banche commerciali nel settore immobiliare. Il risultato *credit crunch* ha ridotto ulteriormente le possibilità di sviluppo delle imprese.

La disoccupazione è in aumento ovunque. Soltanto negli Stati Uniti sono stati persi oltre 4 milioni di posti di lavoro e la disoccupazione è balzata all'inizio del 2009 all'8,1 per cento, il livello più alto dal 1983.

La risposta delle autorità pubbliche è stata rivolta inizialmente alla politica monetaria, particolarmente nel caso degli Stati Uniti, dove la Fed ha avviato una rapida manovra di riduzione dei tassi di interesse già alla fine del 2007 nonostante un livello d'inflazione superiore al 5 per cento. In Europa la Banca Centrale Europea al principio ha mostrato di non credere alla gravità della crisi e ha addirittura aumentato i tassi di interesse nella prima metà del 2008, per poi ridurli nel secondo semestre anche a fronte della discesa del tasso di inflazione, una discesa resa possibile dal crollo del prezzo del petrolio, passato durante l'estate del 2008 da quasi 150 dollari al barile a meno di 50 dollari. Sia la Fed sia la Bce nel corso del 2008 sono intervenute più volte, fornendo liquidità a un sistema bancario in cui le banche avevano paura a prestarsi vicendevolmente denaro sul mercato interbancario, specialmente dopo il fallimento della banca d'investimento Lehman

Brothers a settembre. Alla fine dello scorso anno la Fed ha portato il tasso di interesse allo 0,5 per cento e a marzo del 2009 la Bce ha portato il tasso di riferimento all'1,5 per cento.

La politica fiscale è intervenuta in forte ritardo, quando ormai erano evidenti i segnali di rallentamento. Durante il mese di novembre governi di vari paesi, tra cui soprattutto Stati Uniti, Cina e Inghilterra, hanno varato manovre fiscali imponenti. L'Europa è rimasta relativamente indietro in tale sforzo, programmando una manovra di circa 200 miliardi di euro, pari complessivamente all'1,5 per cento del prodotto.

Il quadro del sistema finanziario resta molto confuso. Ulteriori perdite per i portafogli finanziari non possono essere escluse a causa del continuo deterioramento del prezzo di mercato secondario di attività come quelle legate al settore immobiliare e ai prestiti alle imprese. La situazione negli Stati Uniti appare essere particolarmente critica a causa dell'elevato indebitamento delle famiglie, che da una parte può causare altre perdite al sistema finanziario, e dall'altra, in mancanza di un rinnovo del credito, implica ulteriori riduzioni nel livello di domanda aggregata.

Relativamente buona pare essere la situazione del sistema bancario italiano, grazie al minor coinvolgimento in attività particolarmente innovative dal punto di vista dei prodotti e soprattutto alla stabile base di raccolta, legata a rapporti di lungo periodo con i depositanti. Sistemi collaudati di controllo del rischio e un forte impatto della sorveglianza hanno consentito alle banche italiane di essere meno esposte alle fasi più negative e difficili della crisi del 2008.

Il 2009

Molto diverso è stato l'andamento del 2009. L'anno si è aperto in maniera decisamente negativa. Continue diminuzioni dei prezzi azionari hanno avuto luogo sino alla metà di marzo, nel contesto di una sistematica revisione al ribasso delle stime di crescita mondiale. Per dare un'idea della gravità della situazione, basta osservare che il primo dato macroeconomico dell'anno, reso noto il 2 gennaio, mostrava che negli Stati Uniti l'indice ISM scendeva (da 36,2 a 32,4) al valore minimo da ventotto anni, mentre in Europa l'analogo indicatore PMI scendeva da 35,6 a 33,9. All'inizio di gennaio le quotazioni delle obbligazioni societarie scontavano un tasso di fallimento delle aziende pari al 36 per cento cumulato in cinque anni, un valore 7,5 volte più elevato di quello osservato nella Grande Depressione.

La politica fiscale è però scesa in campo in maniera massiccia proprio nel primo trimestre del 2009, affiancando una politica monetaria che da tempo aveva preso atto della gravità della situazione. Sotto la guida del nuovo Presidente, Barack Obama, gli Stati Uniti programmano un piano fiscale da quasi 800 miliardi di dollari, seguiti da paesi come Giappone, Cina e Corea del Sud, particolarmente coinvolti dalla riduzione della domanda americana. Le banche centrali di tutto il mondo portano i tassi di interesse nominali sotto l'1 per cento. L'Europa è la più lenta a reagire dal punto di vista fiscale, nella speranza che la crisi si limiti agli Stati Uniti e all'Asia. In realtà adesso sappiamo che anche l'Europa è stata inte-

ressata in maniera forte dalla crisi, che nel primo trimestre ha comportato una riduzione del prodotto di oltre il 5 per cento e un notevole aumento della disoccupazione.

L'annuncio di queste misure ha avuto il pregio di modificare le aspettative degli operatori. Come d'incanto, i mercati azionari hanno cominciato ad allontanarsi dai valori minimi di marzo, dapprima in un contesto di scambi rarefatti. La stabilizzazione macroeconomica e i risultati aziendali superiori alle attese hanno poi consentito il consolidamento delle quotazioni, che nel corso dell'estate sono giunte a superare abbondantemente i valori di inizio anno. Il prezzo di molti titoli è quindi raddoppiato o triplicato rispetto ai valori minimi toccati nella metà di marzo.

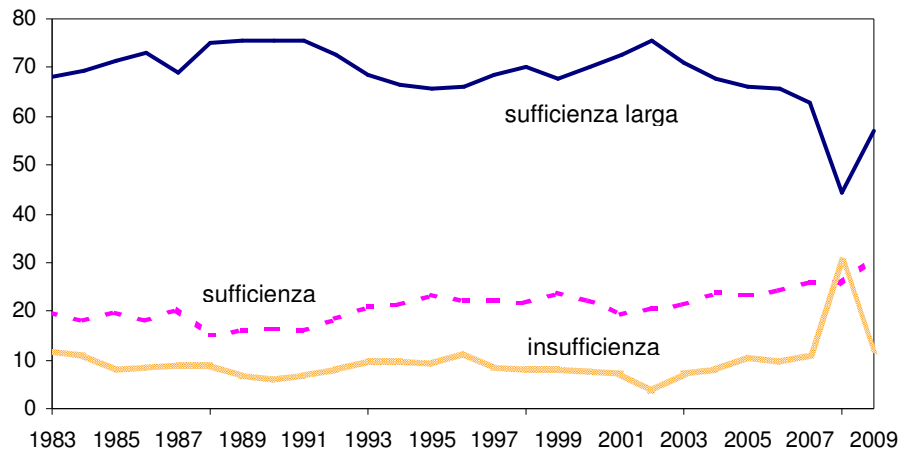
Alla fine del 2009 il quadro rimane però ancora incerto. La ripresa economica del secondo semestre dell'anno è figlia di misure straordinarie di politica economica, che non potranno permanere, neanche nel medio periodo. I tassi di interesse dovranno tornare a valori più elevati, i disavanzi pubblici dovranno trasformarsi in avanzi per consentire il riassorbimento del debito pubblico, i bilanci delle banche centrali dovranno svuotarsi dei titoli tossici per avere sembianze normali, i sistemi bancari dovranno tornare a funzionare in assenza di garanzie pubbliche e dovranno essere adeguatamente capitalizzati, gli incentivi monetari delle figure apicali delle aziende dovranno essere stabiliti in maniera sufficientemente condivisa. Queste operazioni saranno complesse e lunghe e potranno ridurre per anni il tasso di crescita potenziale delle aree economiche maggiormente interessate dalla crisi. Potrebbero esserci conseguenze per le quotazioni delle attività finanziarie nel momento in cui si tornerà a parlare seriamente di una *exit strategy*.

In questo scenario devono essere letti i dati rilevati nel settembre del 2009. Appare un quadro complessivamente ancora difficile, in cui riduzioni di cinque punti percentuali nel livello di reddito potranno richiedere anni per essere colmate. È una situazione resa più facile nel caso italiano proprio dal comportamento delle famiglie in merito al risparmio, che ha impedito nella maggior parte dei casi l'assunzione di rischi spropositati, ad esempio per quanto riguarda il debito al consumo e il mutuo per l'acquisto dell'abitazione. Ma allo stesso tempo resa più difficile dal nemico tradizionale dell'economia italiana, quel debito pubblico che viaggia ormai a un livello del 15 per cento superiore al livello di quanto prodotto in un anno da parte di tutto il paese. Un macigno che peserà ancora di più nel momento in cui l'Europa si riavvierà verso un percorso di virtuosità fiscale, magari nel contesto di più elevati tassi di interesse e maggiori costi e difficoltà nel rifinanziamento del debito stesso.

1.5. Il reddito corrente e futuro

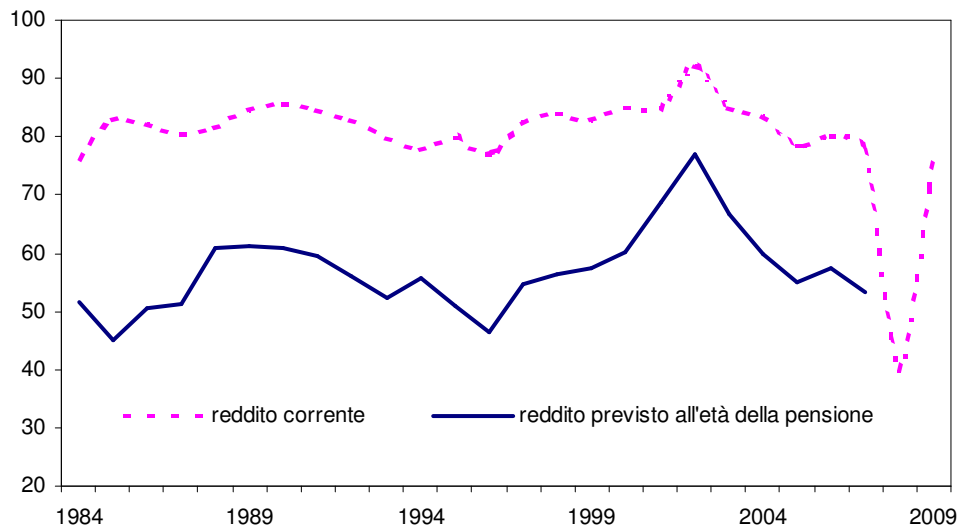
Una delle domande che sono state sempre presenti nel *Rapporto* è costituita dal giudizio sulla sufficienza o insufficienza del reddito corrente. Il reddito corrente può essere definito «più che sufficiente», «sufficiente», «appena sufficiente», «insufficiente», «del tutto insufficiente». La figura 1.1 descrive, per il periodo 1983-2009, l'andamento della percentuale di quanti hanno risposto «più che sufficiente» o «sufficiente» (linea continua fine), «appena sufficiente» (linea tratteggiata) e «insufficiente» o «del tutto insufficiente» (linea spessa).

Figura 1.1 – Reddito percepito, 1983-2009
(percentuali di giudizi di sufficienza larga, sufficienza e insufficienza del reddito)



Gli stessi dati possono anche essere presentati in maniera più sintetica mediante uno degli indicatori tradizionalmente riportati nel *Rapporto*, rappresentato dal saldo algebrico tra la quota di intervistati che ritiene sufficiente, ovvero insufficiente, il proprio reddito corrente. La figura 1.2 riporta tale saldo sia per quanto riguarda il reddito corrente sia per quanto riguarda il reddito atteso all'età della pensione.

Figura 1.2 – Reddito, il confronto tra soddisfatti e insoddisfatti, 1983-2009
(saldi tra percentuali di giudizi di sufficienza e insufficienza del reddito corrente e futuro)



Le figure mettono in luce tre elementi importanti. Il primo è rappresentato dal deterioramento tendenziale della percezione di sufficienza del reddito, in particolare a partire dall'anno 2002, in cui il saldo tra soddisfatti e insoddisfatti supera il precedente massimo storico del 1991 per collocarsi sopra quota 70.

Il secondo è rappresentato dalla forte caduta dell'anno 2008, che diventa ancora più rilevante nella prospettiva storica. Il crollo del saldo, come evidente dalla figura 1.2, risente sia della discesa dei soddisfatti sia dell'aumento degli insoddisfatti, che triplicano rispetto alla media storica. Nel 1983 l'11,8 per cento riteneva il proprio reddito corrente «più che sufficiente», il 56,4 per cento lo riteneva «soddisfacente», il 19,7 per cento «appena sufficiente», l'11,6 per cento «insufficiente», lo 0,2 per cento «del tutto insufficiente». Nel 2008 le percentuali sono rispettivamente pari a 3,8, 40,5, 25,8, 26,4 e 3,4.

Il terzo elemento rilevante è rappresentato dal forte rimbalzo degli indici tra il 2008 e il 2009. La quota di chi ritiene il reddito «più che sufficiente» o «sufficiente» risale a 56,9 e la quota di chi lo ritiene «insufficiente» o «del tutto insufficiente» scende a 11,8. Più esattamente, le percentuali di chi ha selezionato le varie risposte da «più che sufficiente» a «del tutto insufficiente» sono rispettivamente 11,1, 45,8, 31,2, 8,7 e 3,1.

Il miglioramento rispetto al 2008 è quindi molto evidente, ma non basta a riportare gli indicatori ai livelli medi storici. La fascia di coloro che sono veramente soddisfatti del proprio reddito rimane al livello più basso di sempre (a parte il dato del 2008). La paura per avere evitato la Grande Depressione si riflette in un'ondata di ottimismo per chi ha prospettive reddituali superiori alla media e inferiori alla media, ma aumenta la fascia di chi si ritiene in media. In particolare, si è ampliata la fascia di chi ritiene sufficiente il proprio reddito. Questa sensazione può non essere particolarmente positiva, ma può riflettere la soddisfazione per avere evitato una forte caduta nel tenore di vita, evento che alla fine del 2008 sembrava possibile. Prospettive brillanti e sensazioni di soddisfazione hanno lasciato spazio a un'impressione di sufficienza e al sollievo per avere evitato il peggio.

Simili sono le indicazioni provenienti dalla domanda relativa alle prospettive sul reddito all'età della pensione. Solo il 6,5 per cento valuta come «più che sufficiente» il reddito che sarà disponibile a 65 anni. Si tratta di un dato vicino a quello del 1983, quando il 7 per cento degli intervistati rispose allo stesso modo, e del 1984, quando la percentuale fu di 5,4. Peraltro, il 1983-1984 rappresentò un biennio molto difficile per l'economia italiana. Il dato è invece molto lontano dal valore di 16,3 del 2002. Inoltre, il 5,1 per cento ritiene «del tutto insufficiente» la prospettiva di reddito, un valore mai precedentemente toccato. Questi dati sembrano smentire la tesi di chi ritiene che gli italiani stiano ignorando il rischio di insufficienza del reddito nel momento della pensione. Al contrario, una quota crescente di italiani si rende conto di essere stretta tra la prevedibile carenza di risorse pubbliche e l'insufficienza delle risorse private.

Quanto sono fondate le sensazioni degli italiani? I dati disponibili sulla crescita dell'Italia e di altri paesi indubbiamente rivelano la scarsa propensione italiana a crescere, anche se occorre ricordare che il peso dell'economia sommersa è probabilmente più forte in Italia che altrove. La tabella 1.1 riporta il tasso di crescita complessivo di vari paesi su tre orizzonti temporali.

I dati provengono dal Fondo Monetario Internazionale (*World Economic Outlook*). Nel periodo 1980-2008 il prodotto italiano in termini reali è cresciuto del 59 per cento, superato da tutti gli altri paesi considerati, compresa la Grecia che è cresciuta a un tasso complessivo dell'86 per cento. Ancora maggiori i divari nel

sottoperiodo 1983-2008, a cui fanno riferimento i dati del *Rapporto BNL/Centro Einaudi*. Nell'ultimo decennio l'Italia conserva l'ultima posizione, ma è molto vicina alla Germania. Forte è però il divario con Spagna e Grecia, cresciute rispettivamente del 41 e del 49 per cento.

Tabella 1.1 – Il tasso di crescita complessivo lungo vari periodi temporali

	1980-2008	1998-2008	1983-2008
Francia	1,76	1,22	1,68
Germania	1,69	1,16	1,68
Grecia	1,86	1,49	1,93
Italia	1,59	1,13	1,55
Spagna	2,28	1,41	2,22
Inghilterra	2,02	1,29	1,94
Stati Uniti	2,26	1,29	2,15

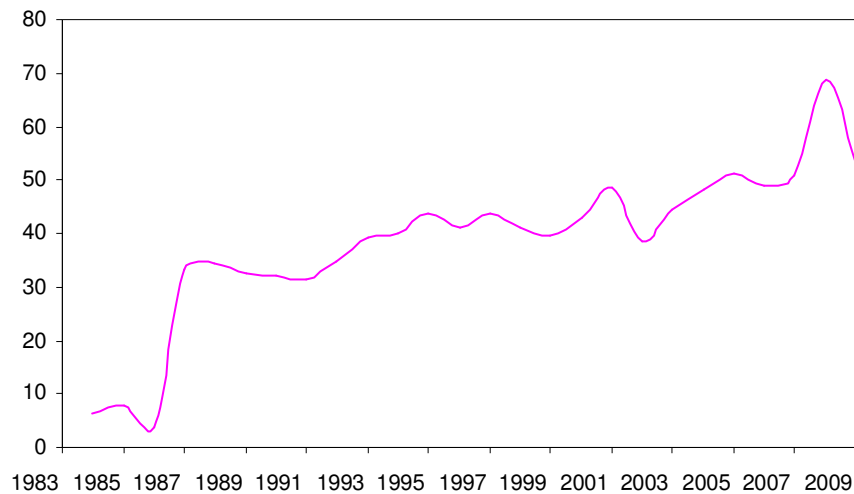
Una regressione della variazione percentuale del saldo tra soddisfatti e insoddisfatti sulla variazione percentuale del prodotto reale per il periodo 1983-2008 rivela un impatto significativo della variabile indipendente, con un coefficiente stimato di 7,04. e un coefficiente di determinazione del 36 per cento. Considerando le variazioni del prodotto previste dal Fondo Monetario Internazionale per il periodo 2009-2014 (pari rispettivamente a -4,4 per cento, -0,4 per cento, 0,7 per cento, 1,3 per cento, 1,6 per cento e 1,9 per cento) e applicando i coefficienti stimati si ottiene la previsione per lo stesso periodo del saldo tra soddisfatti e insoddisfatti. Da 14,5 del 2008 si avrebbe 7,7 nel 2009, 6,3 nel 2010, 5,6 nel 2011, 5,3 nel 2012, 5 nel 2013 e 4,9 nel 2014. Un recupero estremamente lento della fiducia si accompagnerebbe quindi a una blanda ripresa economica nel prossimo quinquennio.

L'insoddisfazione degli italiani per quanto riguarda il reddito, dunque, è probabilmente legata alla scarsa crescita complessiva che oggettivamente ha interessato il reddito stesso e che risulta insufficiente anche alla luce di un confronto internazionale con economie che una trentina di anni fa erano o leggermente più progredite o leggermente meno progredite dell'Italia. La minor capacità di gestione dei cicli economici avversi e le criticità nel proporre un piano di sviluppo visibile sono quindi avvertite dagli italiani e registrate nei dati del *Rapporto*.

1.6. I risparmi

Quanti italiani sono in grado di risparmiare? Il *Rapporto* ha posto in modo continuativo la domanda a partire dal 1984. La figura 1.3 riporta, dal 1984 al 2009, la percentuale di intervistati che affermano di non avere risparmiato.

Figura 1.3 – La percentuale di chi non risparmia, 1984-2009



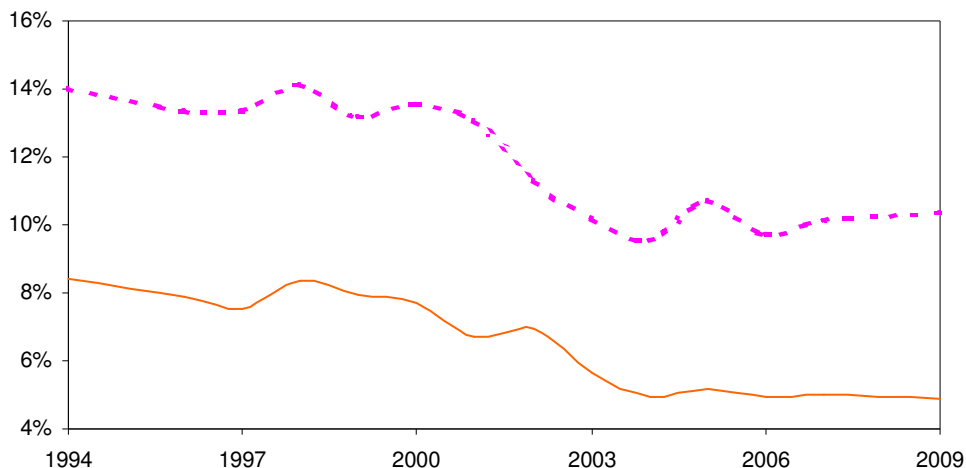
Come si vede, il trend è fortemente crescente. Il 6,2 per cento delle famiglie non risparmiava nel 1984, ma nel 2008 il valore era cresciuto al 68,9 per cento (dal 51 del 2007) per tornare poi al 53 per cento nell'ultima rilevazione. L'attenuazione della crisi quindi ha contribuito a fare aumentare le famiglie che possono risparmiare, anche se nel 2009 i non risparmiatori sono aumentati rispetto al 2007. Il dato è preoccupante specialmente alla luce del risparmio negativo generato dal bilancio pubblico, assediato da richieste di forti incrementi della spesa. In una situazione di progressiva diminuzione del numero di famiglie in grado di risparmiare, risulterà più difficile fare fronte all'esigenza di ridurre il disavanzo e il debito.

L'evoluzione evidenziata non pare però riflettere tanto una scelta consapevole da parte degli italiani quanto una reazione a eventi esterni. La figura 1.3 mostra infatti quanto sia stato forte l'aumento della percentuale di non risparmiatori durante una fase di crisi, un dato ancora più eclatante se si tiene conto che è proprio in fasi di crisi e di aumento dell'incertezza sul presente e sul futuro che si tende ad aumentare il risparmio di tipo precauzionale. La dinamica recente evidenzia da una parte quanto sia difficile risparmiare e dall'altra parte quanto facilmente possa essere modificata la scelta da una variazione dell'ambiente esterno.

Peraltro, l'aumento della quota dei risparmiatori non equivale necessariamente a un aumento della propensione media al risparmio. I dati disponibili consentono però una stima indiretta della propensione media al risparmio. Una domanda del questionario infatti chiede qual è la percentuale delle entrate che è stata risparmiata consentendo le seguenti risposte: «meno del 5 per cento», «tra 5 e 10 per cento», «tra 10 e 19 per cento», «tra 20 e 29 per cento», «tra 30 e 49 per cento», «oltre il 50 per cento». È inoltre possibile non rispondere alla domanda. Si è proceduto quindi a stimare inizialmente la propensione al risparmio come media ponderata delle varie risposte, dove i pesi sono le percentuali delle risposte date alle varie domande e i valori rilevanti sono stati posti pari a 2,5 per cento, 7,5 per cento, 15 per cento, 25 per cento, 40 per cento, 70 per cento. La stima è stata

poi divisa per uno meno la percentuale di chi non ha risposto nell'ipotesi che le mancate risposte fossero attribuibili in maniera proporzionale alle varie classi. Infine si è giunti alla stima della propensione al risparmio aggregata moltiplicando il dato precedente per la percentuale di risparmiatori. Tale stima è rappresentata dalla linea continua nella figura 1.4. Nella stessa figura, come confronto, si trova una linea tratteggiata, che descrive la stima *non* corretta per tenere conto della riduzione della percentuale dei risparmiatori. Ci sono vari elementi di arbitrarietà e margini di errore che possono inficiare sia il livello sia la variazione della stima, ma è comunque interessante osservare i risultati.

Figura 1.4 – La propensione media al risparmio, 1994-2009

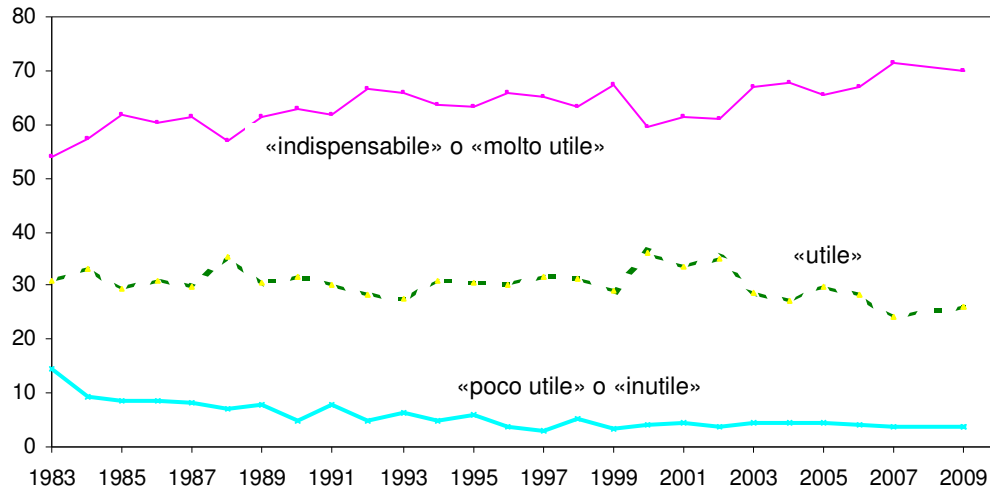


Il grafico mostra la riduzione della propensione al risparmio, dall'8 per cento del 1994 al 4,9 per cento del 2009. Il dato del 2008 è interpolato, in quanto nel 2008 non era stata posta la domanda relativa alla quota di reddito risparmiata. Come si vede, l'aumento nella quota dei non risparmiatori (da 50 a 53 tra il 2007 e il 2009) non viene compensato dall'aumento della propensione al risparmio effettuato da chi riesce a non consumare interamente il proprio reddito. L'aumento del risparmio da parte di chi ha la possibilità di risparmiare è comprensibile ricordando che nel 2009 alcuni elementi negativi per il risparmio sono venuti meno: il prezzo della benzina è sceso dai valori massimi del 2008 a causa della riduzione del prezzo del petrolio sui mercati internazionali e il costo dei mutui a tasso variabile si è sensibilmente ridotto a causa della riduzione all'1 per cento del tasso a breve termine. Allo stesso tempo, il senso di preoccupazione e di incertezza causato dalla crisi finanziaria può avere aumentato l'interesse per il risparmio precauzionale, che protegge dai «giorni di pioggia» futuri; mentre la riduzione del livello medio di reddito ha aumentato la quota delle famiglie che sono costrette a utilizzare tutte le risorse disponibili per sostenere il consumo corrente, frustrando le aspirazioni di risparmio e accumulazione del patrimonio.

Per discutere ulteriormente l'ipotesi del «risparmiatore frustrato», la figura 1.5 riporta le percentuali di coloro che ritengono il risparmio «indispensabile» o «molto utile» (linea fine continua in alto), di coloro che ritengono il risparmio semplice-

mente «utile» (linea tratteggiata in mezzo) e di coloro che ritengono il risparmio «poco utile» o «inutile».

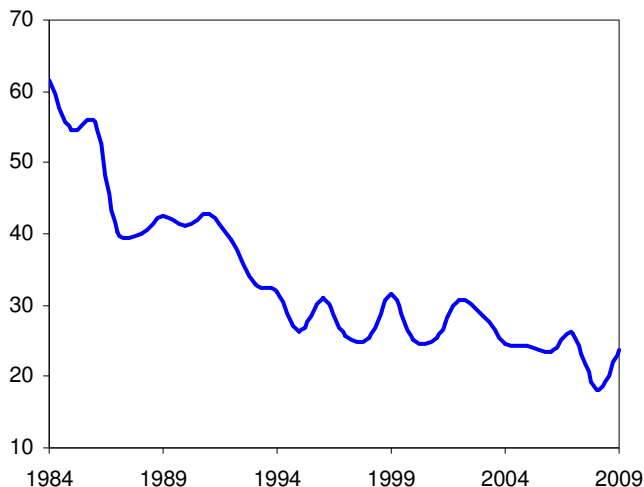
Figura 1.5 – Il valore del risparmio, 1983-2009
(percentuali di chi ritiene il risparmio «indispensabile» o «molto utile», «utile», «poco utile» o «inutile»)



La figura 1.5 mostra che l'aumento dei non risparmiatori non si accompagna a un minor interesse per il risparmio. Anzi, la quota di chi ritiene il risparmio «indispensabile» o «molto utile» sale costantemente in tutto il periodo per raggiungere un massimo nel 2007 (71,5 per cento), mentre scende la quota di chi ritiene il risparmio «poco utile» o «inutile». Nel 2009 il 69,9 per cento ritiene il risparmio «indispensabile» o «molto utile», in lieve calo dal 2007. La diminuzione nel numero dei risparmiatori riflette quindi probabilmente l'incapacità di utilizzare le risorse per la costituzione di una riserva di acquisto per le esigenze future. Inoltre, la continua rilevanza assegnata al risparmio anche dopo il superamento della fase più acuta della crisi mostra che si tratta di percezioni di lungo periodo. Gli italiani nei prossimi anni cercheranno di aumentare la quota di risparmio, se le condizioni complessive lo consentiranno.

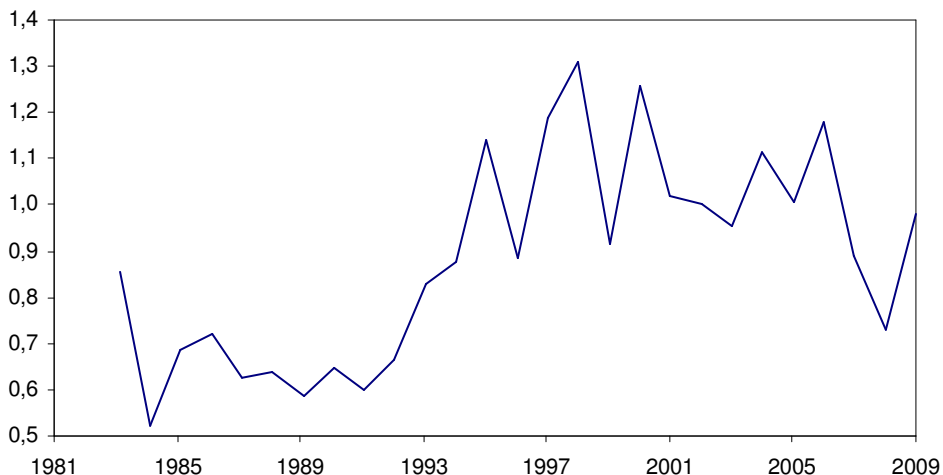
La figura 1.6 descrive la percentuale di intervistati che hanno risparmiato sulla base di una precisa intenzione.

Figura 1.6 – Il risparmio programmato, 1984-2009
(valori percentuali)



La figura mostra, per il lungo periodo, una chiara e continua tendenza alla riduzione di chi risparmia sulla base di una precisa programmazione delle proprie risorse. Il 60 per cento dei risparmiatori aveva obiettivi specifici agli inizi degli anni Ottanta, ma il dato si è ridotto oggi al 24 per cento. L'andamento del grafico risente della riduzione complessiva del numero di risparmiatori. Per tenere conto di tale fenomeno, la figura 1.7 considera invece il rapporto tra chi risparmia senza uno scopo preciso e chi risparmia sulla base di una programmazione specifica.

Figura 1.7 – Rapporto tra risparmio senza scopo e risparmio programmato, 1983-2009



La figura evidenzia le fluttuazioni di questo rapporto e mostra che nelle fasi di crisi, quella corrente e quella degli anni Ottanta, si riduce il rapporto tra chi risparmia senza scopo e chi risparmia sulla base di una programmazione. Si trat-

ta di un andamento comprensibile: chi risparmia senza uno scopo preciso avrà maggior incentivo nelle fasi di difficoltà economica a consumare le risorse disponibili.

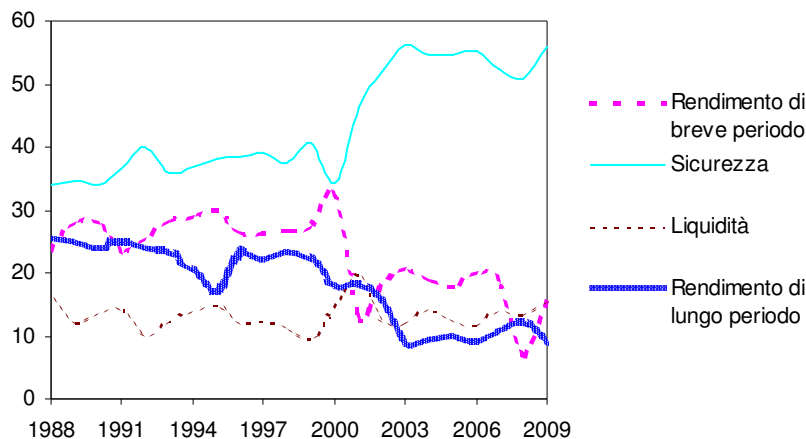
1.7. Gli obiettivi finanziari

Per identificare gli obiettivi, possiamo fare affidamento sulla tradizionale domanda del questionario su cui si basa il *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.

Per evidenziare il confronto negli anni, la figura 1.8 riporta la serie storica dal 1988 dei principali obiettivi di investimento e conferma l'esistenza di un trend di lungo periodo verso la ricerca della sicurezza nell'investimento.

Figura 1.8 – Gli obiettivi di investimento, 1988-2009



Si può osservare, da una parte, come la sicurezza sia sempre stata l'obiettivo più rilevante per gli italiani e, dall'altra parte, come alla fine degli anni Novanta gli italiani avessero aumentato in maniera rilevante la loro attenzione per il rendimento di breve periodo, in corrispondenza di una fase di forti rialzi dei mercati azionari. La caduta borsistica del 2001-2002 ha però modificato in modo drastico l'approccio verso l'obiettivo di investimento. Il motivo della sicurezza è diventato molto più importante degli altri, al punto tale da essere evidenziato da più di una famiglia su due. Tale interesse per la sicurezza era rimasto immutato nonostante la ripresa dei mercati del periodo 2003-2007. La crisi del 2008-2009 ha rilanciato ancora di più il tema della sicurezza, che supera il precedente massimo storico e si pone come obiettivo principale nel 56 per cento delle scelte. L'im-

patto dei mercati sugli obiettivi si rivela asimmetrico, portando a una crescita dell'avversione al rischio durante le crisi senza corrispondente riassorbimento nelle fasi di ripresa.

1.8. L'informazione

La banca resta il principale punto di riferimento degli italiani nel momento in cui occorre prendere decisioni relative all'investimento del risparmio. La domanda in merito alla fonte principale di informazione è stata posta sin dall'esordio del *Rapporto*, ma una piena confrontabilità storica è difficile in quanto sono variate nel tempo le voci che potevano essere selezionate dall'intervistato in qualità di risposta. Nel 2001 la banca veniva individuata come il principale consulente dal 54 per cento degli intervistati, quota salita a 58,9 nel 2002, poi scesa fino al 51 del 2005, per giungere a 52,7 nel 2007 e 45,1 nell'ultima rilevazione del 2009. La crisi sembra quindi avere influenzato in maniera negativa il rapporto fiduciario esistente tra i risparmiatori e le banche.

Dal 2001 è comparsa la categoria dei promotori finanziari tra le varie possibilità di scelta. Selezionata dall'11,3 per cento degli intervistati nel 2001, la rilevanza della categoria è rimasta stabile o leggermente cedente, attestandosi al 10 per cento nel 2005 e scendendo all'8,1 per cento nel 2007, un livello persino inferiore a quello dei giornali (9,2 per cento) e di amici e parenti (11,5 per cento). Nell'ultima rilevazione del 2009 i promotori sono selezionati dal 7,3 per cento dei rispondenti. A oggi quindi la categoria dei promotori non costituisce un elemento di impatto quantitativamente confrontabile a quello delle banche.

La voce maggiormente cresciuta in seguito alla crisi finanziaria è quella di «amici e famigliari», indicata come principale fonte di informazione dal 17,5 per cento degli intervistati, un livello vicino al 16 per cento del 2003, ma in forte crescita rispetto all'11,5 per cento del 2007. La situazione presenta aspetti paradossali: gli italiani si affidano maggiormente a fonti non professionali, presumibilmente meno informate, proprio durante le fasi di crisi, in cui si dovrebbe rivelare più prezioso il servizio offerto dalla consulenza.

Questo quadro solleva tematiche ampie e complesse relativamente all'offerta di servizi di consulenza finanziaria in Italia. Le banche mantengono il ruolo prevalente ma sembrano perdere terreno in seguito alla crisi finanziaria. Ad approfittarne non sono tanto i promotori finanziari, unica fonte alternativa di consulenza con un impatto quantitativamente rilevante sul territorio, quanto i rapporti informali con amici e parenti. L'unico vantaggio oggettivo di quest'ultima categoria pare risiedere nella presenza di un rapporto di fiducia basato sulla conoscenza personale e sullo scambio di opinioni. Questo fenomeno ricorda ciò che succede in una economia monetaria in cui tende ad aumentare la quota di transazioni effettuate tramite baratto in una fase di sfiducia nei confronti della solidità del mezzo di scambio.

La dominanza di un settore come quello bancario, che oltre a procedere al collocamento dei prodotti finanziari possiede simultaneamente gran parte delle società di gestione del risparmio, solleva legittime tematiche sul conflitto di interesse

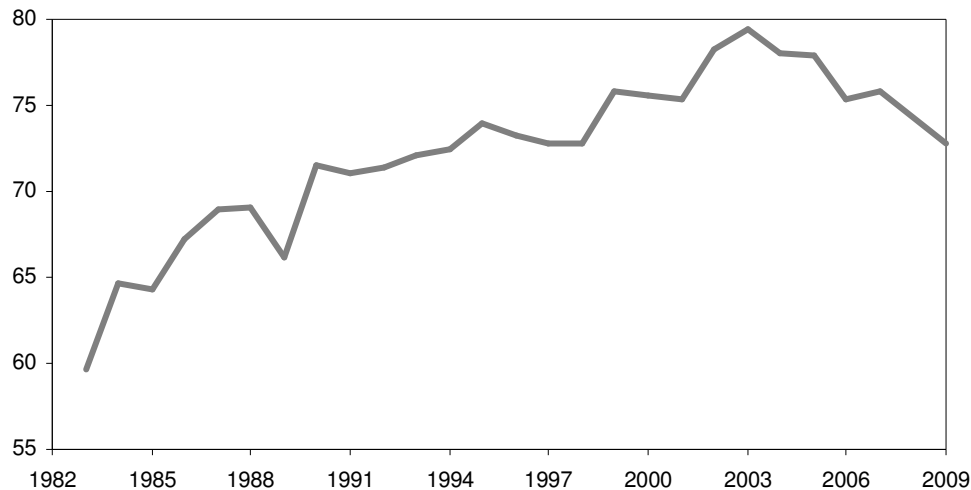
(peraltro in Italia regolato da norme ben precise). Appare però sorprendente che in una materia complessa quale quella degli investimenti finanziari ci si rifugi nei consigli di amici e parenti.

Anche come conseguenza di queste difficoltà, gli italiani presentano allocazioni patrimoniali molto sbilanciate a favore di immobili e titoli a reddito fisso e con basso contenuto azionario. Ciò ha l'ulteriore effetto di indebolire le attività del risparmio gestito, che possono esprimersi al meglio ed essere particolarmente utili nel contesto di portafogli dinamici.

1.9. La casa

La figura 1.9 riporta, per il periodo 1983-2009, la quota di italiani che abitano in casa di proprietà.

Figura 1.9 – **Gli italiani che abitano in casa di proprietà, 1983-2009**
(valori percentuali)



Si nota il forte aumento della proprietà dell'abitazione, passata nel giro di ventisei anni dal 60 al 75 per cento con un massimo che ha sfiorato l'80 per cento. Può essere motivo di orgoglio per il nostro paese notare come questa trasformazione verso una società di proprietari sia avvenuta nel contesto di modalità di finanziamento che sono rimaste sempre prudenti. La prudenza nella concessione dei mutui, la regola di rimanere al di sotto di certe soglie tra valore del mutuo e valore dell'immobile possono avere rallentato il processo, ma hanno anche impedito il verificarsi dei fenomeni di degenerazione che hanno avuto luogo in altri paesi. Vale la pena ricordare la grande confusione che ha avuto luogo negli Stati Uniti con la privatizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac, agenzie quotate in Borsa ma create con lo scopo di contenere il costo dei mutui, favorendone la finanziarizzazione e la vendita a investitori. Tali agenzie cercavano di contemperare l'obiettivo di massimizzare il valore per i propri azionisti con la missione

sociale di facilitare l'acquisto dell'abitazione. Lo Stato americano si è trovato costretto a intervenire per salvare queste agenzie sottocapitalizzate, creando adesso una situazione di estrema incertezza. In Italia la proprietà dell'abitazione è stata meno favorita da politiche pubbliche ed è avvenuta nel contesto di comportamenti più prudenti da parte di chi chiedeva il mutuo e da parte di chi lo offriva, ma alla fine il modello ha dimostrato una maggior robustezza.

Nei dati presentati nella figura 1.9 si nota, nell'ultimo quinquennio, un certo arresto nel trend di aumento della proprietà dell'abitazione, che appare addirittura essersi invertito. Non si può ora dire se si tratti di una stabilizzazione temporanea o di una vera inversione di tendenza associata a mutamenti negli stili di vita, ad esempio una maggiore mobilità sociale e lavorativa e un grado superiore di incertezza sulla propria sede di lavoro in un contesto in cui diminuiscono le possibilità di mantenere un posto di lavoro per tutta la vita. Sarà interessante seguire questo indicatore nel futuro per esaminarne la dinamica.

Infine, vale la pena notare come questo forte interesse per la ricchezza immobiliare possa anche riflettere il timore per investimenti mobiliari di carattere rischioso, che spingono i risparmiatori a privilegiare un bene illiquido ma di rendimento meno rischioso e direttamente fruibile.

1.10. L'investimento azionario

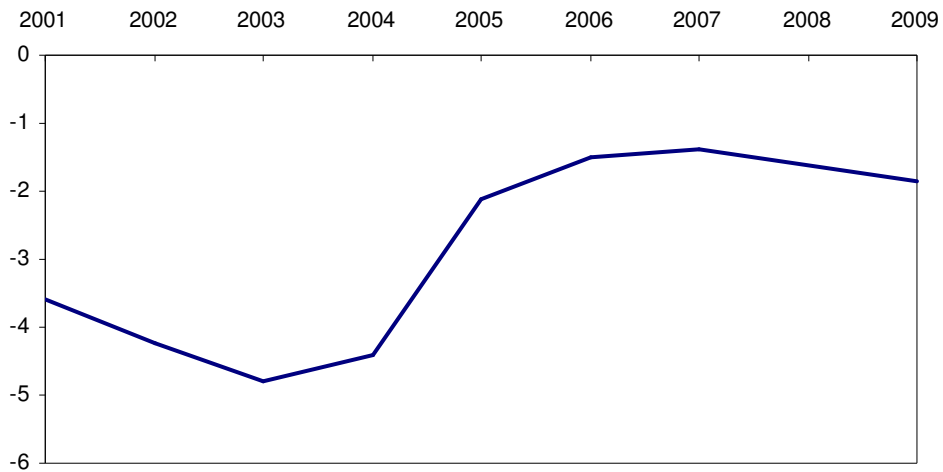
Per quanto riguarda infine l'approccio all'investimento azionario, una domanda posta dal 2001 al 2009 chiede agli intervistati (limitandosi a coloro che avevano operato sul mercato azionario) un'opinione sul livello del mercato azionario, dando come possibilità di risposta le seguenti categorie: «sottovalutato di una percentuale superiore al 20», «sottovalutato di una percentuale compresa tra 5 e 20», «sopravvalutato di una percentuale superiore al 20», «sopravvalutato di una percentuale compresa tra 5 e 20», «né sottovalutato né sopravvalutato».

Nel 2001 e nel 2002, alla vigilia della caduta dei prezzi azionari, il 9,4 per cento e l'8,2 per cento rispettivamente rispondevano che il mercato era sottovalutato di oltre il 20 per cento, un dato in ulteriore aumento all'11 per cento nel 2003-2004, ma in riduzione al 6 per cento nel 2006 e nel 2007. La stessa percentuale è stata registrata anche nell'ultima rilevazione del 2009.

Se si allarga l'analisi per considerare chi ritiene il mercato sottovalutato, anche se solo di una percentuale compresa tra 5 e 20, si nota che nel 2009 il 25 per cento degli italiani ritiene che il mercato sia sottovalutato, un dato superiore a quello del 2007, quando, in un periodo di massimo storico, era il 22 per cento ad avere tale opinione. Nel 2001 il dato era di 29, nel 2002 di 34 e nel 2003 di 43.

La figura 1.10 riporta un indicatore sintetico di valutazione, ottenuto assegnando il valore -30 per cento per la fascia «sottovalutato di oltre il 20 per cento», -12,5 per cento per la fascia «sottovalutato tra il 5 e il 20 per cento», +12,5 per cento per la fascia «sopravvalutato tra il 5 e il 20 per cento», +30 per cento per la fascia «sopravvalutato di oltre il 20 per cento».

Figura 1.10 – **La sottovalutazione del mercato azionario, 2001-2009**
(valori percentuali)



Nonostante la serie sia corta, è interessante notare che in un punto di basse valutazioni del mercato azionario della storia recente, il 2003, l'indicatore illustra una forte percezione di sottovalutazione del mercato. L'impressione di sottovalutazione si attenua con la crescita del mercato azionario durante la fase di rialzo del 2003-2007. Almeno dal punto di vista aggregato, gli italiani sembrano avere dimostrato una buona capacità di interpretare gli andamenti di breve periodo.

Il dato più interessante riguarda però la percentuale di chi non è in grado di esprimere una opinione in merito alla valutazione, che nel 2009 è salita a 47. Il dato è in costante aumento dal 20 per cento che aveva espresso tale opinione nel 2004 e nel 2005. La forte volatilità del mercato sembra quindi avere confuso le idee di molti investitori, che si ritengono meno capaci di individuare le situazioni di errata valutazione.

Solo il 15 per cento degli intervistati nel 2009 si è dichiarato a favore dell'ipotesi di mercato valutato in maniera corretta. Tale percentuale peraltro non è mai stata molto elevata, avendo oscillato tra un massimo di 28 e un minimo di 15. Pochi italiani ritengono quindi che i mercati siano efficienti dal punto di vista valutativo.

Le indicazioni sul rendimento atteso dal mercato azionario appaiono nell'aggregato abbastanza plausibili, come evidenziato dalla figura 1.11.

Figura 1.11 – Il rendimento atteso dal mercato azionario, 2001-2009
(valori percentuali)



Il grafico è ottenuto ipotizzando che il rendimento atteso da parte di chi risponde «tra 0 e 5 per cento» sia 2,5 per cento, che «tra 5 e 10 per cento» corrisponda a 7,5 per cento e che «oltre 10 per cento» corrisponda a 15 per cento. In generale, si osserva un trend decrescente nella determinazione del rendimento atteso nel periodo. Il recente dato di 7,6 per cento rappresenta una stima che è ancora superiore al dato medio del rendimento di lungo periodo del mercato azionario statunitense e, ancora di più, del rendimento medio del mercato azionario europeo o italiano. Gli italiani stanno quindi rivedendo in modo lento le loro aspettative sui rendimenti conseguibili sul mercato azionario verso un livello più realistico, anche alla luce dei cattivi risultati conseguiti nell'ultimo decennio da tale tipo di investimento, che ha prodotto un rendimento medio nullo nel contesto di un'elevata volatilità e di due importanti periodi di crisi.

Da rilevare anche, da questo punto di vista, come sia cresciuta a oltre 41, sia nel 2007 sia nel 2009, la percentuale di coloro che non si sentono in grado di indicare un rendimento atteso dal mercato azionario. Nel 2006 tale percentuale era attorno a 36. Si tratta di un altro segno del grado di insicurezza che contraddistingue il rapporto tra il mercato azionario e gli investitori italiani, divisi tra false certezze di aspettative troppo elevate di rendimento e totale incapacità di formarsi un'opinione anche a causa della scarsa propensione a partecipare al mercato stesso. È difficile formarsi un'opinione di qualcosa che non si conosce, e al contempo non ci si sente attrezzati per partecipare a qualcosa che non si comprende.

1.11. Conclusioni

Il capitolo è stato aperto ricordando gli elementi evidenziati nella prima edizione del *Rapporto*, vale a dire:

- 1) la carenza nella programmazione del risparmio;
- 2) l'importanza dell'acquisto dell'abitazione;

- 3) la rilevanza della insicurezza sul futuro per quanto riguarda la formazione del risparmio;
- 4) la scarsa diversificazione del patrimonio;
- 5) un interesse più accentuato per la sicurezza del capitale che per il rendimento;
- 6) la carenza di informazione.

I Rapporti che si sono succeduti negli anni hanno confermato questo quadro, rendendolo più preciso e nitido in alcuni punti, ma sostanzialmente senza modificare il messaggio di fondo.

Gli italiani attribuiscono grande importanza al risparmio ma riescono sempre meno ad accumularlo, diversificano poco i propri investimenti, riponendo molta fiducia nell'investimento immobiliare e poca fiducia in quello mobiliare, specialmente in quello più rischioso. La banca resta al centro dell'universo della scelta finanziaria e viene vista come punto di riferimento in tutte le situazioni. L'informazione viene attivamente cercata in un numero limitato di casi.

Il risparmiatore italiano deve quindi essere guidato verso le scelte finanziarie, al fine di individuare strutture di portafoglio che bene si adattino alla (tipicamente elevata) avversione al rischio e alla struttura delle passività. La dinamica dei rendimenti azionari di breve e di lungo periodo deve essere ancora pienamente compresa. L'offerta di prodotti finanziari è enormemente aumentata nel periodo temporale coperto dal *Rapporto*. Nelle prime edizioni si chiedeva spesso agli italiani se conoscessero i BoT e i CcT, che rappresentavano all'epoca possibilità innovative di investimento. All'inizio degli anni Novanta si cercava di comprendere se gli italiani avrebbero approfittato delle possibilità concesse in tema di investimenti esteri e di prodotti del risparmio gestito. Nel valutare la situazione corrente, non si può quindi dimenticare che i risparmiatori italiani hanno fronteggiato nel giro di venti anni trasformazioni che altri mercati hanno assorbito in vari decenni. Questo assorbimento è stato ancora più difficile a causa dell'assenza dell'educazione finanziaria nel novero delle materie insegnate nelle scuole superiori. In tali condizioni non è realistico attendersi capacità di giudizio, maturità, orizzonte di lungo periodo e disponibilità a rischiare.

La grossa sfida dei prossimi dieci anni riguarda quindi l'offerta di servizi di consulenza, l'unica risorsa disponibile per fare incontrare in maniera efficiente la grande offerta di prodotti complessi e la scarsa esperienza dei risparmiatori. È difficile pensare che l'educazione finanziaria, da sola, possa colmare le lacune esistenti. Le banche sono al momento le istituzioni più indicate per far incontrare offerta e domanda. I problemi da risolvere non sono pochi. Si tratta di superare le diffidenze, eliminare i conflitti di interesse ma soprattutto trovare un'organizzazione che sia in grado di soddisfare le esigenze della domanda a costi esplicitamente individuati. I risparmiatori devono avere la possibilità di valutare in maniera trasparente la qualità del servizio percepito e il suo costo. Una sfida difficile, potenzialmente molto remunerativa per chi la saprà cogliere, ma soprattutto di fondamentale importanza per il continuo miglioramento della gestione di uno dei patrimoni più rilevanti per l'Italia, quello del risparmio.