



**BNL**  
**GRUPPO BNP PARIBAS**



Centro di Ricerca  
e Documentazione  
"Luigi Einaudi"

# Un risparmiatore consapevole

Rapporto 2009  
sul risparmio e sui risparmiatori in Italia

a cura di Andrea Beltratti

## **Presentazione**

di Giovanni Ajassa

pagina 3

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

di Andrea Beltratti

7

1.1. La storia del *Rapporto*

7

1.2. La storia del questionario

8

1.3. Perché guardare alla storia

10

1.4. La crisi finanziaria

10

1.5. Il reddito corrente e futuro

13

1.6. I risparmi

16

1.7. Gli obiettivi finanziari

21

1.8. L'informazione

22

1.9. La casa

23

1.10. L'investimento azionario

24

1.11. Conclusioni

26

## **2. Gli impieghi del risparmio**

di Andrea Beltratti

28

2.1. Obiettivi, rischio, orizzonte temporale e informazione

28

2.2. Gli investimenti: fondi pensione, titoli azionari, abitazioni

32

2.3. La crisi finanziaria

34

<b>3. I rapporti tra i risparmiatori e le banche</b>	
di Mario Valletta, Paola Zocchi	38
3.1. L'evoluzione della fiducia nella capacità delle banche di proteggere i risparmi familiari	38
3.2. La soddisfazione nei confronti della banca di famiglia	47
3.3. L'indebitamento delle famiglie italiane	53
3.4. Il ricorso a mutui per l'acquisto di un'abitazione	56
Appendice • Scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile. Verifica econometrica	65
Riferimenti bibliografici	70
<b>Nota metodologica</b>	
a cura della Doxa	71
Profilo degli autori	77
Tutte le edizioni del <i>Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia</i> di BNL-Gruppo BNP Paribas e Centro Einaudi	78

© 2009 BNL SpA  
Via Vittorio Veneto, 119 – 00187 Roma  
e-mail: bnleventistituzionali@bnlmail.com

Prima edizione: dicembre 2009

Il *Rapporto 2009 sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* è frutto di una collaborazione tra BNL e Centro Einaudi che ha avuto inizio nel 1982. Questa edizione è stata curata da Andrea Beltratti (capitoli 1 e 2) che ha anche coordinato il gruppo di ricerca. Il *Rapporto* si è avvalso dei contributi di Mario Valletta e Paola Zocchi per il capitolo 3. È presentato da Giovanni Ajassa (BNL). È infine chiuso da una nota metodologica, a cura della Doxa, che ha realizzato l'indagine campionaria sulle 805 famiglie nel mese di settembre 2009.  
Cura dei testi: Concetta Fiorenti

# Presentazione

## Giovanni Ajassa

L'Istituto nazionale di statistica lo ha certificato lo scorso 13 novembre. Nel terzo trimestre del 2009 anche l'Italia è tecnicamente uscita dalla recessione. Dopo cinque tornate negative, la variazione trimestrale del prodotto interno lordo valutato in quantità è risalita al di sopra dello zero. La recessione è finita. Non, con essa, la crisi. Anche in Italia il rischio di un apocalittico *melt-down* della finanza e dell'economia è stato scongiurato. Nel nostro paese, più che altrove, un contributo decisivo per frenare la caduta e creare le premesse per una possibile ripresa è venuto da un protagonista silenzioso della storia economica nazionale: il risparmiatore.

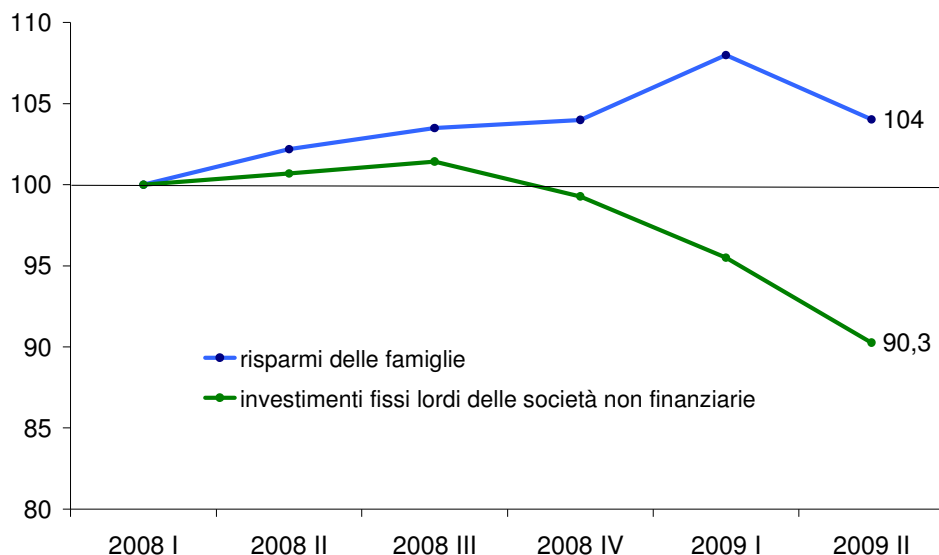
L'Italia ha tenuto anche grazie alla forza del suo risparmio e all'equilibrio dei suoi risparmiatori. Così documenta il *Rapporto*, sotto molteplici aspetti. Ma la crisi globale non è stata e non è un temporale estivo. Sia le radici a monte dei problemi, sia gli interventi a valle per contenere il dissesto costituiscono cambiamenti profondi dello scenario di riferimento. La crisi mette in discussione paradigmi e tendenze che sembravano consolidati. Ciò incide sulle percezioni, sulle scelte e sui comportamenti di medio periodo dei risparmiatori. Il risparmiatore c'è. Il risparmiatore cambia. Lo dice la realtà quotidiana. Lo conferma il *Rapporto*.

I fattori di continuità nella traiettoria percorsa dal risparmio attraverso la crisi sono numerosi. La consistenza del risparmio ha tenuto. L'elaborazione delle nuove statistiche diffuse recentemente dall'Istat<sup>1</sup> permette di compiere alcuni confronti. Fatta pari a 100 la situazione del primo trimestre 2008, il periodo precedente l'inizio della fase recessiva, il valore dei risparmi degli italiani sale sino a un picco pari a 108 toccato nel primo trimestre del 2009 e si assesta a quota 104 alla metà di quest'anno. Nel volgere di diciotto mesi l'aumento del risparmio è stato del 4 per cento. Nello stesso arco di tempo, gli investimenti fissi lordi delle imprese sono scesi invece del 10 per cento (si veda la figura a pagina seguente).

Di fronte al peggiorare del quadro dell'attività produttiva gli italiani hanno continuato, per quanto possibile, a cercare di mettere fieno in cascina. Le famiglie hanno la cognizione che il periodo di convalescenza per uscire dalla crisi non sarà breve. La preoccupazione non verte tanto sull'oggi, quanto sul dopo-domani. Le evidenze del *Rapporto* sono al riguardo interessanti. Alcuni esempi. Nel 2009 la quota di chi non risparmia scende al 53 per cento dal 69 per cento dell'anno precedente. Anche se rimane alto rispetto alle medie storiche, il risultato corrente segna un netto miglioramento rispetto a quanto registrato con l'irrompere della

<sup>1</sup> Cfr. Istat, *Reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, Il trimestre 2009, 28 ottobre 2009.

**Risparmio e investimenti lungo l'arco della recessione 2008-2009**  
(numeri indice: I trimestre 2008 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

recessione. Allo stesso modo, nel 2009 la quota di chi ritiene di avere oggi un reddito «più che sufficiente» o «sufficiente» sale intorno al 57 per cento del campione rispetto al 44 per cento registrato nel 2008. Ma se la domanda, invece che sulla situazione corrente, viene riferita allo scenario atteso del reddito al momento della futura pensione, la quota degli ottimisti rilevata nel 2009 scende al 40 per cento rispetto al 48 per cento rilevato nel 2008. La sindrome del cataclisma fulminante è stata superata. Il rischio di un peggioramento delle aspettative a medio termine rimane. Ben il 63 per cento degli intervistati ritiene che gli anni 2010-2015 rappresenteranno «un periodo di abbassamento del tenore di vita e di crescita debole». La quota dei preoccupati a medio termine eccede significativamente quella porzione degli intervistati che si dichiara, nell'oggi, in qualche modo colpito dalle conseguenze della crisi: un 21 per cento di intervistati che teme di perdere il posto di lavoro a cui si somma un 26 per cento che, pur non temendo di perdere il posto di lavoro, è preoccupato per una possibile riduzione del proprio stipendio.

La fase acuta della crisi è stata superata, ma c'è un bradisismo della lungimiranza che rischia di pesare sugli orizzonti, rendendoli più incerti e più brevi. All'inizio degli anni Ottanta, quando ebbe avvio la serie del *Rapporto BNL/Centro Einaudi*, la quota di coloro che dichiaravano di risparmiare sulla base di obiettivi specifici era pari al 60 per cento. Oggi questa quota è ridotta al 24 per cento. Allo stesso modo, nel 2009 la percentuale di chi individua nella sicurezza di non perdere il capitale la qualità primaria di un investimento del risparmio tocca un massimo di 56. Distanziati si collocano il rendimento di breve periodo, la liquidità e, soprattutto, il rendimento che si può ottenere nel lungo termine, al quale solo il 9 per cento degli intervistati assegna una posizione di primato. Meno di un italiano su dieci volge prioritariamente lo sguardo al lungo termine nell'investimento dei propri ri-

sparmi. Questo accorciamento d'orizzonte non è privo di fondamenti. La svalutazione del futuro rispetto al presente è anche un correlato diretto dell'eccezionale abbassamento che la crisi ha prodotto in quello che è l'incentivo fondamentale alla rinuncia al consumo immediato e al trasferimento di risorse dall'oggi al domani: il tasso di interesse. E c'è di più. Come acutamente osserva Andrea Beltratti, «dal punto di vista dell'industria finanziaria è molto difficile offrire prodotti gestiti in maniera professionale, di basso profilo di rischio o addirittura garantiti, in presenza di una struttura dei tassi di interesse così compressa». Alla lunga, la riduzione della propensione al rischio dei risparmiatori, che comporta la polarizzazione degli investimenti su depositi e titoli pubblici, può determinare la disintermediazione dell'industria finanziaria e un minor afflusso di risorse verso investimenti sì più rischiosi, ma anche capaci di fornire rendimenti individuali e sociali più elevati nel medio termine.

Tornare a guardare più avanti rappresenterà un passaggio importante nello scenario a venire, per i risparmiatori come per le banche centrali. E per i risparmiatori come per le autorità monetarie la cartina di tornasole dell'uscita dalla crisi sarà costituita dalla misura e dai tempi effettivi della ripresa dell'economia. Sarà un cammino lungo. Con l'aumento trimestrale dello 0,6 per cento registrato nel terzo trimestre del 2009 anche l'Italia ha spezzato l'avvitamento nella recessione. Ma il valore del prodotto interno lordo, a settembre 2009, risulta pari a quello di settembre 2003. In diciotto mesi la recessione ha portato le lancette dell'economia indietro di sei anni. Sta anche alla finanza e alle banche contribuire ad accelerare i tempi della ripresa.

Fin dal suo avvio alla metà del 2007 con la questione dei mutui americani *subprime*, lo sviluppo della crisi globale è stato accompagnato da espressioni di preoccupazione sui rischi di un razionamento del credito all'economia da parte delle banche. Da subito i timori per un *credit crunch*<sup>2</sup> sono diventati un tema centrale del dibattito intorno alla crisi e alla ripresa. Un'attenzione non così grande hanno attratto argomenti di grande rilievo quali il commercio mondiale, la questione dei cambi, l'innovazione, gli investimenti.

Alla fine della recessione delle grandi economie avanzate, all'inizio dell'autunno del 2009 il tasso annuo di variazione dei prestiti bancari alle imprese risulta essere sceso oltre dieci punti percentuali al di sotto dello zero negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In Italia, come in Francia e in Germania, la dinamica dei prestiti alle imprese si è tenuta ben al di sopra del calo del prodotto interno lordo o della flessione a due cifre segnata dai fatturati, dagli investimenti e dalle esportazioni. Questo vuol dire che il numero di euro di credito alle imprese per euro di Pil – quella che gli economisti chiamano «intensità creditizia» – è aumentato e non diminuito. Ancora più incoraggianti si sono mostrati gli sviluppi del credito bancario alle famiglie, che a settembre 2009 si espandeva a un saggio annuo del 4 per cento in Italia.

<sup>2</sup> Tra i primi a dare un'esatta definizione del concetto di *credit crunch* è stato, quasi venti anni or sono, l'attuale presidente della Federal Reserve. Secondo Ben Bernanke, un *credit crunch* va inteso come «a significant leftward shift in the supply of bank loans, holding constant both the real interest rate and the quality of potential borrowers» (una significativa contrazione dell'offerta di prestiti bancari a parità sia del tasso reale dell'interesse sia del merito di credito dei potenziali debitori). Cfr. B.S. Bernanke e C.S. Lown, *The Credit Crunch*, Brookings Papers on Economic Activity, 1991, n. 2, pp. 205-247.

Il temuto e generalizzato *credit crunch* non c'è stato, almeno in Italia. Le banche rimangono vicine alle famiglie. Lo conferma anche il *Rapporto*. Poco meno di un intervistato su cinque dichiara di aver dovuto ricorrere a prestiti di banche o finanziarie per far fronte a spese ritenute necessarie. Oltre il 75 per cento di chi è ricorso all'indebitamento afferma di aver trovato gli operatori disponibili a concedere il prestito. Tre intervistati su quattro si dichiarano molto o abbastanza soddisfatti dell'intermediario utilizzato nel suo complesso. Due intervistati su tre segnalano che le banche sono diventate più attente alla selezione dei clienti nella concessione del credito. E, ugualmente, il 66 per cento del campione nutre nei confronti delle banche un grado di fiducia non inferiore a quello manifestato verso il settore prima della crisi.

La fiducia che i risparmiatori manifestano verso le banche italiane è un *asset* prezioso. Ma non è una cambiale in bianco. I risparmiatori vivono la lezione della crisi anche nella forma di un'acuita attenzione al confronto tra banca e banca. Le banche non sono più tutte uguali. Due intervistati su tre affermano di aver valutato anche proposte di altri intermediari prima della sottoscrizione di un mutuo. Per il 25 per cento del campione l'intermediario utilizzato oggi per le comuni operazioni di conto corrente non è lo stesso di due anni fa.

Il risparmiatore c'è. Il risparmiatore cambia. La crisi accelera i tempi del cambiamento. Anche per le banche. Rendere il cambiamento un fattore di sviluppo piuttosto che un salto nel buio vuol dire accrescere la consapevolezza del risparmiatore sul significato e sul funzionamento degli strumenti finanziari che entrano concretamente nei progetti di vita delle persone e delle famiglie. Il fare è cieco senza il sapere. L'educazione finanziaria – intesa come acquisizione di un metodo critico e pratico piuttosto che come la conoscenza di questo o quel modello teorico – può aiutare il risparmiatore a compiere scelte di investimento maggiormente consapevoli. Un risparmiatore consapevole aiuta le banche a migliorarsi. E contribuisce ad accelerare la ripresa di tutta l'economia.

# 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.

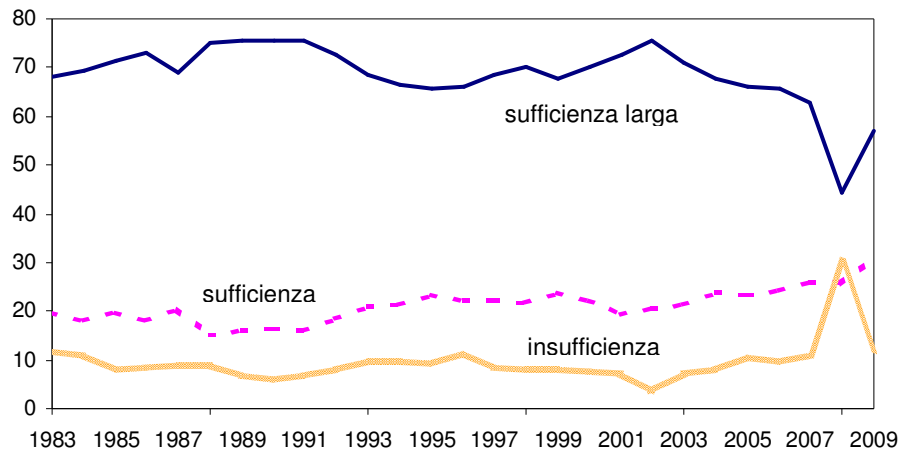
Alla fine del 2009 il quadro rimane però ancora incerto. La ripresa economica del secondo semestre dell'anno è figlia di misure straordinarie di politica economica, che non potranno permanere, neanche nel medio periodo. I tassi di interesse dovranno tornare a valori più elevati, i disavanzi pubblici 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

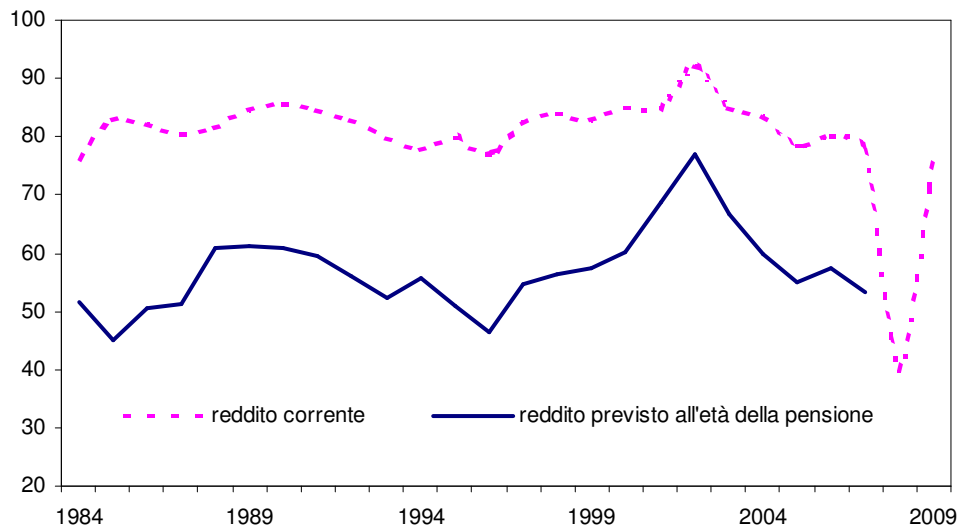
Una delle domande che sono state sempre presenti nel *Rapporto* è costituita dal giudizio sulla sufficienza o insufficienza del reddito corrente. Il reddito corrente può essere definito «più che sufficiente», «sufficiente», «appena sufficiente», «insufficiente», «del tutto insufficiente». La figura 1.1 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.

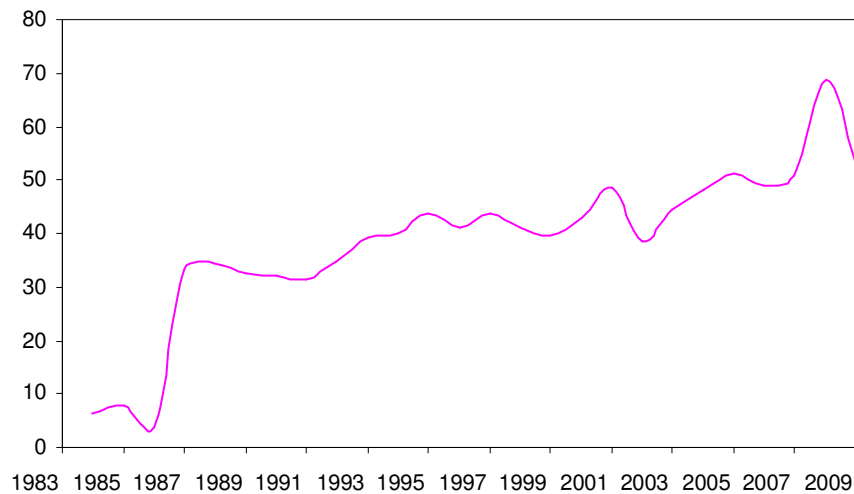
L'insoddisfazione degli italiani per quanto riguarda il reddito, dunque, è probabilmente legata alla scarsa crescita complessiva che oggettivamente ha interessato il reddito stesso e che risulta insufficiente anche alla luce di un confronto internazionale con economie che una trentina di anni fa erano 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



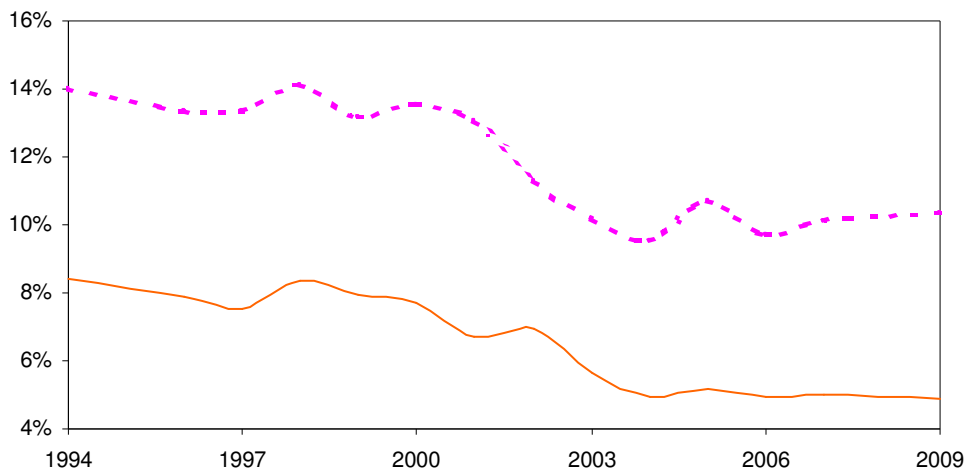
Come si vede, il trend è fortemente crescente. Il 6,2 per cento delle famiglie non risparmiava nel 1984, ma nel 2008 il valore era cresciuto al 68,9 per cento (dal 51 del 2007) per tornare poi al 53 per cento nell'ultima rilevazione. L'attenuazione della crisi quindi ha contribuito a fare aumentare le 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

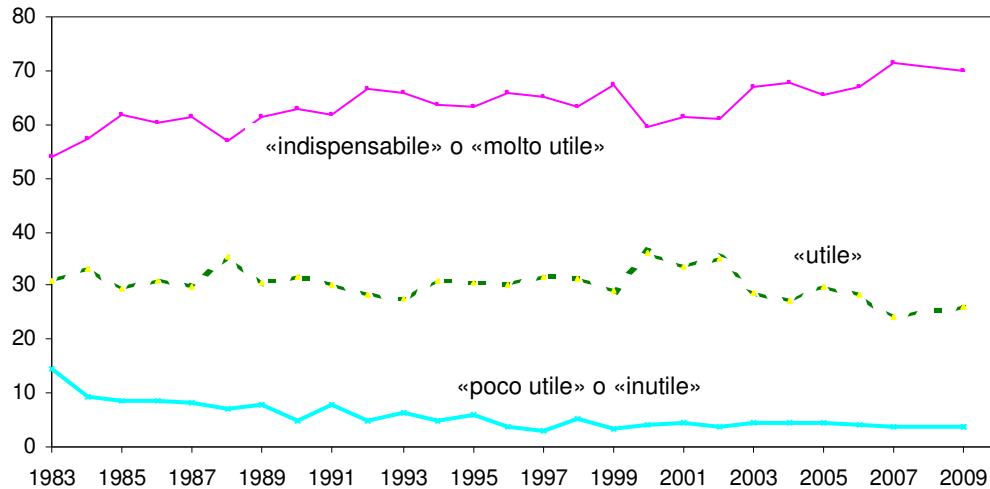


Il grafico mostra la riduzione della propensione al risparmio, dall'8 per cento del 1994 al 4,9 per cento del 2009. Il dato del 2008 è interpolato, in quanto nel 2008 non era stata posta la domanda relativa alla quota di reddito risparmiata. Come si vede, l'aumento nella quota dei non risparmiatori (da 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».

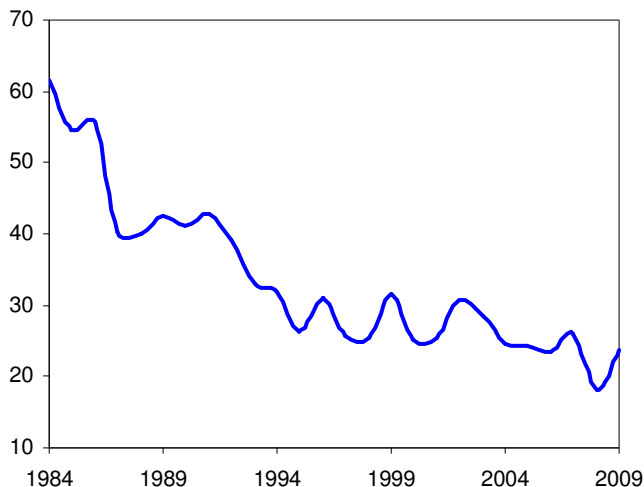
**Figura 1.5 – Il valore del risparmio, 1983-2009**  
(percentuali di chi ritiene il risparmio «indispensabile» o «molto utile», «utile», «poco utile» o «inutile»)



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.

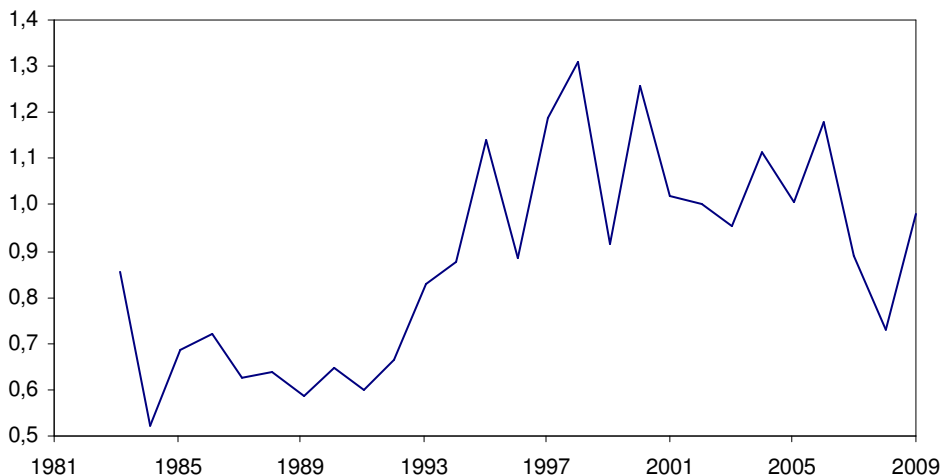
La figura 1.6 descrive la percentuale di intervistati che hanno risparmiato sulla base di una precisa intenzione.

**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.

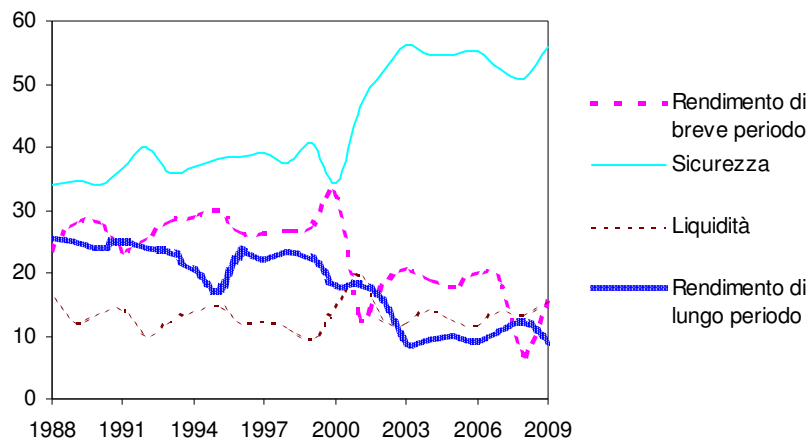
## 1.7. Gli obiettivi finanziari

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

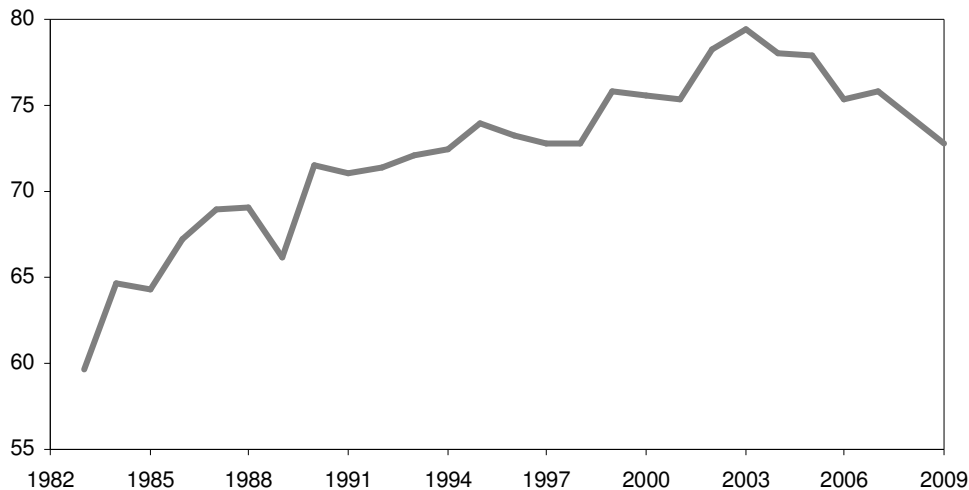
(peraltro in Italia regolato da norme ben precise). Appare però sorprendente che in una materia complessa quale quella degli investimenti finanziari ci si rifugi nei consigli di amici e parenti.

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».

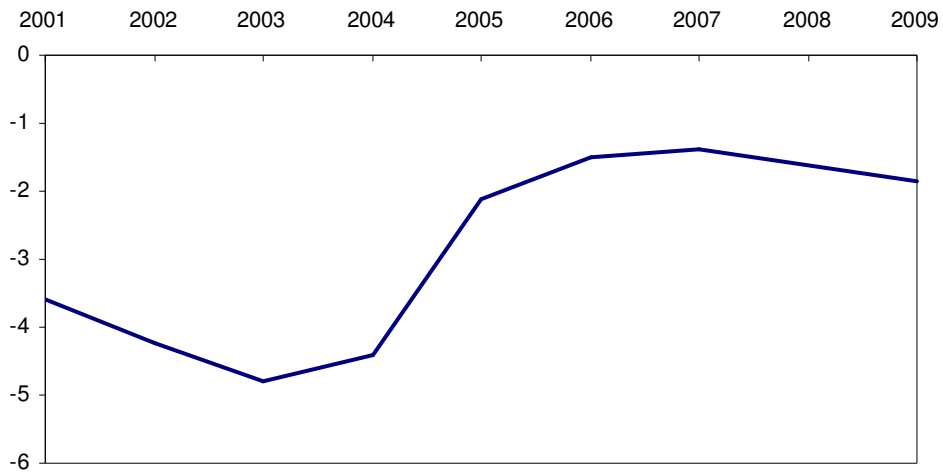
Nel 2001 e nel 2002, alla vigilia della caduta dei prezzi azionari, il 9,4 per cento e l'8,2 per cento rispettivamente rispondevano che il mercato era sottovalutato di oltre il 20 per cento, un dato in ulteriore aumento all'11 per cento nel 2003-2004, ma in riduzione al 6 per cento nel 2006 e nel 2007.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

## 2. Gli impieghi del risparmio

Andrea Beltratti

### 2.1. Obiettivi, rischio, orizzonte temporale e informazione

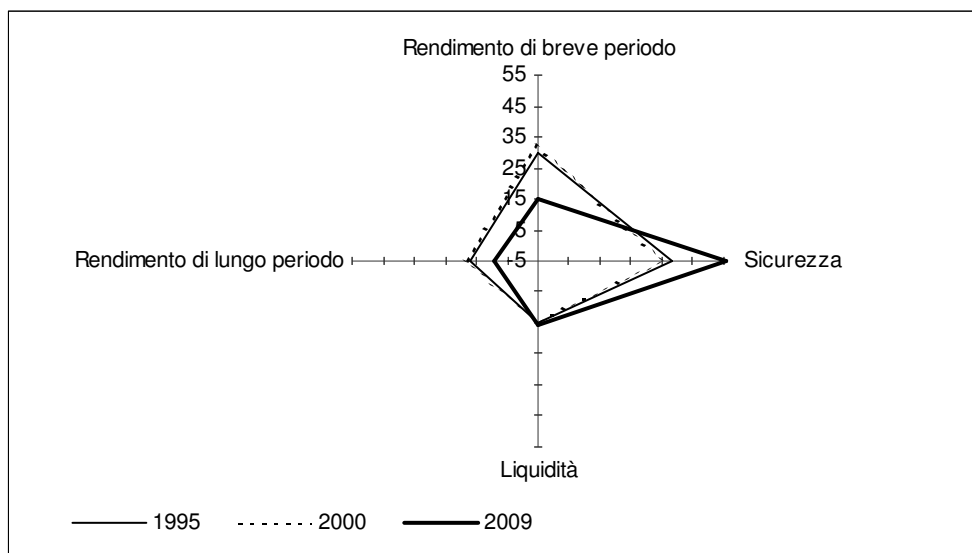
*Gli obiettivi: la ricerca della sicurezza*

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.

Una rappresentazione dell'orientamento prevalente è fornita dal «diamante del risparmio», 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.

Figura 2.1 – Il «diamante» del risparmio



Se si considerano le indicazioni degli intervistati relative al primo posto della graduatoria, la configurazione del «diamante» del 2009 risulta ulteriormente sbilanciata a favore della sicurezza. Per apprezzare la differenza negli anni, la figura 2.1 riporta il confronto del «diamante» per il 1995, il 2000 e il 2009.

È evidente come il «diamante» sia molto diverso oggi dalla configurazione tipica del 1995 e del 2000. Gli ultimi dieci anni hanno profondamente modificato gli obiettivi degli italiani. Il rendimento di lungo periodo è indicato come obiettivo prioritario da meno del 9 per cento degli intervistati. Come si osservava nelle passate edizioni del *Rapporto*, in tali condizioni è difficile avvicinare in maniera strutturale gli italiani all'investimento rischioso.

Peraltro, il decennio appena trascorso ha rappresentato uno dei momenti peggiori nella storia degli investimenti. Jeremy Siegel ha notato come, per gli Stati Uniti, siano stati solo tre i decenni borsistici (quelli finiti nel 1920, 1974 e 1978), negli ultimi due secoli, ad avere presentato performance inferiori a quello appena trascorso. È comprensibile che in tali condizioni gli investitori italiani siano restii a pensare al rendimento di lungo periodo, anche se occorre osservare come il rendimento medio dell'investimento azionario nel lungo periodo rimanga, anche dopo la crisi del 2007-2008, superiore a quello delle altre attività finanziarie.

Questa osservazione pone problemi rilevanti anche dal punto di vista dell'educazione finanziaria. Da anni si tende ad affermare che l'investimento degli italiani è inefficiente sulla base del confronto della struttura effettiva delle scelte con la struttura che storicamente avrebbe garantito il miglior rapporto tra rendimento atteso e rischio. Si suggerisce anche che una miglior conoscenza di alcuni meccanismi tecnici di funzionamento dei mercati finanziari, una più elevata «educazione finanziaria», avrebbe l'effetto di avvicinare gli italiani all'investimento rischioso e di migliorare l'efficienza dei portafogli. Tali analisi devono però contestualizzare le implicazioni teoriche all'esperienza recente. In tale esperienza, quella dell'ultimo decennio, i portafogli effettivamente scelti dagli italiani, largamente composti da titoli a reddito fisso e attività immobiliari, hanno ottenuto risultati più elevati, e più stabili, dei portafogli suggeriti dalla teoria. Questo si è verificato oltretutto in una situazione di crisi strutturale in cui la stessa teoria fatica a comprendere quello che è successo. Il compito dell'educazione finanziaria diventa quindi sempre più difficile e anche più incerto. Non si tratterebbe di insegnare principi generali che sono in grado di funzionare la maggior parte del tempo, ma di insegnare principi teorici che paiono a molti inadatti a comprendere la realtà dei nostri giorni. La teoria della diversificazione appare in difficoltà a spiegare la contemporanea caduta dei vari mercati azionari. Il rischio di una debolezza del mercato azionario anche per i prossimi anni rimane un deterrente per chiunque non abbia orizzonti temporali di lungo periodo.

### *La propensione al rischio*

Con una domanda formulata dal 2005 si è inteso misurare l'autopercezione dell'avversione al rischio. I risultati del 2009 mostrano risultati molto simili a quelli del 2007. Il 45 per cento circa degli intervistati (dal 44 del 2007 e 50 del 2006) 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 lo 0,9 per cento (da 1,3 nel 2007 e 1 nel 2006) è risultato molto favore-

vole (risposta 5 in una scala da 1 a 5). La risposta 2 è stata selezionata dal 23 per cento degli intervistati (da 25 del 2007), la 3 dal 25 per cento (contro il 23) e la 4 dal 6 per cento (contro il 7).

Questo elevato livello di avversione al rischio, che certamente è cresciuto come conseguenza del basso rendimento medio offerto nell'ultimo decennio dall'investimento azionario e della elevata volatilità, pone problemi rilevanti sia dal punto di vista del singolo risparmiatore sia dal punto di vista dell'industria finanziaria italiana e dell'economia nel suo complesso.

Dal punto di vista individuale, un risparmiatore molto avverso al rischio si trova a scegliere tra un piccolo sottoinsieme delle attività finanziarie esistenti, limitato in sostanza a titoli a reddito fisso emessi dal settore pubblico e da grandi imprese private. Si amplia quindi lo scarto tra i portafogli effettivi, interamente sbilanciati verso i titoli a reddito fisso, e quelli teoricamente ottimi, bilanciati tra titoli a reddito fisso e titoli azionari. Inoltre, nel corrente momento congiunturale, in cui i tassi a breve termine sono vicini all'1 per cento, una scelta prudentiale consente di difendere il capitale in termini nominali ma non di farlo crescere. Mai come adesso quindi è chiaro il *trade-off* tra pura difesa del capitale e accumulazione dello stesso nel lungo periodo.

Dal punto di vista dell'industria finanziaria è molto difficile offrire prodotti gestiti in maniera professionale, di basso profilo di rischio o addirittura garantiti, in presenza di una struttura dei tassi di interesse così compressa. I fondi comuni di tipo monetario o di liquidità fanno fatica ad assorbire le commissioni di gestione, e una considerazione simile può essere svolta per i prodotti con rendimento minimo garantito offerti dalle compagnie di assicurazione. L'industria rischia quindi di essere disintermediata da strumenti finanziari diretti come i depositi bancari, oltretutto garantiti pubblicamente nelle fasi di crisi, o dalle obbligazioni pubbliche.

Dal punto di vista del sistema economico nel suo complesso, infine, un risparmio che si dirige in maniera prevalente ai depositi bancari o alle obbligazioni pubbliche rischia di penalizzare gli investimenti rischiosi e quindi di non fare affluire il capitale nelle aree che potrebbero offrire maggiore crescita di lungo periodo, ponendo un ulteriore ostacolo al rilancio della crescita dell'economia italiana.

### *L'orizzonte temporale*

Una domanda chiede agli intervistati di dichiarare qual è il tempo minimo necessario per valutare se un investimento è stato fatto in maniera appropriata oppure no: «A suo parere dopo quanto tempo si può capire se è stato opportuno fare un investimento (per esempio comprare azioni o fondi) e cioè dopo quanto tempo si può fare un primo bilancio?». Il 2,7 per cento ha risposto «un mese», il 35,5 per cento «un anno», il 37,5 per cento «tra un anno e tre anni», il 12,8 per cento «tra tre e dieci anni», l'1,1 per cento «oltre dieci anni», il 10 per cento afferma di non sapere. Si tratta quindi di una domanda di rilievo per procedere a una valutazione diretta dell'orizzonte temporale.

Le due risposte estreme sono interessanti da analizzare. La bassa percentuale di risposte che indicano un orizzonte temporale inferiore al mese mostra un certo grado di maturità associato alla consapevolezza dell'esistenza di una volatilità

che può, nel breve periodo, vanificare anche una scelta correttamente operata. D'altra parte, la bassa percentuale di coloro che sono disposti ad aspettare dieci anni per valutare un investimento indica un'ulteriore dimensione di difficoltà e di resistenza rispetto all'investimento azionario. Tra l'altro, è interessante osservare che le risposte denotano poca variabilità in funzione dell'età: solo l'1,3 per cento di coloro che hanno tra i 19 e i 29 anni sono disposti a pazientare un decennio prima di valutare i loro investimenti.

Per quanto riguarda le fasce intermedie, gli intervistati si collocano in maniera simile tra l'orizzonte annuale e un orizzonte significativamente più lungo di tre anni. Questo è un dato che, seppur non evidenziando un orizzonte temporale lungo quanto sarebbe auspicabile per poter effettuare investimenti consistenti nel mercato azionario, consente almeno di impostare strategie finanziarie di medio periodo.

È interessante notare l'esistenza di una certa relazione tra orizzonte temporale e avversione al rischio. La media delle risposte dalla 1 alla 5, escludendo quindi la risposta 6 data da coloro che si dichiarano non in grado di indicare il proprio orizzonte temporale, cresce con le classi di avversione al rischio: il dato è pari a 2,59 per chi si inserisce nella classe 1, quella maggiormente avversa al rischio; 2,72 per chi si inserisce nella classe 2; 2,82 per chi si inserisce nella classe 3 e 2,96 per chi si inserisce nelle classi 4 e 5. Questo fornisce due indicazioni interessanti. La prima è che gli individui più avversi al rischio tendono anche ad avere un orizzonte temporale più breve. Il che può essere dovuto a una determinata costruzione delle preferenze oppure a variabili terze che influenzano sia l'avversione al rischio sia l'orizzonte temporale. Ad esempio, l'esigenza di accumulare ricchezza per acquistare un'abitazione nel giro di qualche mese o anno può sia accorciare l'orizzonte temporale sia aumentare la propensione al rischio, dato che il rischio viene visto come differenza tra valore dell'obiettivo e valore del portafoglio finanziario nell'ambito di un orizzonte ristretto, fenomeno che aumenta il rischio di qualsiasi attività finanziaria che non sia saldamente correlata con l'obiettivo stesso. La seconda osservazione è che rimangono comunque gradi significativi di differenza tra i due aspetti. Quasi metà degli intervistati che hanno la massima avversione al rischio dichiarano anche di avere un orizzonte temporale superiore all'anno.

### *L'informazione*

Una domanda 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 20 per cento (da 28 del 2007), 29 per cento (da 27), 34 per cento (da 31), 13 per cento (da 10) e 4 per cento (da 3). Per quanto si rimanga su livelli molto modesti di interesse per gli argomenti finanziari, si nota un risveglio di attenzione come conseguenza della crisi.

Un'altra domanda, posta per la prima volta nel 2009, chiede agli intervistati che hanno indicato come fonte primaria di informazione la banca o il promotore, una stima del costo della consulenza usata per i propri investimenti. Il 14 per cento ritiene che il costo sia superiore all'1 per cento del valore degli investimenti, il 20 per cento che sia compreso tra lo 0,5 e l'1 per cento del valore, il 17 per cento afferma di non sapere e il 48,5 per cento ritiene che la consulenza sia gratuita.

Come è noto, in Italia i distributori non sono remunerati direttamente dal cliente ma tramite una quota percepita nell'ambito del costo di gestione del prodotto. Nel caso di obbligazioni bancarie o prodotti strutturati il margine di profitto è già di proprietà del distributore, nel caso di fondi comuni di investimento esiste una retrocessione delle commissioni di gestione da parte di chi gestisce il prodotto. Questa struttura di costi può facilmente far pensare che non esista costo di distribuzione o di consulenza e che l'unico costo sia quello che remunera i produttori. Il dato ottenuto dal questionario è coerente con tale interpretazione.

## 2.2. Gli investimenti: fondi pensione, titoli azionari, abitazioni

### *Fondi pensione*

Una domanda rivolta ai lavoratori dipendenti (il 47 per cento degli intervistati) ha chiesto quale fosse stata la scelta effettuata tra fondo pensione e trattamento di fine rapporto per quanto riguarda la destinazione del risparmio previdenziale. Il 27,5 per cento ha risposto di avere scelto il fondo pensione, il 58 per cento di avere destinato le sue risorse all'azienda, il 14 per cento di non ricordare.

Una domanda successiva ha poi chiesto, a coloro che hanno preferito investire nel fondo pensione, se erano ancora convinti della scelta iniziale. Il 78 per cento ha affermato di essere ancora convinto. Gli indecisi sono il 16 per cento e gli scontenti il 6 per cento. Si tratta di dati che possono essere ritenuti positivi. Anche in una situazione difficile per i mercati finanziari, quasi 8 aderenti su 10 riconfermerebbero la propria scelta. Occorre peraltro osservare come le scelte in merito al fondo pensione siano state estremamente prudenti, essendo dirette a fondi monetari. È quindi possibile che la fase di volatilità dei mercati abbia rafforzato la convinzione nella scelta effettuata da parte di chi ha privilegiato la difesa del capitale piuttosto che la crescita di lungo periodo. Sarebbe interessante riproporre la stessa domanda a distanza di quindici o vent'anni a coloro che, pur essendo relativamente giovani, sono contenti per avere evitato una caduta delle quotazioni a discapito di un maggior rendimento atteso nel lungo periodo.

### *Titoli azionari*

L'intervento diretto degli italiani sul mercato azionario è molto basso. L'85 per cento degli intervistati ha affermato di non avere né comprato né venduto titoli azionari negli ultimi cinque anni. I più attivi si trovano nella fascia da 50 a 59 anni (18 per cento). Dal punto di vista geografico, la percentuale raggiunge il massimo nel Nord-Ovest (20 per cento) e il minimo nel Sud e Isole (8 per cento). I dati sono coerenti con l'evidenza storica relativa a una bassa partecipazione al mercato azionario e a una elevata avversione al rischio, caratteristiche che mal si adattano all'investimento rischioso. Anche la forte preferenza per l'obiettivo finanziario della sicurezza, elemento che, come è stato ricordato nel primo capitolo, è aumentato notevolmente nel 2001-2002 per poi rimanere permanentemente a un livello più elevato, è coerente con l'evidenza presentata.



Il mercato azionario peraltro viene considerato più sottovalutato che sopravvalutato: il 26 per cento lo ritiene sottovalutato e il 12 per cento sopravvalutato. Il 15 per cento giudica equo il prezzo e quasi un italiano su due (il 47 per cento) afferma di non sapere se il mercato sia valutato correttamente oppure no. Anche questo quadro è coerente con quello precedente, dal momento che persone le quali non sono direttamente coinvolte in un certo investimento fanno fatica a esprimere valutazioni (peraltro molto difficili persino da parte dei professionisti).

Analoghe indicazioni provengono dalla stima del rendimento atteso. Solo il 10 per cento prevede un rendimento superiore al 10 per cento dall'investimento azionario (con i maschi sensibilmente più ottimisti delle femmine e i giovani più ottimisti degli anziani), il 34 per cento lo attende tra il 5 e il 10 per cento, il 14 per cento tra zero e il 5 per cento, mentre il 41 per cento non è in grado di rispondere alla domanda. Si tratta di dati inferiori a quelli storicamente rilevati, coerenti con l'osservazione del basso rendimento medio offerto nell'ultimo decennio dal mercato azionario e che spiegano come mai il rapporto tra rendimento atteso e rischio (aumentato notevolmente) non sia così elevato da indurre gli italiani a investire in misura superiore in titoli rischiosi.

### *Abitazioni*

Le cronache e i dati che sono emersi nel corso degli ultimi mesi paiono suggerire come, dal 2008, la domanda di abitazioni in Italia sia scesa. Le risposte alle domande del questionario consentono di quantificare questa impressione. Nel 2007 il 6 per cento aveva acquistato un'abitazione come prima casa o per vacanza. Nel 2009 la quota è scesa al 4. Il dato indica una forte riduzione ed è coerente con informazioni provenienti da operatori specializzati che denunciano, assieme a lievi cali nei prezzi medi, una forte diminuzione delle compravendite.

Nonostante ciò, il 46 per cento degli intervistati sostiene che l'abitazione «resta l'investimento più sicuro» e il 15 per cento lo ritiene «il miglior investimento possibile». Se consideriamo assieme le prime tre risposte selezionate tra le varie possibili, la quota riferita alla voce «resta l'investimento più sicuro» è del 76 per cento, comunque in diminuzione dall'83 per cento del 2007, e l'abitazione resta «il miglior investimento possibile» per il 54 per cento degli intervistati, dal 68 del 2007. Tra i difetti dell'investimento immobiliare è in forte aumento, dal 15 al 23 per cento, il problema della liquidità e della difficoltà di vendita nel caso in cui si abbia bisogno di denaro.

Inoltre, è molto interessante notare come sia in forte salita, dal 33 al 41 per cento, la quota di chi risponde che l'abitazione «è un buon investimento ma i prezzi degli immobili sono troppo alti in relazione alle mie disponibilità». La modesta riduzione dei prezzi che ha avuto luogo in Italia quindi è insufficiente se valutata alla luce delle percezioni delle disponibilità dei risparmiatori. Un analogo fenomeno vale persino nei paesi del mondo in cui i prezzi immobiliari sono scesi maggiormente, dato che anche dopo il calo le valutazioni rimangono molto superiori alle medie storiche del rapporto tra prezzi e affitti o prezzi e reddito disponibile.

Gli italiani continuano a concordare sul fatto che l'abitazione è un buon investimento specialmente se si utilizza l'immobile a scopo abitativo.

In sintesi, le risposte sono perfettamente coerenti con l'immagine complessiva di un mercato fermo e poco liquido, in cui i prezzi si sono mossi poco proprio grazie alla scarsa liquidità e alla indisponibilità dei venditori a liberarsi degli immobili a prezzi inferiori a quelli originariamente richiesti. Si tratta quindi di stabilità dei prezzi più apparente che reale, anche aiutata dal basso livello del tasso di interesse, che diminuisce il costo opportunità legato al mantenere un appartamento in vendita per mesi e mesi. Il questionario illustra che gli italiani si rendono conto della situazione e capiscono che, in vari casi, il valore del patrimonio immobiliare potrebbe veramente essere scambiato solo a prezzi più bassi di quelli teorici, data la riduzione della domanda e l'aumento di offerta conseguente ai piani di sviluppo di nuove case che erano stati iniziati negli scorsi anni sulla scia di un periodo di forte lievitazione dei prezzi. Uno scenario di ulteriore discesa dei prezzi potrebbe verificarsi nel caso in cui una ripresa debole della produzione aggregata e dei redditi avesse luogo contemporaneamente a un aumento dei tassi di interesse. Quest'ultimo renderebbe più difficile procrastinare la vendita perché sarebbe associata a una maggiore remunerazione del capitale finanziario, e farebbe anche aumentare il costo di rimborso dei mutui.

## 2.3. La crisi finanziaria

### *La guida durante la crisi*

Nelle fasi di crisi ci si dovrebbe affidare a esperti specializzati, soprattutto nei casi in cui la crisi appare difficile da comprendere e inquadrare. La crisi del 2008 pare rientrare proprio in quest'ultima categoria. Infatti l'origine della crisi è stata per lungo tempo poco compresa, in primo luogo da chi aveva la responsabilità della politica economica.

Per giustificare tale affermazione basta ricordare che nel luglio 2007 alcuni segnali erano evidenti: varie banche internazionali avevano presentato utili inferiori alle attese a causa delle perdite legate al deterioramento della qualità dei mutui immobiliari, alcuni fondi comuni erano costretti a sospendere i rimborsi alla clientela per la mancanza di liquidità in alcuni mercati, la banca tedesca IKB riceveva i primi aiuti statali a seguito di grosse perdite. Nonostante questa evidenza, il 19 luglio del 2007 il presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, stimava in 50-100 miliardi di dollari le perdite complessive che sarebbero state generate dalla crisi dei mutui *subprime*. Ai primi di agosto del 2007, la Banca Centrale Europea segnalava addirittura la propensione a dare corso a un futuro aumento dei tassi di interesse a causa dei rischi di inflazione legati all'elevato prezzo del petrolio.

Ad agosto dello stesso anno la crisi esplode: il 9 agosto la Banca Centrale Europea immette 95 miliardi di euro sul mercato e la Federal Reserve 24 miliardi per controbilanciare la carenza di liquidità esistente sul mercato interbancario. Il 17 agosto la Federal Reserve immette altra liquidità e diminuisce il tasso di interesse dal 6,25 al 5,75 per cento, iniziando anche ad accettare come garanzia per i prestiti un'ampia gamma di titoli obbligazionari. A settembre la discesa dei prezzi immobiliari negli Stati Uniti diventa visibile, la banca inglese

Northern Rock annuncia le prime difficoltà. Nonostante questo nello stesso mese il Fondo Monetario Internazionale stima in 200 miliardi di dollari le perdite complessive dei mutui *subprime*, di cui 40 a carico del sistema bancario internazionale. La stessa organizzazione a ottobre rivede verso il basso, ma solo leggermente, le stime per la crescita mondiale del 2008, portandole dal 5,25 al 4,75 per cento.

Questi dati suggeriscono che la gravità della crisi non era stata né prevista prima della sua manifestazione né compresa dopo la comparsa dei primi segnali. L'assunzione di decisioni che sono state in grado di arginarla risale alla fine del 2008, ben quindici mesi dopo i primi segnali concreti. Se le organizzazioni internazionali e le banche, comprese quelle centrali, hanno fatto fatica a capire un «cambiamento di paradigma» quale quello che ha avuto luogo, si può facilmente immaginare lo smarrimento delle persone comuni.

Il riferimento alla malattia e alla sua cura può essere utile. Quando ci sono problemi di salute che non sono compresi sulla base di una prima analisi complessiva, ci si rivolge a un medico specialista. In maniera equivalente, di fronte a fenomeni che non avevano mai avuto luogo nella storia della finanza moderna e di fronte a forti cadute nei prezzi azionari, ci si sarebbe aspettati un maggior ricorso alla consulenza di professionisti. Che cosa hanno fatto gli italiani durante la crisi? Quali sono state le fonti di consulenza? Le risposte che si ottengono dal questionario sono sorprendenti.

Il 31 per cento degli intervistati ha utilizzato come principale consulente il dipendente della banca o dell'ufficio postale con cui si interagisce. Il 6,3 per cento si è affidato a un promotore finanziario, una quota simile a quella di chi si è rivolto a professionisti come i commercialisti (5,6 per cento). Il 20 per cento si è rivolto ad amici e famigliari. Il 38 per cento a nessuna di queste figure (la quota di chi non si è rivolto a nessuna di queste figure è molto ampia nel Centro e nel Sud e Isole, rispettivamente 45 per cento e 46 per cento). I risultati sono quindi inattesi. Invece di rivolgersi in misura maggiore del solito ai professionisti, quasi 6 italiani su 10 hanno fatto ricorso ad amici e parenti o hanno preferito fare da soli. Questo solleva vari interrogativi sulla struttura della distribuzione/consulenza in Italia e sull'assistenza che i clienti richiedono.

Qual è stato il risultato dell'interazione con i professionisti? Il 72 per cento afferma che il professionista «mi ha spiegato che cosa stava succedendo in termini comprensibili e mi ha aiutato a prendere decisioni che si sono rivelate giuste». È il 16 per cento a dire «mi ha spiegato che cosa stava succedendo in termini comprensibili e mi ha aiutato a prendere decisioni che però si sono rivelate sbagliate». Nel 10 per cento dei casi è accaduto che «non mi ha spiegato che cosa stava succedendo in termini comprensibili e quindi ho preso da solo decisioni che si sono rivelate giuste». Infine, il 2 per cento risponde «non mi ha spiegato che cosa stava succedendo in termini comprensibili e quindi ho preso da solo decisioni che però si sono rivelate sbagliate».

Lo sforzo di spiegare in termini accessibili è quindi innegabile e riguarda quasi il 90 per cento dei casi. Si tratta di un risultato di successo, che dimostra l'impegno che è stato profuso nel trattare con la clientela. È anche molto positivo che, in una fase così difficile quale quella attraversata nel 2008 e nella prima parte del

2009, la maggior parte dei consigli siano stati appropriati e abbiano condotto a decisioni che sono state identificate come giuste.

Rimane però un risultato preoccupante: la crisi ha provocato una corsa verso la consulenza informale, di natura familiare o legata a conoscenze dirette, invece che una corsa alla consulenza professionista. Si tratta di un tema di grande importanza e che merita di essere approfondito con cura in studi futuri.

### *Crisi finanziaria e crisi reale*

Nell'interpretare la crisi, si è molto parlato in questi mesi di un processo a più tappe in base a cui la crisi, nata sui mercati finanziari, si è trasferita nel corso del tempo all'economia reale. Gli intervistati concordano su una interpretazione ampia della crisi: il periodo luglio 2007-marzo 2009 ha rappresentato una crisi esclusivamente dal punto di vista finanziario per il 25 per cento di essi; il 75 per cento ritiene che abbia rappresentato una crisi da tutti i punti di vista.

La durezza della crisi è testimoniata anche dal fatto che solo il 38 per cento degli intervistati afferma di non avere avuto alcuna difficoltà a fare fronte a pagamenti (ad esempio affitto, rate di prestiti o mutui). Il 18 per cento riconosce di avere avuto direttamente difficoltà, mentre il 48 per cento afferma che sono stati conoscenti ad avere tali problemi. Il dato è preoccupante anche tenendo conto che una parte rilevante dei mutui in Italia è stata stipulata sulla base di un tasso variabile che è oggi ai minimi storici. La debolezza del reddito è quindi la causa più probabile della difficoltà nel fare fronte al rimborso dei prestiti ottenuti. Negli ultimi dodici mesi il 17,5 per cento ha dovuto ricorrere a prestiti per fare fronte alle spese ritenute necessarie. Il 18 per cento di queste persone ha trovato gli intermediari «molto disponibili», il 59 per cento «abbastanza disponibili», il 18 per cento «poco disponibili» e il 6 per cento «per niente disponibili».

Le preoccupazioni per l'economia reale restano sostanziali. Il 21 per cento degli intervistati teme di perdere il posto di lavoro mentre il 26 per cento ha timori riguardanti il livello del salario. Il 44 per cento non ha alcun timore mentre il 9 per cento vede ulteriori opportunità professionali in arrivo.

Le prospettive di medio termine (a cinque anni) sono piuttosto variegate. Il 16 per cento ritiene che il periodo 2010-2015 sarà «un periodo di prosperità e di crescita economica stabile», il 63 per cento che sarà «un periodo di abbassamento del tenore di vita e di crescita debole», il 16 per cento lo ritiene «una fase di crisi del capitalismo che potrà sfociare in una nuova grande depressione». Solo il 5 per cento afferma di non sapere.

Le aspettative di medio periodo non sono quindi particolarmente positive. Per quanto la situazione dell'economia reale sia stata stabilizzata dal massiccio intervento della politica economica, gli italiani paiono condividere l'opinione degli stessi uomini politici e banchieri che affermano che la ripresa non si è ancora sviluppata al punto tale da auto-sostenersi. L'opinione pubblica pare quindi rendersi conto delle difficoltà e delle necessità di ritirare l'intervento pubblico in maniera graduale nel tempo, e pare temere che il settore dell'economia privata non sarà in grado da solo di produrre importanti miglioramenti nel tenore di vita.

È comprensibile che questo timore sia particolarmente accentuato in un paese come l'Italia, che si è affacciato alla crisi in una situazione migliore di altri paesi dal punto di vista del bilancio del settore privato e della struttura del sistema bancario, ma nettamente peggiore dal punto di vista della finanza pubblica. Quest'ultima, a causa dell'elevato rapporto tra livello di debito pubblico e prodotto interno lordo, ereditato da decenni di disavanzi, non pare essere in grado di rappresentare una fonte di sviluppo capace di sostenere l'iniziativa privata. Un paese che in pochi anni è passato dall'obiettivo di fare scendere il rapporto fra debito e prodotto sotto la soglia del 100 per cento alla certezza di avere presto un rapporto vicino al 120 per cento può risentire più di altri del timore per il futuro in un momento in cui le principali economie mondiali sono state sorrette proprio dall'intervento pubblico.

## 3. I rapporti tra i risparmiatori e le banche

Mario Valletta, Paola Zocchi\*

In occasione delle varie edizioni del *Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia*, il tema delle relazioni tra le famiglie e le banche è stato analizzato dedicando, di volta in volta, un'attenzione particolare ai fenomeni con una maggiore valenza innovativa al tempo delle indagini campionarie alle quali il *Rapporto* attinge. Quest'anno, la principale novità in materia è persa la riscoperta dell'importanza della fiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche, un aspetto «antico» tornato di attualità alla luce della pervasività della crisi finanziaria, e non solo, dell'ultimo biennio.

Il capitolo si apre, pertanto, con una serie di osservazioni relative all'evoluzione della fiducia nella capacità delle banche di proteggere i risparmi familiari e prosegue nell'ormai tradizionale solco dell'analisi del grado di soddisfazione delle famiglie nei confronti della rispettiva banca di riferimento (la «banca di famiglia», per l'appunto). Successivamente, l'attenzione è rivolta alle decisioni di indebitamento delle famiglie, con particolare riguardo alla scelta della banca con la quale stipulare il mutuo per l'acquisto della casa e al ruolo da questa giocato nella definizione delle caratteristiche del prestito.

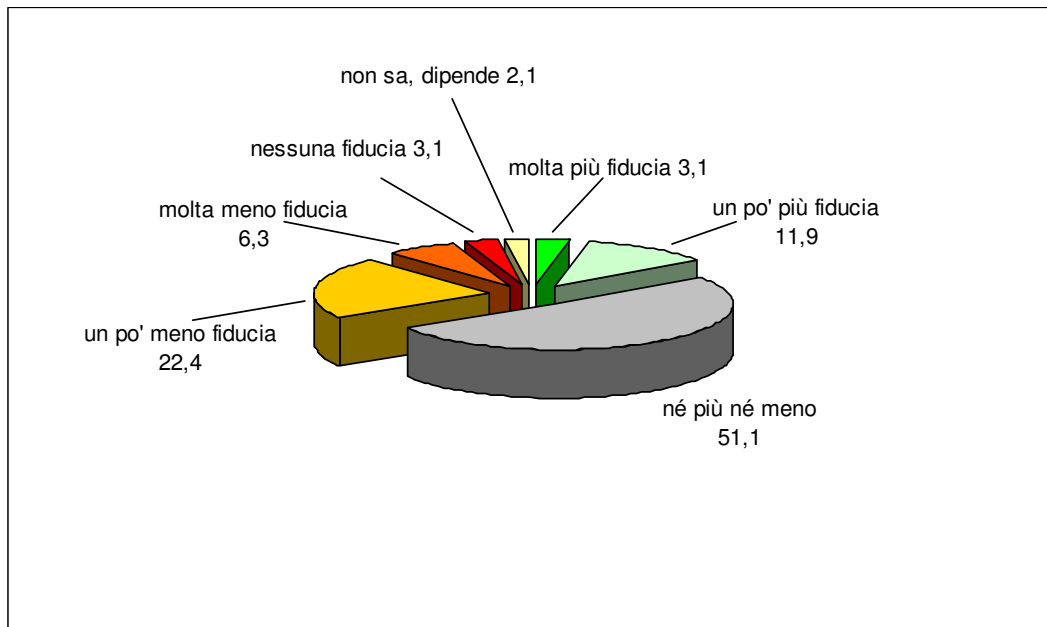
### 3.1. L'evoluzione della fiducia nella capacità delle banche di proteggere i risparmi familiari

#### *Le determinanti di natura socio-economica*

L'indagine condotta dalla Doxa nel settembre del 2009 rivela che il 66 per cento degli intervistati nutre nei confronti delle banche una fiducia di livello almeno pari a quello a esse riconosciuto due anni fa, prima dell'esplosione della crisi dei mercati finanziari. Più precisamente, il grado di fiducia è rimasto immutato, rispetto alla situazione ante crisi, per il 51 per cento circa del campione ed è addirittura aumentato nel 15 per cento dei casi (figura 3.1). Nell'ambito di coloro che invece si esprimono in senso negativo al riguardo, prevalgono nettamente le valutazioni in forma attenuata (corrispondenti alla risposta «un po' meno fiducia» data alla domanda del questionario focalizzata sul tema in esame).

\* Mario Valletta ha curato la stesura dei paragrafi 3.1 e 3.2; Paola Zocchi ha curato la stesura dei paragrafi 3.3. e 3.4.

**Figura 3.1 – Come è cambiata, alla luce della crisi, la fiducia nella capacità delle banche di proteggere i risparmi delle famiglie**  
(valori percentuali sul totale degli intervistati)



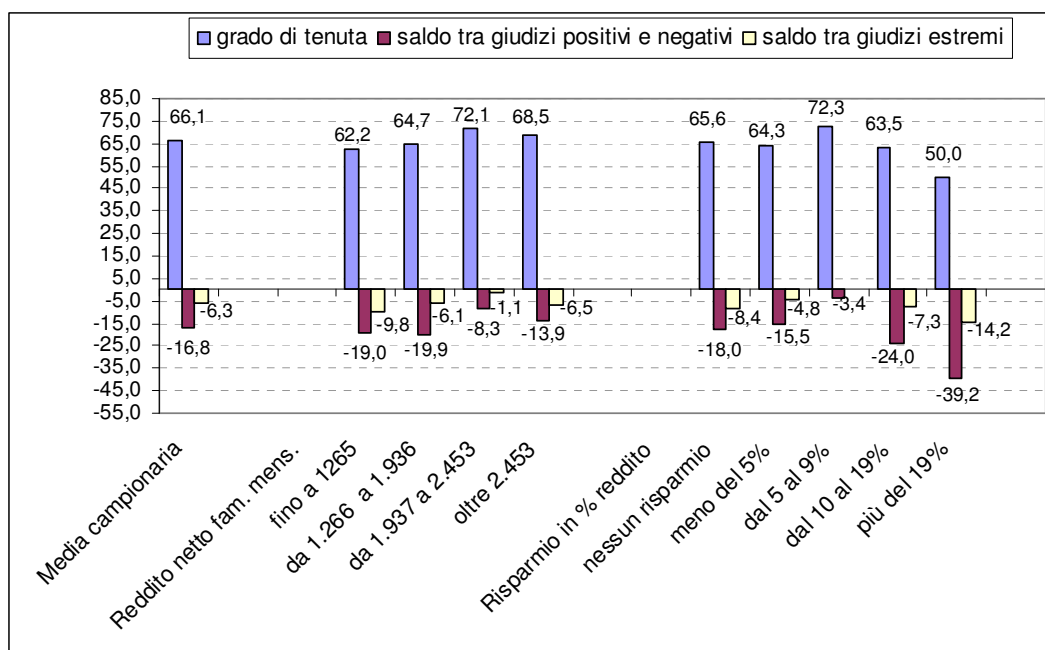
Questi riscontri, se da un lato contribuiscono ad alimentare forti dubbi sulla fondatezza di certe diagnosi molto pessimistiche sull'atteggiamento delle famiglie italiane nei confronti del sistema bancario, non possono indurre, d'altra parte, a sottovalutare alcuni segnali di disaffezione. In questa prospettiva – concentrando l'attenzione sugli intervistati che rispondono diversamente da «né più fiducia, né meno fiducia» alla domanda del nostro questionario alla quale si sta facendo riferimento – va rilevato che la differenza tra la frequenza complessiva delle risposte «un po' più fiducia»/«molta più fiducia» e quella delle risposte «un po' meno fiducia»/«molta meno fiducia»/«nessuna fiducia» risulta negativa per 16,8 punti percentuali. Inoltre, considerando gli intervistati che danno valutazioni estremamente positive ovvero estremamente negative, la differenza tra il peso delle risposte «molta più fiducia» e il peso complessivo delle risposte «molta meno fiducia»/«nessuna fiducia» è negativa per 6,3 punti percentuali. Per comodità espositiva, nell'analisi che segue, le due differenze appena descritte sono etichettate rispettivamente: «saldo tra giudizi positivi e negativi» e «saldo tra giudizi estremi». Per la stessa ragione, la frequenza complessiva delle risposte «né più fiducia, né meno»/«un po' più fiducia»/«molta più fiducia» è denominata «grado di tenuta».

Sulla base di questi tre indicatori è possibile rilevare le principali differenze tra le distribuzioni delle frequenze dei giudizi che caratterizzano i diversi segmenti del campione risultanti dalla classificazione degli intervistati in funzione di varie caratteristiche socio-economiche.

In primo luogo, con riferimento al livello del reddito netto mensile familiare, la figura 3.2 evidenzia una non trascurabile difformità di valutazioni tra le famiglie con reddito non superiore a 1.936 euro (che rappresentano il 61 per cento del cam-

pione) e quelle con redditi più elevati (corrispondenti al 39 per cento del totale). In particolare, il grado di tenuta della fiducia si colloca al di sotto della media campionaria nel primo gruppo (con un *gap* di circa 4 p.p. nel sotto-segmento di fascia inferiore) e al di sopra di essa nel secondo gruppo (con uno scostamento particolarmente ampio – 6 p.p. – nella classe di reddito da 1.937 a 2.453 euro). Un'ampia divergenza dello stesso segno si riscontra con riferimento al saldo tra giudizi positivi e negativi, mentre è meno significativa la discrepanza relativa al saldo tra giudizi estremi. Nel complesso, la migliore tenuta della fiducia nelle classi superiori di reddito riflette verosimilmente anche una maggiore cura delle relazioni di clientela da parte delle banche all'aumentare del potenziale economico della clientela medesima.

**Figura 3.2 – Come è cambiata la fiducia nelle banche: indicatori relativi alla classe di reddito netto mensile familiare e alla capacità di risparmio (valori percentuali)**



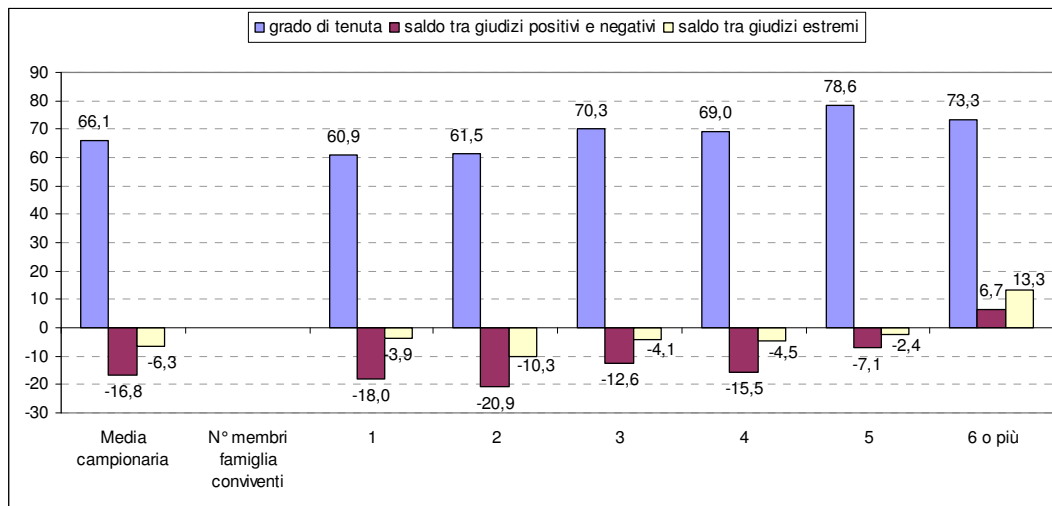
La figura 3.2 consente anche di rilevare il diverso atteggiamento degli intervistati al variare della capacità di risparmio delle rispettive famiglie. Infatti, mentre il profilo di quelle che non sono state in grado di risparmiare nel corso del 2008 (che rappresentano il 53 per cento del totale) è molto simile al profilo dell'intero campione, è piuttosto ampia la difformità dei giudizi nell'ambito delle famiglie che hanno potuto e voluto risparmiare una parte del proprio reddito. Più precisamente, i tre indicatori di fiducia migliorano sensibilmente nel passaggio dalla categoria con risparmio inferiore al 5 per cento del reddito (che rappresenta il 10,4 per cento del campione) a quella caratterizzata da una «propensione al risparmio» compresa tra il 5 e il 9 per cento (che rappresenta il 14,8 per cento del campione) per poi peggiorare decisamente in corrispondenza della classe contraddistinta da un risparmio variabile tra il 10 e il 19 per cento delle entrate familiari (il cui peso nel campione è pari all'11,9 per cento). Le valutazioni più severe sono espresse dalle



famiglie con propensione al risparmio superiore al 19 per cento, che rappresentano soltanto il 3,4 per cento del totale, fermo restando che l'indicatore di tenuta della fiducia non scende al di sotto del 50 per cento. Al riguardo va tenuto presente che in tale categoria è relativamente elevato il peso di imprenditori/liberi professionisti e laureati.

Ricordando quanto si è poc'anzi osservato a proposito delle differenze tra le valutazioni espresse da intervistati appartenenti a famiglie caratterizzate da diversi livelli di reddito netto, vale la pena di rilevare che quelle con redditi più elevati sono mediamente composte da un maggior numero di conviventi. In particolare, per il 61 per cento circa delle famiglie con reddito netto mensile superiore a 1.937 euro, il numero dei componenti conviventi è almeno pari a tre, mentre ciò si verifica per il 38 per cento circa delle famiglie con reddito non superiore a 1.265 euro. Alla luce di questa constatazione, è interessante considerare il profilo degli indicatori di fiducia in funzione della numerosità del nucleo familiare dell'intervistato. Al riguardo, la figura 3.3 evidenzia chiaramente il tendenziale miglioramento dei suddetti indicatori al crescere del numero dei componenti conviventi, soprattutto nel passaggio da 2 conviventi (situazione che caratterizza poco meno del 30 per cento del campione) a 3 conviventi (situazione che caratterizza il 28 per cento circa del campione).

**Figura 3.3 – Come è cambiata la fiducia nelle banche: indicatori relativi alla numerosità dei nuclei familiari (valori percentuali)**

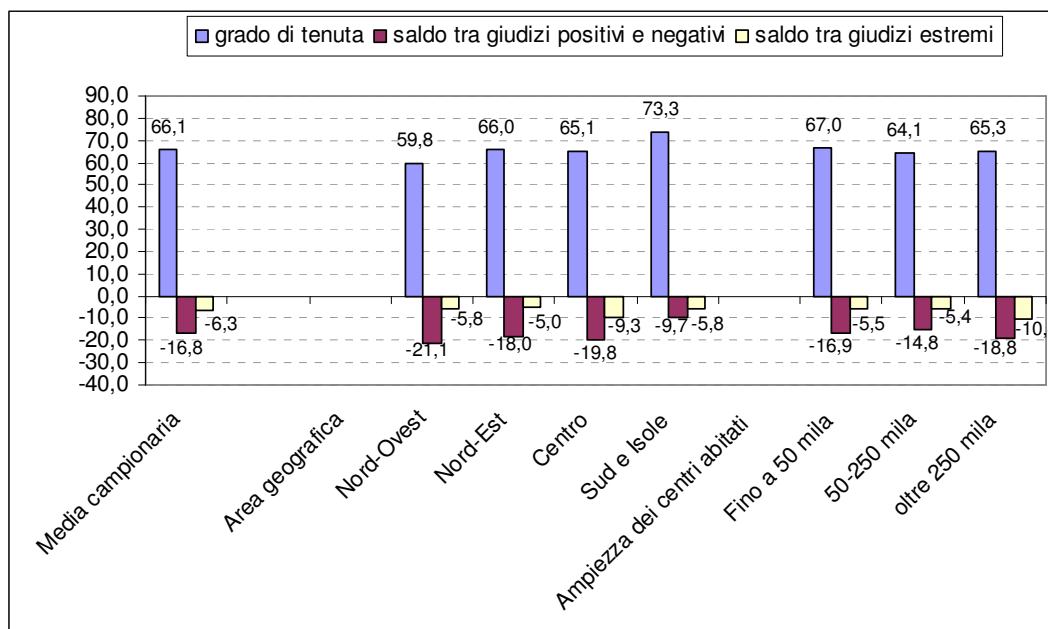


Dal punto di vista della zona di residenza delle famiglie, la figura 3.4 mostra il tendenziale miglioramento degli indicatori di fiducia spostandosi dal Nord-Ovest verso il Sud e le Isole:

- l'indicatore di tenuta della fiducia aumenta dal 59,8 al 73,3 per cento (attendendosi intorno al 65 per cento nel Nord-Est e al Centro);
- il saldo tra giudizi positivi e negativi passa da valori negativi prossimi a 20 p.p. nel Nord e al Centro a -9,7 p.p. al Sud;
- il saldo tra i giudizi estremi si colloca nella fascia di 5-6 p.p. negativi in tutte le aree geografiche, ad eccezione del Centro, in cui è pari a 9,3 p.p.

Meno pronunciata si presenta, invece, la variabilità dei giudizi degli intervistati al variare della popolosità dei centri abitati.

**Figura 3.4 – Come è cambiata la fiducia nelle banche:  
indicatori relativi all'area geografica di residenza  
e all'ampiezza dei centri abitati**  
(valori percentuali)

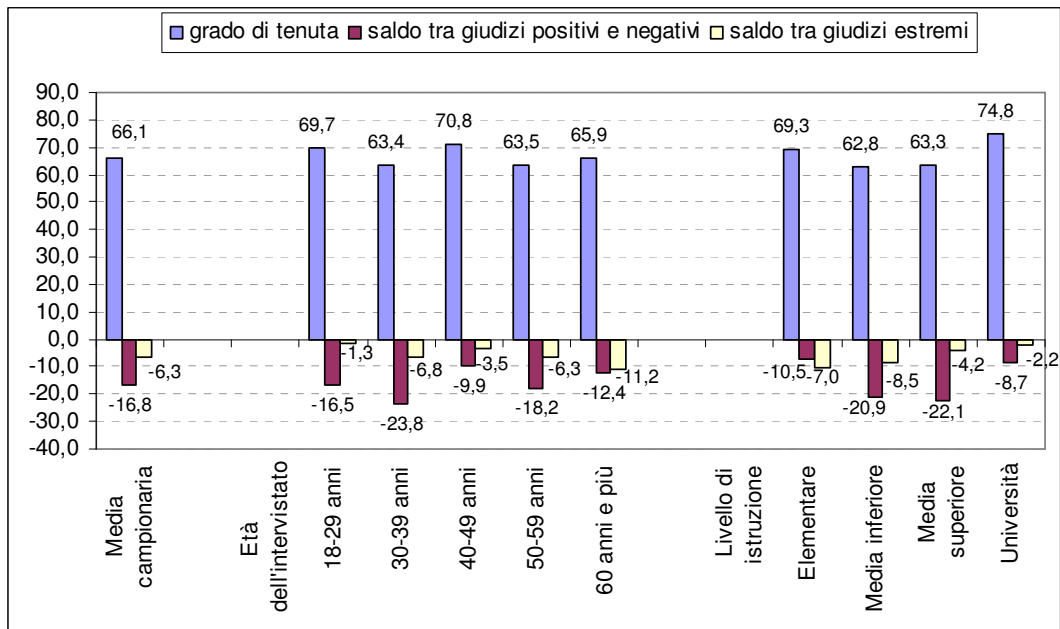


Considerando l'età delle persone intervistate, si rileva, in primo luogo, che l'indicatore di tenuta della fiducia non mostra un andamento lineare (figura 3.5): infatti, esso assume i valori più elevati in corrispondenza dei ventenni (69,7) e dei quarantenni (70,8) e i valori più bassi nell'ambito dei trentenni e dei cinquantenni (63,4 e 63,5 rispettivamente), mentre è sostanzialmente allineato alla media campionaria con riferimento agli intervistati di 60 e più anni. Questi ultimi, per inciso, rappresentano il 20 per cento del campione, mentre i ventenni e i quarantenni hanno complessivamente un peso all'incirca pari al 31 per cento.

Sempre con riferimento al profilo generazionale, l'analisi degli altri due indicatori di fiducia utilizzati in questa parte del *Rapporto* fa emergere tre aspetti meritevoli di essere segnalati:

- i valori particolarmente bassi (in valore assoluto) del saldo tra giudizi positivi e negativi e del saldo tra i giudizi estremi, nell'ambito dei quarantenni;
- il valore particolarmente elevato (in valore assoluto) del saldo tra giudizi positivi e negativi, nell'ambito dei trentenni (mentre il saldo tra i giudizi estremi è allineato alla media campionaria);
- il valore particolarmente elevato (in valore assoluto) del saldo tra giudizi estremi, nell'ambito degli intervistati di età almeno pari a 60 anni (mentre il saldo tra giudizi positivi e negativi è largamente migliore di quello medio campionario).

Figura 3.5 – **Come è cambiata la fiducia nelle banche: indicatori relativi all'età e al livello d'istruzione degli intervistati** (valori percentuali)

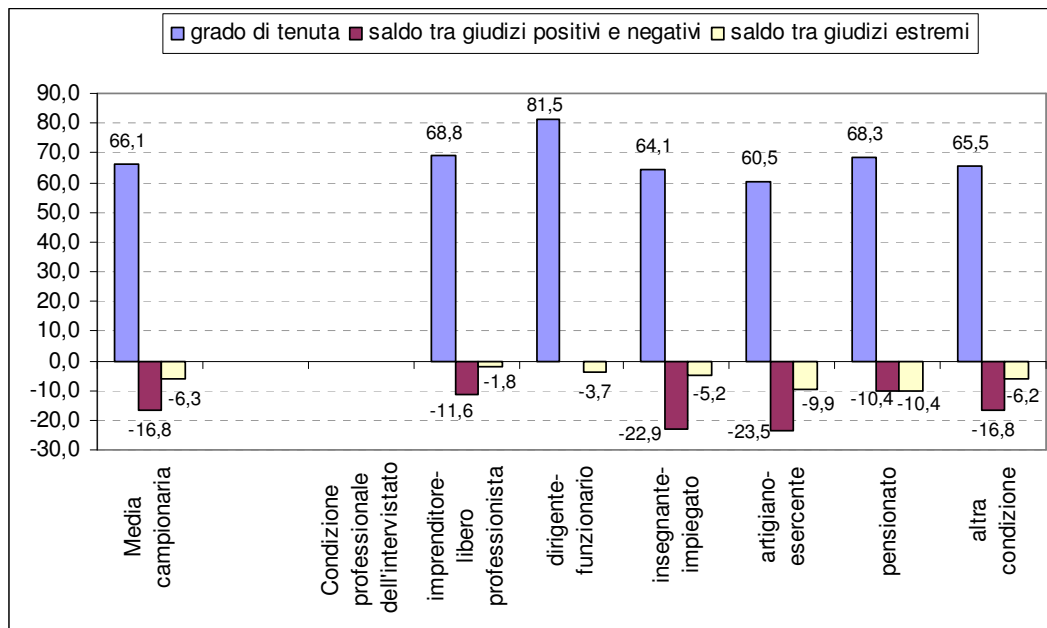


La figura 3.5 dimostra, inoltre, che alla variabilità dei giudizi sull'affidabilità delle banche contribuisce, in misura significativa, anche il livello d'istruzione degli intervistati, sebbene non si riscontri una relazione lineare. Nel complesso, le valutazioni più benevole sono espresse da coloro che sono caratterizzati da una scolarità elementare (il cui peso nel campione è pari al 17,8 per cento) e, soprattutto, dai laureati (che rappresentano il 17,3 per cento del campione). In particolare, nell'ambito delle suddette categorie, l'indicatore di tenuta della fiducia vale, rispettivamente, 69,3 e 74,8. Si collocano, invece, su quote prossime al 63 per cento i valori assunti dall'indicatore in oggetto nell'ambito degli intervistati con un'istruzione di livello medio (inferiore o superiore).

L'esistenza di ampie differenze tra le distribuzioni delle frequenze dei giudizi relative alle diverse categorie professionali degli intervistati è evidenziata dalla figura 3.6, dall'osservazione della quale emerge, innanzitutto, l'atteggiamento particolarmente favorevole alle banche nell'ambito degli imprenditori/liberi professionisti (che rappresentano il 14 per cento circa del campione) e dei dirigenti/alti funzionari (3,4 per cento del campione). Le note relativamente più dolenti per le aziende di credito vengono, invece, dagli insegnanti/impiegati (28,7 per cento del campione) e, soprattutto, dagli esercenti/artigiani (10 per cento del campione), per i quali – pur a fronte di un indicatore di tenuta della fiducia superiore al 60 per cento – il saldo tra giudizi positivi e negativi è pari a oltre -23 punti percentuali. Un valore particolarmente negativo del saldo tra i giudizi estremi (-10,4) caratterizza i pensionati (18 per cento del campione), ai quali peraltro corrispondono valori degli altri due indicatori di fiducia migliori delle rispettive medie campionarie (l'indicatore di tenuta è pari a 68,3 e il saldo tra giudizi positivi e negativi vale -10,4 e pertanto è migliore di quello medio in ragione di circa 6,5 p.p.). Gli intervistati in altra condizione professionale – che rappresentano un quarto circa del

campione e nell'ambito dei quali gli operai pesano per il 70 per cento – risultano invece allineati al profilo campionario.

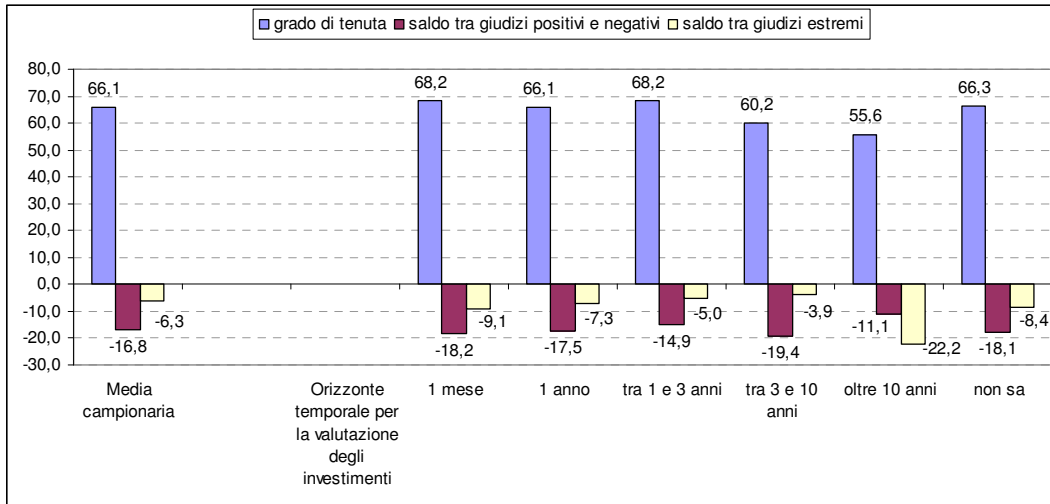
**Figura 3.6 – Come è cambiata la fiducia nelle banche:  
indicatori relativi alla condizione professionale degli intervistati  
(valori percentuali)**



### *Le determinanti di natura comportamentale*

È verosimile che la fiducia nella capacità delle banche di proteggere i risparmi familiari dipenda anche da alcune caratteristiche comportamentali degli intervistati e dei consulenti ai quali essi si affidano allorché si tratti di prendere decisioni che attengono alla gestione degli investimenti finanziari. In questa prospettiva, un primo profilo di analisi riguarda il periodo di tempo che gli intervistati ritengono opportuno al fine di fare un primo bilancio della convenienza degli investimenti intrapresi. La figura 3.7 evidenzia una sostanziale affinità tra le distribuzioni delle frequenze dei giudizi relativi alla fiducia nelle banche, che caratterizzano, da un lato, gli intervistati con un orizzonte temporale di un anno (che rappresentano il 35,5 per cento del campione) e, dall'altro, gli intervistati che non indicano l'estensione del suddetto orizzonte (il cui peso nel campione è pari al 10,3 per cento). In entrambi i casi, risultano alquanto contenuti gli scostamenti dei valori degli indicatori di fiducia rispetto alle relative medie campionarie. Tralasciando di considerare coloro che dichiarano un orizzonte temporale di un mese e quelli che – all'estremo opposto – propendono per una valutazione a distanza di oltre dieci anni dall'inizio dell'investimento (che rappresentano rispettivamente il 2,7 e l'1,1 per cento del campione), la figura in esame fa emergere la migliore tenuta della fiducia nelle banche nell'ambito degli intervistati con un orizzonte compreso tra un anno e tre anni (37,5 per cento del totale) rispetto a quelli con una prospettiva variabile da tre a dieci anni (12,8 per cento del campione).

**Figura 3.7 – Come è cambiata la fiducia nelle banche:  
indicatori relativi all’orizzonte temporale ritenuto opportuno  
ai fini della valutazione degli investimenti  
(valori percentuali)**

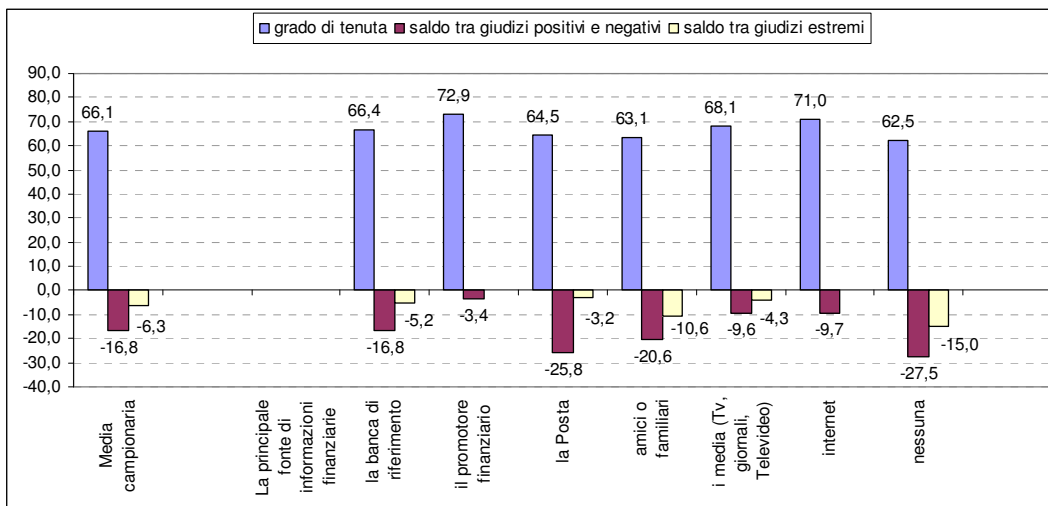


Nel complesso, queste osservazioni lasciano intuire i rischi d'immagine ai quali sono esposte le banche: in una situazione in cui le condizioni dello scenario macroeconomico rendono estremamente problematica l'offerta di strumenti di investimento in grado di soddisfare aspettative di *performance* esigenti in un arco temporale relativamente breve, il fatto che i più fiduciosi nella capacità delle banche di proteggere i risparmi familiari siano i soggetti caratterizzati da un orizzonte temporale non più lungo di tre anni potrebbe infatti ingenerare, in tali investitori, delle delusioni foriere di conseguenze negative per le banche stesse.

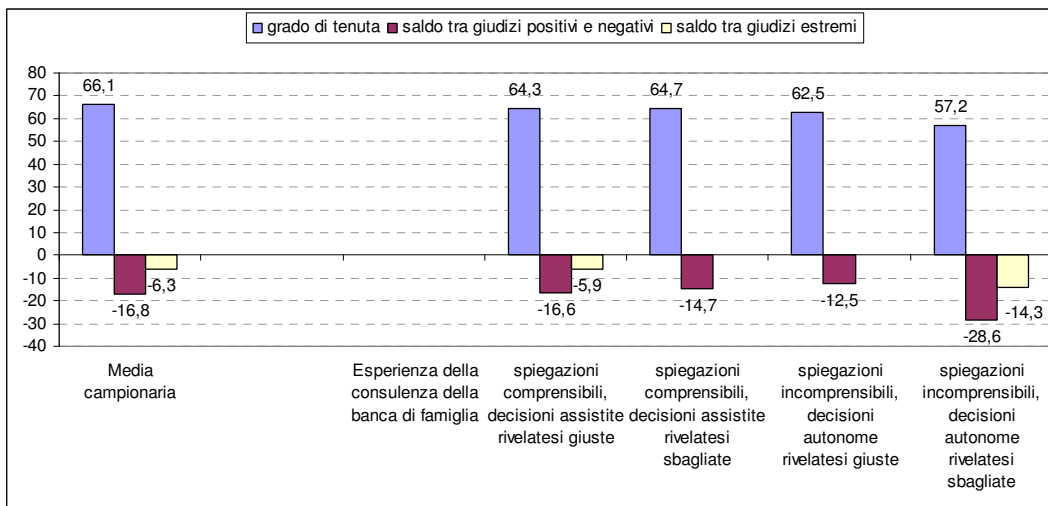
Quest'ultima considerazione è anche avvalorata dalla constatazione che la frequenza con la quale la banca di famiglia è individuata dagli intervistati quale principale fonte di informazioni per la gestione del risparmio è più elevata in corrispondenza di orizzonti temporali relativamente contenuti che con riferimento a periodi più estesi. Peraltro, come è stato evidenziato nel Capitolo 1 del presente *Rapporto*, tale primato delle banche è stato generalmente ridimensionato, nel corso degli ultimi due anni, soprattutto a favore della consulenza offerta da amici e familiari, ossia da soggetti meno competenti, ma verosimilmente ritenuti più affidabili.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, la figura 3.8 consente di verificare come l'evoluzione della fiducia nelle banche sconti maggiori problematiche nell'ambito degli intervistati che ricorrono prevalentemente ai consigli di amici e familiari o delle Poste, fermo restando che più del 63 per cento di costoro continua a nutrire nei confronti delle banche un grado di fiducia non inferiore a quello del periodo antecedente l'esplosione della crisi finanziaria. Inoltre, è interessante osservare che gli indicatori di fiducia assumono valori decisamente migliori della media campionaria nell'ambito degli intervistati che pure si avvalgono principalmente delle informazioni offerte da promotori finanziari, dai media ovvero da Internet.

**Figura 3.8 – Come è cambiata la fiducia nelle banche: indicatori relativi alla principale fonte di informazioni per la gestione del risparmio (valori percentuali)**



**Figura 3.9 – Come è cambiata la fiducia nelle banche: indicatori relativi al rapporto con il consulente della banca di famiglia per la gestione del risparmio (valori percentuali)**



Incrociando le risposte degli intervistati a diverse domande incluse nel questionario, è anche possibile valutare la coerenza tra i giudizi relativi alla consulenza ricevuta dalla banca di famiglia nella gestione degli investimenti, nell'ultimo anno di crisi, e l'evoluzione del grado di fiducia nelle banche. A tale riguardo, la figura 3.9 fa emergere l'importanza della capacità del consulente di spiegare in termini comprensibili la situazione di mercato, piuttosto che della correttezza, valutata a posteriori, dei suoi consigli operativi. In particolare, si può osservare come l'indi-

catore di tenuta della fiducia assuma valori coerenti con la valutazione relativa alla qualità «informativa» della relazione tra il consulente e il cliente. D'altra parte, in presenza di spiegazioni incomprensibili per il cliente, l'esito negativo delle decisioni di investimento da questi autonomamente assunte si riverbera negativamente sulla fiducia nei confronti della banca.

### 3.2. La soddisfazione nei confronti della banca di famiglia

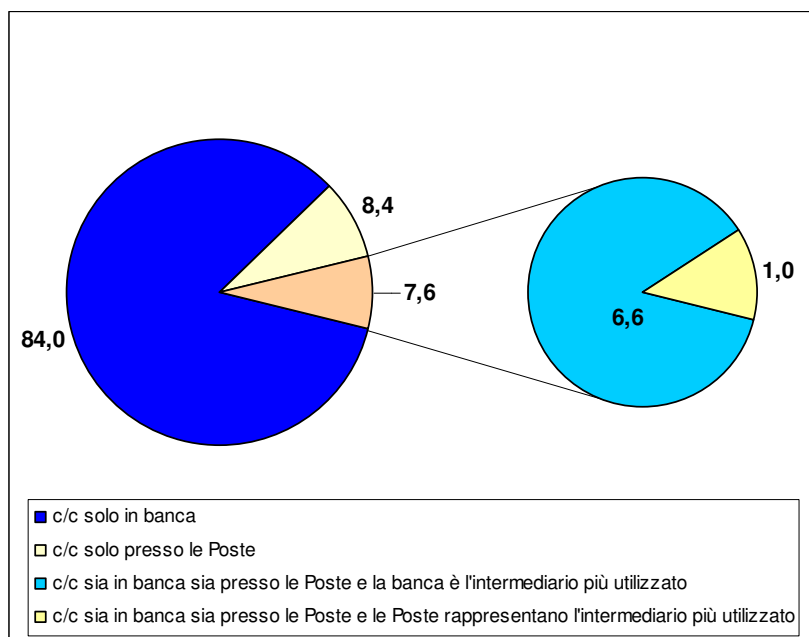
Le varie edizioni annuali di questo *Rapporto* hanno via via confermato il ruolo della «banca di famiglia» quale principale soggetto di riferimento della stragrande maggioranza dei risparmiatori italiani per il soddisfacimento delle proprie esigenze finanziarie. Questa banca, scelta alla luce della prossimità dei suoi sportelli al luogo di residenza o di lavoro ovvero in virtù di una relazione di clientela consolidata nel tempo, è di fatto l'unico intermediario con il quale la famiglia intrattiene un rapporto di conto corrente o, in ogni caso, quello prevalentemente utilizzato per le comuni operazioni di incasso e di pagamento.

Dall'indagine realizzata nel settembre di quest'anno risulta che il 90,6 per cento delle famiglie componenti il campione (titolari di conti correnti in una o più banche o presso il BancoPosta) individua in una banca il proprio intermediario di riferimento, mentre le Poste rappresentano l'interlocutore privilegiato nel 9,4 per cento dei casi. Rispetto al quadro risultante dai riscontri ottenuti nella primavera del 2007, la posizione delle banche appare rafforzata: due anni fa, infatti, la frequenza delle scelte a loro favore era pari all'87,2 per cento. Tuttavia, altre evidenze fornite dall'ultima indagine fanno emergere alcune criticità delle relazioni di clientela tra le famiglie e le rispettive banche di riferimento, pur nel contesto di una diffusa soddisfazione delle famiglie per il rapporto valutato nel suo complesso.

#### *La scelta dell'intermediario di riferimento: banca vs. Poste*

Il 90,6 per cento delle famiglie intervistate si avvale prevalentemente (se non esclusivamente) di una banca per le comuni operazioni di conto corrente (figura 3.10). In particolare, l'87 per cento circa delle famiglie titolari di conti sia in banca sia presso il sistema postale individua in un istituto bancario l'intermediario di riferimento per le proprie esigenze finanziarie. Il rapporto esclusivo con il BancoPosta caratterizza, invece, l'8,4 per cento delle famiglie componenti il campione.

Figura 3.10 – **L'intermediario prevalentemente utilizzato per le comuni operazioni di conto corrente**  
(valori percentuali sul totale degli intervistati)



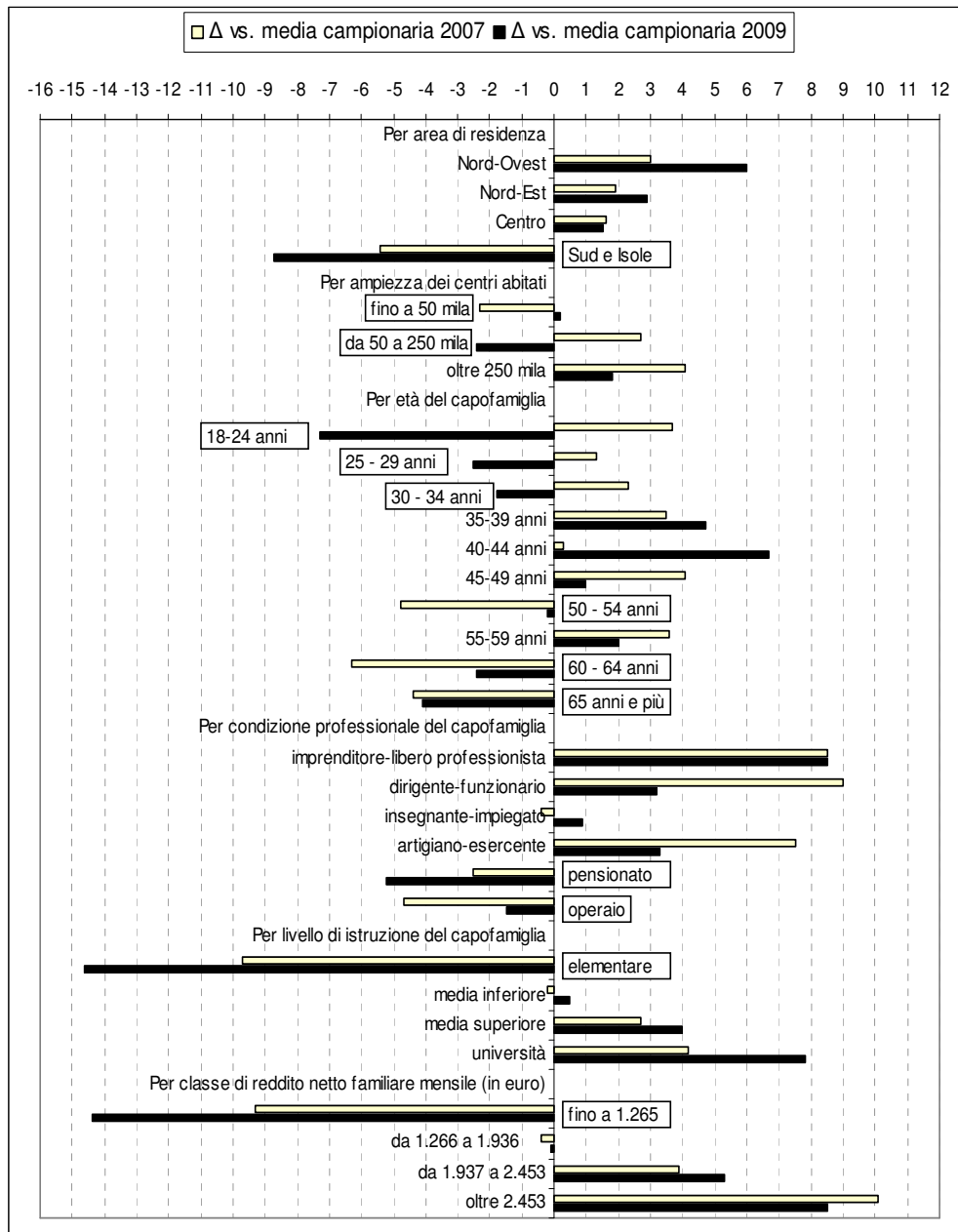
Considerando il campione nel suo insieme, la figura 3.11, che propone il confronto tra i risultati delle ultime due indagini realizzate dalla Doxa, conferma che la preferenza per la banca rispetto alle Poste:

- è particolarmente diffusa nel Nord-Ovest, tra i capifamiglia con età compresa fra 35 e 39 anni e fra quelli che svolgono un'attività imprenditoriale o di libero professionista;
- tende ad aumentare con il progredire del livello di istruzione del capofamiglia e con il crescere del reddito netto mensile familiare.

D'altra parte, la preferenza per il BancoPosta, la cui offerta è prevalentemente composta da prodotti e servizi di base, è tuttora particolarmente diffusa: tra le famiglie residenti al Sud o nelle Isole, tra le famiglie con redditi di fascia bassa, tra i capifamiglia in pensione ovvero di età superiore ai 60 anni o con un livello di istruzione elementare.



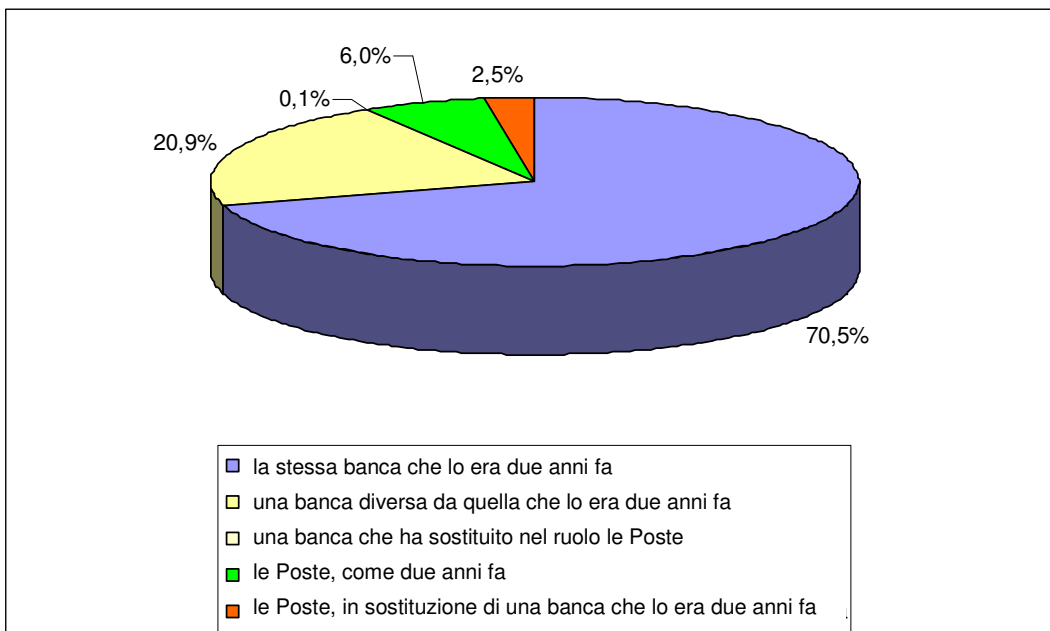
**Figura 3.11 – La preferenza per la banca quale intermediario di riferimento per le comuni operazioni di conto corrente nel 2007 e nel 2009: differenze rispetto alla media campionaria (valori percentuali)**



Peraltro, le risposte date a una specifica domanda inserita quest'anno nel questionario («Questo intermediario (banca o Poste) è lo stesso che la sua famiglia due anni fa già utilizzava prevalentemente per le comuni operazioni di conto corrente?») evidenziano una diffusa intraprendenza delle famiglie nel considerare l'opportunità di cambiare l'intermediario di riferimento. In particolare, osservando la figura 3.12, si rileva che il 24 per cento circa degli intervistati ha modificato la

scelta di tale intermediario nel corso degli ultimi due anni: il 21 per cento circa si è orientato verso una banca diversa da quella precedentemente preferita e il 2,5 per cento è passato da una banca alle Poste.

Figura 3.12 – L'intermediario di riferimento allo stato attuale:  
conferme e cambiamenti rispetto a due anni prima  
(valori percentuali)



Tale intraprendenza delle famiglie è stata verosimilmente favorita dall'emanazione del cosiddetto Decreto Bersani, che – come è noto – ha imposto la nullità di clausole contrattuali onerose per l'estinzione di rapporti di conto corrente. Sono peraltro escluse dall'ambito di applicazione di tale provvedimento le spese di chiusura dei dossier titoli, il cui livello aumenta con il grado di diversificazione dei portafogli di attività finanziarie posseduti dal cliente.

#### *Il grado di soddisfazione complessiva nei confronti della banca di famiglia*

Il 74,2 per cento degli intervistati che individuano in una banca (la banca di famiglia) l'intermediario finanziario di riferimento si dichiara complessivamente soddisfatto della relazione; in particolare, il 65 per cento circa lo è «abbastanza» e il 9 per cento si ritiene «molto soddisfatto». Peraltro, come è evidenziato dalla tabella 3.1, la perdurante elevata frequenza dei giudizi positivi deve essere valutata anche alla luce di un significativo peggioramento del loro peso complessivo, che si colloca ben al di sotto del valore risultante nel 2004 (anno nel quale la relativa domanda è stata inserita nel questionario).

**Tabella 3.1 – L'evoluzione del grado di soddisfazione complessiva nei confronti della banca di famiglia**

(valori percentuali; dal 2004 al 2006 la base di riferimento è rappresentata dal totale degli intervistati, per gli anni 2007 e 2009 essa è costituita dagli intervistati che si avvalgono prevalentemente di una banca per le comuni operazioni di conto corrente)

«Nel complesso, Lei è soddisfatto della banca che la Sua famiglia utilizza maggiormente (o esclusivamente)?»

	molto	abbastanza	poco	per niente	non sa, non indica	«molto» + «abbastanza»
<b>2009</b>	<b>9,3</b>	<b>64,9</b>	<b>19,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>74,2</b>
<b>2007</b>	<b>8,3</b>	<b>70,0</b>	<b>15,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>78,3</b>
2006	8,6	69,6	17,6	2,4	1,8	78,2
2005	7,7	69,0	17,7	3,9	1,7	76,7
2004	8,8	67,9	17,7	4,0	1,6	76,7

Di segno opposto è, invece, l'evoluzione dei giudizi formulati dagli intervistati le cui famiglie si avvalgono prevalentemente – ovvero esclusivamente – delle Poste per le comuni operazioni di conto corrente (tabella 3.2). Come si segnalava nel *Rapporto* pubblicato nel dicembre 2007, nel confrontare le opinioni relative alle banche e alle Poste, non si può prescindere dalla considerazione che i clienti abituali del BancoPosta tendono a esprimere una domanda di servizi finanziari meno articolata e sofisticata della clientela bancaria. Inoltre, è pur vero che, nel ristretto segmento di famiglie con conti sia in banca sia alle Poste, il grado di soddisfazione nei confronti della prima è superiore alla media campionaria. Ciò nondimeno, il *gap* sussiste e le banche fanno bene a non sottovalutarne la portata.

**Tabella 3.2 – L'evoluzione del grado di soddisfazione complessiva nei confronti delle Poste**

(valori percentuali sul totale delle famiglie che se ne avvalgono prevalentemente per le comuni operazioni di conto corrente)

	molto	abbastanza	poco	per niente	non sa, non indica	«molto» + «abbastanza»
2009	13,2	72,4	11,8	1,3	1,3	85,6
2007	16,0	64,1	13,0	5,3	1,5	80,1

È anche interessante rilevare che le famiglie italiane, contrariamente a qualche anno fa, si rendono conto che le banche non sono tutte uguali e reagiscono alla relativa insoddisfazione nei confronti di quella storicamente preferita ricercando un'alternativa all'interno del sistema bancario, e quindi non necessariamente presso il BancoPosta. Si è già avuto modo di sottolineare che il 21 per cento circa degli intervistati nel settembre del 2009 ha cambiato banca di riferimento nel corso degli ultimi due anni. Il dato confortante, per il sistema bancario nel suo complesso, è che nel cambio la soddisfazione è aumentata (tabella 3.3); naturalmente, si deve comunque tener conto che si tratta di un riscontro riferito a un arco temporale alquanto breve, ma al momento questa è l'evidenza e il fatto merita attenzione.

**Tabella 3.3 – Il grado di soddisfazione nei confronti della «nuova» banca di famiglia (2009)**  
(valori percentuali sul totale delle famiglie appartenenti alle singole categorie)

<i>La banca di famiglia è</i>	molto	abbastanza	poco	per niente	non sa, non indica	«molto» + «abbastanza»
<i>la stessa di due anni fa</i>	11,2	62,0	20,7	3,7	2,3	73,2
<i>un'altra banca</i>	2,4	75,3	16,9	1,2	4,2	77,7

#### *La percezione di un cambiamento nell'atteggiamento delle banche nei confronti delle famiglie*

Nel questionario predisposto per l'indagine campionaria sottostante a questa edizione del *Rapporto*, sono state inserite alcune nuove domande mirate a rilevare le percezioni relative a un eventuale cambiamento nell'atteggiamento delle banche nei confronti della clientela. Circoscrivendo l'analisi delle risposte alle famiglie che si avvalgono principalmente di una banca per le comuni operazioni di conto corrente, si osserva innanzitutto che il 68,7 per cento degli intervistati non riscontra alcun cambiamento nel comportamento della propria banca a seguito della crisi dell'ultimo biennio, mentre il 12,4 per cento rileva un miglioramento e il 17,2 per cento ritiene che si sia verificato un peggioramento.

In particolare, il 30 per cento circa di coloro che si esprimono nel senso di un miglioramento pensa che il *modus operandi* delle banche sia molto cambiato a seguito della crisi dell'ultimo biennio e il 61 per cento circa crede che sia cambiato soltanto «un po'». Sul versante degli intervistati che condividono la valutazione di un cambiamento in peggio, il 26 per cento lo giudica di grande impatto, mentre il 62 per cento lo ritiene, tutto sommato, contenuto.

A prescindere dal tipo di valutazione (in senso favorevole ovvero sfavorevole alla clientela), la maggior parte degli intervistati riscontra una maggiore attenzione delle banche nella valutazione del merito di credito della clientela richiedente un fido (67,6 per cento) e una maggiore intransigenza in caso di ritardo nei pagamenti dovuti dai clienti (56,5 per cento). Entrambe le percentuali assumono un valore relativamente più elevato (rispettivamente: 87,9 e 74,7) nell'ambito degli intervistati che rilevano un miglioramento nel modo di comportarsi della banca.

Molto più differenziate sono le opinioni relative a una maggiore attenzione della banca verso le esigenze finanziarie dei clienti (condivisa dal 32 per cento circa del totale degli intervistati ai quali si fa riferimento, con valori estremi pari a 79 e 12) e alla sua capacità di offrire forme di investimento più semplici e più sicure con una redditività soddisfacente (opinione condivisa dal 30 per cento circa degli intervistati, con valori estremi pari a 71 e 12).

### 3.3. L'indebitamento delle famiglie italiane

In questa edizione del *Rapporto* è parso opportuno dedicare una particolare attenzione al tema dell'indebitamento delle famiglie. In primo luogo, la forte espansione dei prestiti che ha caratterizzato la prima metà del decennio induce a una riflessione in merito alla sostenibilità degli impegni finanziari da esse assunti alla luce dell'impatto della crisi economica sul reddito familiare. In secondo luogo, l'elevata preferenza delle famiglie italiane per i mutui a tasso variabile sollecita una migliore comprensione delle motivazioni sottostanti a tale scelta. La maggior parte di esse, infatti, è ancora esposta al rischio d'interesse e, sebbene i tassi del mercato monetario ai quali tali contratti sono indicizzati siano scesi ai minimi storici dopo avere raggiunto livelli elevati nell'autunno del 2008 (in particolare, l'Euribor a 3 mesi ha abbondantemente superato il 5,3 per cento nel mese di settembre), non si può trascurare la possibilità che essi subiscano significativi rialzi per effetto di tensioni inflazionistiche alimentate dal pieno dispiegarsi della ripresa dell'economia, allorché questa si realizzerà.

Il presente paragrafo e quello che segue si propongono pertanto di approfondire le suddette tematiche fornendo una fotografia delle caratteristiche delle famiglie indebitate aggiornata al settembre 2009.

Le suddette famiglie corrispondono a più di un terzo del campione (33,7 per cento). Inoltre, una percentuale non trascurabile di intervistati, pari al 7,1 per cento del campione e al 21 per cento delle famiglie indebitate, ha in essere più di un contratto di finanziamento.

All'incirca il 22 per cento degli intervistati e il 65 per cento delle famiglie indebitate esprimono un'esigenza di finanziamento a breve termine mediante il ricorso al credito al consumo (inteso in senso lato, ovvero comprendendo sia prestiti personali sia prestiti finalizzati) o alla cessione del quinto dello stipendio o della pensione. La prima forma di finanziamento è tuttavia di gran lunga la più diffusa: il credito al consumo riguarda infatti il 62,7 per cento delle famiglie indebitate (pari

al 21,1 per cento degli intervistati) contro l'8,9 per cento relativo alla cessione del quinto (pari al 3 per cento degli intervistati).

Analizzando il ricorso ai finanziamenti a breve termine nell'ambito delle diverse categorie di intervistati, si riscontra che esso tende a crescere al diminuire del reddito familiare e dell'istruzione del capofamiglia e a essere più diffuso tra gli operai e i residenti nel Centro Italia. Inoltre, mentre il credito al consumo è relativamente più diffuso fra i trentenni e fra i residenti nei centri con più di 250 mila abitanti, la cessione del quinto mostra una più ampia penetrazione fra i quarantenni e non evidenzia alcuna significativa differenza in merito alla dimensione del centro abitato.

L'esigenza di finanziamento a medio-lungo termine per l'acquisto di un'abitazione riguarda il 16 per cento degli intervistati e il 47,6 per cento delle famiglie indebitate. Più precisamente, la stipula di un mutuo per l'acquisto della prima casa riguarda il 13,3 per cento degli intervistati e il 39,5 per cento delle famiglie indebitate, mentre la sottoscrizione di un mutuo per l'acquisto di un'altra casa interessa rispettivamente il 4,1 per cento degli intervistati e il 12,2 per cento delle famiglie indebitate. In generale, il campione analizzato si compone di mutui stipulati tra il 1990 e il 2009, sebbene il 70 per cento di essi sia stato sottoscritto negli ultimi cinque anni.

Come era logico attendersi, le caratteristiche dei mutuatari differiscono in modo rilevante a seconda che la finalità del prestito sia l'acquisto della prima casa o di un'altra casa. L'esigenza di finanziare l'acquisto della casa di abitazione è più diffusa tra i quarantenni, i diplomati e i residenti nei centri di grande dimensione; mentre il finanziamento della seconda casa è più comune tra i dirigenti e gli alti funzionari, gli intervistati appartenenti alla fascia di reddito più elevata, i laureati e i cinquantenni.

Alla luce dell'attuale crisi economica, un tema di grande rilevanza è costituito dall'impatto che essa può avere sulla capacità delle famiglie indebitate di onorare il servizio del debito, per effetto di una riduzione del reddito familiare o della perdita del lavoro. Sussiste infatti la preoccupazione che si possa generare una spirale di insolvenze tale da destare nuovi dubbi sulla solvibilità degli intermediari creditizi.

È in relazione a questo timore che è stato varato il «Piano Famiglie», annunciato dall'ABI il 21 ottobre 2009, in base al quale i mutuatari che nell'ultimo anno hanno subito un evento sfavorevole (perdita del lavoro, cassa integrazione o morte di uno dei percettori di reddito del nucleo familiare) potranno beneficiare – a partire dal gennaio 2010 – della possibilità di sospendere per 12 mesi il pagamento delle rate del mutuo senza costi aggiuntivi. Si rileva, peraltro, come tale iniziativa segua un analogo provvedimento di moratoria previsto in favore delle piccole e medie imprese.

Le evidenze fornite da alcuni indicatori inseriti nell'indagine BNL/Centro Einaudi di quest'anno mettono peraltro in luce la vulnerabilità di una quota non trascurabile di famiglie indebitate. Ci si riferisce, in particolare, alla difficoltà a fronteggiare con regolarità i pagamenti, alla difficoltà a risparmiare, alla presenza nel nucleo familiare di un lavoratore precario o di un lavoratore in cassa integrazione.

ne e al timore di perdere l'occupazione o di subire una contrazione del reddito da lavoro.

Il dato più significativo è riferito alle famiglie che negli ultimi dodici mesi hanno già sperimentato una situazione di tensione finanziaria: pari al 18 per cento delle famiglie con un mutuo, al 23,3 per cento delle famiglie con prestiti personali o finalizzati e al 36,5 per cento delle famiglie che hanno ceduto il quinto dello stipendio o della pensione. La quota di famiglie che non è riuscita a risparmiare nel corso del 2008 (che raggiunge il 75 per cento nel caso della cessione del quinto dello stipendio o della pensione) rivela inoltre una situazione di difficoltà latente.

Come si può osservare nella tabella 3.4, le famiglie con un mutuo ipotecario mostrano una situazione complessivamente meno problematica rispetto a quella evidenziata dalle famiglie indebitate a breve termine. Tale circostanza è la risultante della maggiore selettività degli intermediari nella concessione dei mutui e della più ampia domanda di credito al consumo da parte dei nuclei familiari caratterizzati da redditi più bassi, come dimostrano le differenze socio-economiche tra mutuatari e intervistati con finanziamenti al consumo.

**Tabella 3.4 – La crisi economica e le difficoltà delle famiglie indebitate**

(valori percentuali riferiti agli intervistati che hanno stipulato i singoli contratti)

Contratto di finanziamento in corso	Capofamiglia lavoratore precario o in cassa integrazione	Famiglie in cui si teme di perdere il lavoro o di subire una riduzione dello stipendio	Famiglie che non sono riuscite a risparmiare nel corso del 2008	Famiglie che hanno avuto difficoltà a far fronte ai pagamenti negli ultimi dodici mesi
Mutuo	7,0	51,9	53,1	18,0
Credito al consumo	10,6	61,2	69,4	23,3
Cessione quinto dello stipendio o della pensione	16,7	41,7	75,0	36,5
Campione	5,7	47,1	53,0	45,8

La categoria apparentemente più a rischio risulta essere quella delle famiglie che hanno ceduto il quinto dello stipendio (o della pensione). Questi contratti, a ogni modo, prevedono un «paracadute» di natura assicurativa, che libera il prenditore (e l'intermediario erogante) dagli effetti dell'insolvenza causati dalla perdita dell'occupazione, dalla morte del lavoratore o da una riduzione dello stipendio o del salario<sup>1</sup>. In altri termini, al verificarsi di uno degli eventi coperti, l'assicuratore

<sup>1</sup> Cfr. D.P.R. 180/1950 modificato e integrato dalle L. 311/2005 e 80/2005.

che ha prestato la garanzia subentra nel rimborso del finanziamento. Va in ogni caso sottolineato come questa categoria di prenditori presenti di fatto una rischiosità superiore alla media. Sebbene la cessione del quinto sia formalmente possibile per tutti i lavoratori dipendenti e per i pensionati INPS e INPDAP, essa riguarda prevalentemente quei prenditori che si vedono precluso l'accesso ad altre modalità di finanziamento.

### 3.4. Il ricorso a mutui per l'acquisto di un'abitazione

#### *Il contesto di mercato*

Negli ultimi cinque anni, il combinarsi di diversi fattori attinenti al contesto economico, competitivo e regolamentare ha suscitato un rinnovato interesse da parte degli intermediari nell'offerta dei mutui residenziali, determinando un sensibile incremento della concorrenza del settore.

Con l'effettiva entrata a regime del provvedimento sulla portabilità dei mutui sancito dal Decreto Legge n. 7 del 31 gennaio 2007 (convertito nella Legge 2 aprile 2007 n. 40), meglio noto come «Decreto Bersani bis», la competizione si è inoltre estesa anche sullo stock di mutui in essere, inducendo le banche a proporsi al mercato con azioni commerciali aggressive volte all'attrazione di nuovi clienti. La tendenza tipica del cliente *retail* ad accentrare l'operatività bancaria in un unico rapporto di conto corrente ha infatti costituito il presupposto per realizzare azioni commerciali volte non soltanto all'attrazione di nuovi impieghi, ma anche di nuovi rapporti di clientela *tout court*. Va d'altra parte ricordato come il medesimo Decreto abbia anche vietato l'applicazione di commissioni per la chiusura dei conti correnti, favorendo, in questo senso, la migrazione della clientela.

L'opportunità di espandere gli impieghi verso le famiglie nell'ambito di segmenti più ampi di popolazione ha inoltre stimolato gli intermediari a un'innovazione delle caratteristiche contrattuali dei mutui offerti e a un'evoluzione delle politiche di credito. Con riguardo alle caratteristiche contrattuali dell'offerta di mutui residenziali, i cambiamenti più significativi sono identificabili nella diffusione di mutui con scadenza pari o superiore a 30 anni, di contratti che consentono una certa elasticità nel profilo dei rimborsi e di finanziamenti con *loan to value* (ovvero con il rapporto tra mutuo concesso e valore dell'immobile) superiore all'80 per cento. Sotto il profilo delle politiche di credito, inoltre, si registra la diffusione di nuove tecniche di valutazione della controparte basate sull'applicazione di modelli di *credit scoring* (tipicamente usati nell'ambito del credito al consumo). Infine, dal punto di vista distributivo, si rileva il crescente ricorso a canali esterni costituiti da mediatori creditizi, da agenti immobiliari e da Internet.

Non va comunque trascurato come lo sviluppo verso prenditori più rischiosi sia stato notevolmente favorito dalla sensibilità al *pricing* di questi ultimi, testimoniata dalla spiccata propensione per l'indebitamento a tasso variabile in una fase in cui l'Euribor si trovava ai minimi storici. Tale attitudine, peraltro, è stata talora sollecita-



tata dall'offerta di contratti a tasso variabile abbinati a tassi d'ingresso «scontati» per le prime rate del mutuo (*teaser rate*).

Il questionario predisposto in vista del presente *Rapporto* consente di cogliere le principali conseguenze derivanti da tale cambiamento di scenario, e in particolare: l'impatto della concorrenza sulla scelta dell'intermediario presso il quale stipulare il mutuo, la penetrazione delle reti esterne, la diffusione dei contratti a tasso variabile e con *teaser rate*, la diffusione dei mutui con scadenza protratta e il ricorso alla surroga.

### *La scelta dell'intermediario erogante*

L'attenzione per le condizioni economiche rappresenta una delle principali motivazioni alla base della scelta dell'intermediario presso il quale richiedere un mutuo per la casa. Nel 66,7 per cento dei casi, infatti, i prenditori dichiarano di aver confrontato le proposte di mutuo di diversi intermediari al fine di scegliere verso quale operatore indebitarsi.

È tuttavia interessante osservare come nell'86 per cento dei casi tale confronto abbia portato alla scelta di stipulare il contratto presso la banca di famiglia. Contrariamente alle aspettative, inoltre, la decisione di rivolgersi a un intermediario diverso dalla banca di famiglia è più diffusa tra i mutuatari che non hanno effettuato alcun confronto. Tale decisione riguarda infatti il 25,6 per cento dei mutuatari che non hanno fatto confronti, contro il 14 per cento di quanti hanno valutato le proposte di diversi operatori.

Questa evidenza può indurre a ritenere che si tratti di una decisione poco ponderata e frettolosa. Tuttavia, il fatto che i soggetti che si rivolgono con maggiore frequenza a un intermediario diverso dalla banca di famiglia siano gli imprenditori e i liberi professionisti, suggerisce una diversa interpretazione del fenomeno. Considerando l'attitudine alla multibancarizzazione di questi soggetti, si può infatti ipotizzare che, in determinate circostanze, essi possano ritenere conveniente la stipula di un mutuo residenziale con un intermediario diverso dalla banca di famiglia, ma comunque utilizzato per la propria attività di impresa o professionale e presso il quale sia già attiva una linea di credito.

La preferenza per la banca «di famiglia» riguarda complessivamente l'82,2 per cento dei mutuatari e discende con tutta probabilità dalle migliori condizioni proposte da quest'ultima – rispetto ad altri operatori – per effetto della sua posizione di «osservatore privilegiato», ovvero della sua possibilità di valutare opportunamente il merito creditizio di una controparte conosciuta. Non va in ogni caso trascurata anche l'elevata propensione della clientela *retail* alla concentrazione dell'operatività bancaria presso un unico intermediario, oltre che fattori di natura prettamente inerziale. Pertanto, l'obiettivo di favorire una più semplice gestione delle finanze familiari e di evitare l'aggravio economico derivante da una duplicazione delle commissioni bancarie, contribuirebbe, in tal senso, a consolidare il rapporto bancario preesistente.

In seguito all'evoluzione dello scenario competitivo e all'aumento della concorrenza, sono tuttavia ravvisabili alcuni segnali di cambiamento anche in merito a

questo aspetto. Già negli ultimi anni, infatti, si nota una riduzione non trascurabile della quota di famiglie che hanno stipulato il *mutuo* presso la banca di famiglia. Più precisamente, tale decisione riguardava l'84,7 per cento dei prenditori che hanno contratto il mutuo prima del 2007 e il 77,3 per cento di quanti lo hanno stipulato successivamente.

### *La penetrazione delle reti esterne*

La distribuzione dei mutui residenziali attraverso reti esterne rispetto allo sportello bancario è molto comune all'estero; basti pensare che negli Stati Uniti oltre il 60 per cento dei finanziamenti per l'acquisto di un'abitazione è stipulato presso tali canali alternativi<sup>2</sup>. La rete esterna può essere rappresentata da mediatori creditizi o da agenti immobiliari legati da accordi commerciali con una o più banche. Alcuni operatori hanno inoltre attivato un canale diretto virtuale basato su Internet.

Il ricorso a questi canali si caratterizza per il fatto che i prenditori non entrano in relazione diretta con la banca erogante e che la decisione di concedere il prestito deve essere presa in tempi rapidi e a distanza. Tali aspetti rendono il processo di erogazione di un mutuo attraverso questi canali più simile a quello del credito al consumo che non a quello tipico dei prestiti ipotecari erogati allo sportello bancario.

Il ricorso da parte delle banche a tali reti è essenzialmente finalizzato al perseguimento di una politica dei prestiti espansiva volta alla penetrazione nell'ambito di segmenti più ampi della popolazione e, come è noto, tale obiettivo porta nel tempo all'assunzione di un portafoglio di crediti di qualità inferiore. Considerando che i proventi delle reti esterne sono costituiti dalle provvigioni trattenute sui mutui sottoscritti, l'acquisizione scrupolosa delle informazioni necessarie per un'accurata e prudente valutazione del rischio della controparte rappresenta, d'altro canto, un aspetto nei confronti del quale tali operatori non sono particolarmente sensibili.

Sebbene si ponga ancora su livelli nettamente inferiori rispetto a quelli evidenziati in altri paesi, il ricorso a tali modelli distributivi è presente da alcuni anni anche in Italia, soprattutto a opera delle banche di maggiori dimensioni e di alcune banche estere.

Analizzando le risposte fornite dagli intervistati a una specifica domanda del questionario, si rileva che l'11 per cento dei mutuatari ha sottoscritto il mutuo presso uno di questi canali alternativi.

Il ricorso alle reti esterne è tuttavia molto disomogeneo nell'ambito delle diverse categorie di intervistati. È infatti pari al 22 per cento per gli imprenditori e i liberi professionisti e al 19,4 per cento per i residenti nei centri di grande dimensione, mentre riguarda soltanto il 4,7 per cento degli insegnanti e degli impiegati e il 6,1 per cento dei prenditori di genere femminile.

<sup>2</sup> Cfr. Woodward (2003).

### *La scelta tra tasso fisso e tasso variabile*

La decisione di stipulare un contratto a tasso variabile riguarda oltre la metà dei mutuatari (51,9 per cento).

In linea con quanto evidenziato nelle statistiche ufficiali della Banca d'Italia, si registra un'elevata preferenza per il tasso variabile tra il 2004 e il 2006, periodo nel quale la quota dei nuovi contratti stipulati a tasso variabile risulta compresa tra l'85 e il 70 per cento del totale.

A causa del significativo rialzo dell'Euribor, la preferenza per il tasso variabile subisce una battuta d'arresto nei due anni successivi (la quota di mutui a tasso variabile si aggira intorno al 30 per cento delle nuove sottoscrizioni), per poi riprendersi nel corso del 2009 in seguito al consistente ribasso dei tassi a breve termine (con riguardo ai primi nove mesi dell'anno, i mutui a tasso variabile corrispondono al 43 per cento dei nuovi mutui).

La frequenza con la quale viene preferito un mutuo a tasso variabile varia nell'ambito delle diverse categorie di prenditori. Più precisamente, si evidenzia una preferenza più marcata da parte degli imprenditori e liberi professionisti (73,9 per cento), dei cinquantenni (69,6 per cento), dei residenti nel Nord Italia (63,5 per cento) e degli artigiani e commercianti (60 per cento). All'opposto, l'adesione per il tasso variabile è minima tra le seguenti categorie di prenditori: ventenni (31,3 per cento), anziani (30 per cento) e intervistati appartenenti alla classe di reddito più bassa (30 per cento).

Dalle risposte fornite a una specifica domanda si evince come nella maggior parte dei casi (pari al 65,1 per cento dei mutuatari) la scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile sia stata presa autonomamente dal prenditore. Nel decidere in proposito, inoltre, soltanto una minoranza dei mutuatari prende in considerazione più di una motivazione, evidenziando la tendenza a semplificare una scelta oggettivamente complessa. Tale circostanza, tuttavia, porta inevitabilmente ad appiattire la valutazione in merito all'appropriatezza di una specifica alternativa in funzione delle esigenze della famiglia.

In definitiva, soltanto il 20,2 per cento dei mutuatari dichiara di aver soppesato diverse considerazioni e di aver scelto la soluzione che sembrava più appropriata tenendo conto della durata del contratto, della probabile evoluzione del reddito familiare e dell'andamento dei tassi di interesse. Nel 27,9 per cento dei casi, la decisione è stata invece guidata dall'avversione al rischio in favore di un contratto che garantisse rate costanti nel tempo. Il 17,1 per cento dei mutuatari, infine, ha preferito la soluzione che consentiva di ridurre, nell'immediato, il peso delle rate sul reddito familiare.

In quest'ultimo caso, la preminenza di considerazioni di carattere economico lascia intuire la pressione psicologica avvertita dal mutuatario in relazione alla gravosità dell'impegno che sta per assumere. Inoltre, dal momento che il tasso applicato per i mutui a tasso fisso è normalmente maggiore di quello riferito ai mutui a tasso variabile (in quanto incorpora il premio per la liquidità), è evidente come l'alternativa che nell'immediato consente di ottenere un risparmio economico equivalga alla scelta del tasso variabile. Va precisato, in proposito, che tale orien-

tamento all'utilità di breve termine è di fatto ancorato alle condizioni di mercato e tende ad acuirsi in presenza di un elevato differenziale tra i tassi a breve e i tassi a lungo termine.

In presenza di un elevato differenziale di tasso tra mutui a tasso fisso e mutui a tasso variabile, pertanto, la legittima preoccupazione in merito alla sostenibilità del servizio del debito tende a favorire l'assunzione, più o meno consapevole, di una scelta rischiosa.

L'orientamento al breve termine riguarda il 30 per cento dei mutuatari appartenenti alla fascia di reddito più bassa (contro il 17 per cento della media dei mutuatari). In questo caso, l'esposizione al rischio di interesse si riferisce pertanto a una categoria di prenditori tendenzialmente vulnerabile a futuri aumenti della rata, sollevando qualche dubbio in merito all'adeguatezza della decisione. La scelta tra tasso fisso e tasso variabile è altresì guidata dalla motivazione economica per il 30,4 per cento degli imprenditori e liberi professionisti, per il 25 per cento dei ventenni e per il 21,7 per cento dei laureati. Per queste categorie di prenditori si può ritenere, al contrario, che l'assunzione di una scelta rischiosa possa essere adeguatamente controbilanciata dall'aspettativa di crescita futura del reddito da lavoro.

Nel 34,9 per cento dei casi, quella tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile non costituisce una decisione presa in autonomia dal mutuatario. Il 33,3 per cento dei mutuatari ha infatti preferito seguire il consiglio dato dall'intermediario presso il quale ha stipulato il mutuo. Mentre l'1,6 per cento di essi sostiene di non aver potuto scegliere, dal momento che l'intermediario erogante non ha proposto alcuna alternativa tra tasso fisso e tasso variabile. Tale circostanza riguarda evidentemente una minoranza di casi, che si riferiscono esclusivamente alla categoria degli esercenti e artigiani e a quella dei pensionati.

Il ricorso a un consiglio dell'intermediario è trasversale nelle diverse categorie di prenditori. Va rilevato, a ogni modo, un picco da parte degli esercenti e artigiani, che vi ricorrono nel 60 per cento dei casi, e un ricorso inferiore alla media da parte dei cinquantenni, dei pensionati e dei residenti nel Sud e Isole, pari rispettivamente al 13, al 18,2 e al 19,4 per cento dei casi.

Fatto cento il numero di mutuatari che si è avvalso del consiglio dell'intermediario, si osserva come il 64,4 per cento di essi abbia stipulato un mutuo a tasso variabile. C'è da chiedersi, in proposito, se ciò corrisponda alle reali esigenze della clientela o se rappresenti piuttosto il risultato delle politiche commerciali adottate dagli intermediari. È noto, infatti, come l'offerta del tasso variabile consenta alle banche, da un lato, di proporsi alla clientela con condizioni d'ingresso più allettanti e, dall'altro, di trasferire ai prenditori il rischio di interesse.

In relazione a questo tema, è dunque interessante verificare quanto sia diffusa la proposta da parte degli intermediari di specifiche alternative di mutuo e se l'adesione al tasso variabile presenti livelli di incidenza diversi a seconda che il mutuo venga stipulato presso la banca di famiglia, un'altra banca o una rete esterna.

Con riguardo al primo aspetto, non è infrequente che gli intermediari si rivolgano alla clientela proponendo direttamente una soluzione a tasso fisso o a tasso va-

riabile. Tale evidenza emerge da una specifica domanda posta ai mutuatari e prescinde dal criterio da essi successivamente adottato per decidere la tipologia di tasso da preferire. Considerando il campione dei mutuatari nel suo complesso, tale circostanza si verifica nel 27,9 per cento dei casi, ma è più frequente quando il prenditore è un ventenne (avviene nel 43,8 per cento dei casi), un artigiano o commerciante (si verifica nel 40 per cento dei casi) o un operaio (avviene nel 36,4 per cento dei casi).

In linea generale, nel 14,7 per cento dei casi l'intermediario propone un mutuo a tasso variabile e nel 13,2 per cento dei casi un mutuo a tasso fisso. Per alcune categorie di mutuatari, tuttavia, un'alternativa è nettamente più frequente: come nel caso dei ventenni, che nel 31,3 per cento dei casi sono destinatari di una proposta a tasso variabile, dei laureati e dei prenditori appartenenti alla classe di reddito più bassa, che ricevono esclusivamente proposte di mutui a tasso variabile, rispettivamente nel 21,7 e nel 20 per cento dei casi. Al contrario, la proposta di un mutuo a tasso fisso prevale in misura significativa su quella di un mutuo a tasso variabile esclusivamente per la categoria dei dirigenti e funzionari (nel 22,2 per cento dei casi contro l'11,1 per cento riferito alle proposte a tasso variabile).

La preferenza tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile presenta alcune interessanti differenze a seconda che il mutuo sia stato sottoscritto presso la banca di famiglia, presso un'altra banca o presso una rete esterna. Più precisamente, ha stipulato un mutuo a tasso variabile il 50,5 per cento di quanti si sono rivolti alla banca di famiglia, il 60,9 per cento dei mutuatari che si sono indirizzati verso un'altra banca e il 71,4 per cento di quanti si sono rivolti a un canale alternativo.

Tali evidenze sono particolarmente interessanti e si prestano a una duplice interpretazione.

In primo luogo, è verosimile che gli intermediari interessati ad attrarre nuova clientela abbiano mirato le proprie azioni commerciali sull'offerta di mutui a tasso variabile caratterizzati da condizioni particolarmente competitive (grazie al livello dell'Euribor, che si è mantenuto al di sotto del 2,5 per cento dal maggio 2003 al dicembre 2005). Tale ipotesi risulta peraltro confermata dall'analisi econometrica riportata in *Appendice*.

Il 14,9 per cento dei mutuatari ha ricevuto la proposta di un mutuo a tasso variabile da parte dell'intermediario presso il quale ha successivamente stipulato il prestito. Tale azione commerciale ha tuttavia riguardato in misura più ampia i prenditori che si sono rivolti a una banca diversa da quella di famiglia (nel 20 per cento dei casi) o a una rete esterna (nel 23,1 per cento dei casi). La banca di famiglia ha infatti proposto al cliente un mutuo a tasso variabile soltanto nel 13,8 per cento dei casi. Questa evidenza risulta peraltro in linea con la maggiore aggressività dell'azione commerciale necessaria per l'attrazione di un nuovo cliente.

In secondo luogo, è plausibile che i soggetti che si sono rivolti a una banca diversa da quella di famiglia o a una rete esterna presentino un rischio di credito superiore alla media e si caratterizzino per una sensibilità al *pricing* particolarmente elevata, a causa dei vincoli derivanti dal proprio bilancio familiare. È dunque

possibile che essi siano maggiormente attratti dall'alternativa del tasso variabile, generando un *matching* tra prenditori rischiosi e contratti rischiosi.

### *L'applicazione di un tasso d'ingresso*

L'applicazione di un tasso d'ingresso riguarda il 17,9 per cento dei mutuatari che hanno sottoscritto un contratto a tasso variabile.

Analizzando la sua diffusione nell'ambito delle diverse categorie di mutuatari, si riscontra come essa sia più frequente fra i trentenni (nel 20 per cento dei casi), gli artigiani ed esercenti (nel 20 per cento dei casi) e i residenti nel Sud e nelle Isole (nel 19,4 per cento dei casi).

Passando a esaminare la motivazione alla base della scelta da parte dei mutuatari di tale alternativa di *pricing*, si rileva come essa discenda nella gran parte dei casi, il 47,4 per cento, da un consiglio dell'intermediario e, nel 26,3 per cento dei casi, dall'obiettivo di ridurre nell'immediato il peso della rata sul reddito familiare.

Tali evidenze parrebbero pertanto supportare l'ipotesi che le politiche di sviluppo degli impieghi perseguite negli ultimi anni dagli intermediari abbiano tratto vantaggio dalla sensibilità al *pricing* dei prenditori, trasferendo di fatto su di essi un contratto rischioso.

### *L'allungamento della scadenza*

Come evidenzia la tabella 3.5, la sottoscrizione di mutui con scadenza pari o superiore a 20 anni è andata progressivamente aumentando nell'ultimo decennio. Fatto 100 il numero di mutui sottoscritti a partire dal 2000, il 46,2 per cento dei contratti ventennali e il 57,9 per cento di quelli ultraventennali è stato sottoscritto nel triennio 2006-2009.

Tabella 3.5 – **Periodo di sottoscrizione dei mutui con scadenza pari o superiore a 20 anni**  
(valori percentuali relativi ai mutui stipulati in ciascun periodo)

	Durata: 20 anni	Durata > di 20 anni
2000-2002	19,2	15,8
2003-2005	34,6	26,3
2006-2009	46,2	57,9

Considerando il campione di mutuatari nel suo complesso, i contratti con durata ultraventennale corrispondono al 33,3 per cento del totale. La sottoscrizione di un mutuo con scadenza che si protrae oltre i 20 anni è, a ogni modo, tipica di speci-

fici segmenti di intervistati. Più precisamente, essa riguarda il 60 per cento dei mutuatari appartenenti alla classe di reddito più bassa, il 56,3 per cento dei ventenni, il 45,4 per cento degli operai e il 39,1 per cento degli imprenditori e liberi professionisti.

### *La surroga e la rinegoziazione del mutuo*

La surroga consiste nella possibilità per il debitore di sostituire il creditore iniziale, senza necessità di consenso da parte di quest'ultimo, previo il pagamento del debito. Tale possibilità è prevista, nel nostro ordinamento, dall'articolo 1202 del Codice Civile.

Fino al 2007, tuttavia, il ricorso alla surrogazione dei mutui ipotecari si è rivelato alquanto marginale, a causa dell'applicazione da parte delle banche di clausole che – di fatto – ne impedivano o ne rendevano oneroso l'esercizio per il cliente e della necessità di sostenere ulteriori spese notarili per l'estinzione della vecchia garanzia e la costituzione di una nuova. Com'è noto, la Legge n. 40 del 2 aprile 2007 (cosiddetto «Decreto Bersani bis») ne ha infine agevolato l'applicazione, imponendo la nullità delle suddette clausole bancarie e permettendo il mantenimento dell'ipoteca originaria.

La maggior parte dei mutuatari, pari al 72,9 per cento di essi, si dichiara informata in merito alle novità introdotte dalla Legge n. 40 del 2007 in tema di portabilità dei mutui. Si riscontrano, tuttavia, alcune sacche di disinformazione in particolar modo nell'ambito dei pensionati, dei ventenni e degli ultrasessantenni (non informati, rispettivamente, nel 54,6 per cento, nel 50,1 per cento e nel 40 per cento dei casi).

A fronte di una percentuale così elevata di mutuatari consapevoli dell'esistenza di tale strumento, una quota estremamente contenuta se n'è avvalsa. Soltanto il 2,3 per cento dei mutuatari dichiara infatti di aver trasferito il mutuo presso un altro intermediario. È inoltre interessante osservare come il ricorso alla surrogazione si distribuisca in modo piuttosto eterogeneo nelle diverse categorie di prenditori, risultando sensibilmente più diffusa tra i residenti nel Nord-Est e tra gli imprenditori e liberi professionisti.

Anche tra coloro i quali non hanno proceduto a trasferire il mutuo presso un altro intermediario, la possibilità offerta dal Decreto Bersani ha indubbiamente fornito uno strumento di pressione nei confronti della banca erogante. Ciò è testimoniato dall'elevata quota di mutuatari (il 23,3 per cento) che, pur avendo mantenuto il mutuo presso la banca che lo aveva originariamente erogato, hanno richiesto e ottenuto da essa la modifica di una o più condizioni contrattuali.

Più precisamente, il 12,4 per cento dei mutuatari ha beneficiato di una rinegoziazione del tasso d'interesse, l'11,6 per cento ha ottenuto la trasformazione del tasso da variabile a fisso o viceversa e il 3,9 per cento l'allungamento della scadenza del contratto (a parità di importo concesso).

Com'era prevedibile, alla luce dell'andamento dei tassi d'interesse a breve termine tra il 2006 e l'autunno del 2008, la maggior parte degli interventi hanno riguar-

dato mutui a tasso variabile. L'86,7 per cento delle trasformazioni di tasso ha avuto infatti per oggetto il passaggio dal tasso variabile al tasso fisso, mentre le rinegoziazioni hanno riguardato mutui a tasso variabile nel 68,8 per cento dei casi.

Tali comportamenti presentano una certa variabilità in relazione alle principali caratteristiche dei prenditori. In particolare, la riduzione del costo del finanziamento è stata richiesta e ottenuta con maggior frequenza dai residenti nel Centro Italia (nel 23,3 per cento dei casi), dai residenti nei centri con più di 250 abitanti (nel 22,6 per cento dei casi) e dai laureati (21,7), mentre non ne ha beneficiato alcun pensionato. La trasformazione del tasso, al contrario, è più diffusa nell'ambito dei cinquantenni e dei dirigenti e alti funzionari, dai quali è stata richiesta e ottenuta rispettivamente nel 22,2 e nel 21,7 per cento dei casi.

Il questionario non consente invece di apprezzare se tra i mutuatari che non hanno modificato le condizioni del proprio mutuo (pari al 74,4 del totale) sia prevalso un atteggiamento passivo, ovvero sia stato altresì richiesto all'intermediario erogante un cambiamento che non è stato tuttavia accettato.



## Appendice

### Scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile. Verifica econometrica

#### *Il modello e le ipotesi di ricerca*

L'obiettivo della presente analisi è quello di cercare di comprendere e interpretare i fattori dai quali discende la scelta del mutuatario tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile.

L'analisi empirica è stata condotta su un campione di 123 mutuatari, ottenuto depurando le 129 osservazioni relative alle famiglie con un mutuo ipotecario da quelle osservazioni risultanti incomplete con riguardo alla data di sottoscrizione del prestito e all'importo concesso.

La scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile è stata stimata con il seguente modello logit:

$$\text{Pr}(\text{TIPOTAX}) = F(\text{SPREAD}_i, \text{PROPOSTATASSOVAR}_i, \text{CONSIGLIOINTERMEDIARIO}_i, \text{RETEESTERNA}_i, \text{RATAINFERIORE}_i, \text{MUTUODU}_i, \text{LNIMPORTO}_i, \text{CLASSEREDDITO}_i, \text{ETASOTT}_i, \text{AUTONOMO}_i, \text{PRECA- RIOR}_i, \text{NORD}_i, \text{SUD}_i, \text{TIPOCENTRO}_i) + e_i$$

Dove:

TIPOTAX è la variabile dipendente binaria, che assume valore 1 per i mutui a tasso variabile e 0 per i mutui a tasso fisso, e le variabili indipendenti sono rappresentate da:

---

SPREAD	Differenziale tra i tassi di riferimento per i mutui a tasso fisso e a tasso variabile, riferiti all'anno e al mese in cui il mutuo è stato stipulato (*)
PROPOSTATASSOVAR	Dummy=1 se l'intermediario erogante ha proposto al prenditore un mutuo a tasso variabile
CONSIGLIOINTERMEDIARIO	Dummy=1 se la scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile è stata presa facendosi consigliare dall'intermediario erogante
RETEESTERNA	Dummy=1 se il mutuo è stato stipulato presso un mediatore creditizio, un'agenzia immobiliare o in Internet
RATAINFERIORE	Dummy=1 se la scelta tra mutuo a tasso fisso e mutuo a tasso variabile è stata guidata dall'obiettivo di ridurre nell'immediato il peso della rata sul reddito familiare
MUTUODU	Durata originaria del mutuo, espressa in anni
LNIMPORTO	Logaritmo dell'importo concesso alla data di stipula del mutuo
CLASSEREDDITO	Classe di reddito mensile netto della famiglia: codice 1 = reddito fino a 748,86€ codice 2 = reddito da 748,86 a 852,15€ codice 3 = reddito da 852,15 a 955,45€

codice 4 = reddito da 955,45 a 1.058,74€  
codice 5 = reddito da 1.058,74 a 1.162,03€  
codice 6 = reddito da 1.162,03 a 1.265,32€  
codice 7 = reddito da 1.265,32 a 1.368,61€  
codice 8 = reddito da 1.368,61 a 1.549,37€  
codice 9 = reddito da 1.549,37 a 1.936,71€  
codice 10 = reddito da 1.936,71 a 2.453,17€  
codice 11 = reddito da 2.453,17 a 3.873,43€  
codice 12 = reddito da 3.873,43 a 5.164,57€  
codice 13 = reddito superiore a 5.164,57€

ETASOTT	Età del capofamiglia alla sottoscrizione del mutuo
AUTONOMO	Dummy=1 se il capofamiglia è imprenditore, libero professionista, artigiano o commerciante
PRECARIO	Dummy=1 se il capofamiglia è lavoratore con un contratto a tempo determinato
NORD	Dummy=1 se la famiglia risiede nel Nord Italia
SUD	Dummy=1 se la famiglia risiede nel Sud o nelle Isole
TIPOCENTRO	Dummy=1 se la famiglia abita in un capoluogo di Regione

(\*) Per i mutui a tasso fisso sottoscritti nel periodo 2001-2009 il tasso di riferimento utilizzato è l'Eurirs a 10 anni. Il tasso di riferimento utilizzato per i mutui a tasso fisso sottoscritti prima del 2001 è il Rendiob. Per i mutui a tasso variabile sottoscritti nel periodo 1999-2009 è stato utilizzato il tasso Euribor a 3 mesi, mentre per quelli sottoscritti prima del 1999 si è fatto ricorso al tasso Ribor a 3 mesi. Cfr. Bonaccorsi di Patti e Felici (2008). Lo *spread* è stato calcolato sottraendo dai tassi fissi di riferimento medi relativi al mese di sottoscrizione del mutuo i tassi variabili di riferimento medi relativi al trimestre antecedente al mese di sottoscrizione del mutuo (medie mobili).

---

La variabile SPREAD è volta a stimare la sensibilità dei mutuatari al *pricing* dei mutui. In linea con le evidenze fornite da precedenti verifiche empiriche<sup>1</sup>, si ipotizza che la decisione dei mutuatari sia influenzata dal differenziale di tasso tra mutui a tasso fisso e mutui a tasso variabile e, più precisamente, che al crescere del differenziale tenda a prevalere la preferenza per il tasso variabile. Il segno atteso per la variabile SPREAD è pertanto positivo.

Le tre dummy PROPOSTATASSOVAR, CONSIGLIOINTERMEDIARIO e RETEESTERNA sono state inserite nel modello allo scopo di comprendere se la scelta dei mutuatari dipenda in qualche misura dal tipo di operatore presso il quale è stato sottoscritto il mutuo e dal tipo di interazione che si è sviluppata tra intermediario e cliente.

Con riguardo alla variabile PROPOSTATASSOVAR, si ipotizza che a fronte della proposta da parte dell'intermediario di un mutuo a tasso variabile, quest'ultima costituisca l'opzione più frequentemente sottoscritta dai mutuatari. In altri termini, si ritiene che l'azione commerciale abbia presa sulla clientela quando quest'ultima si trova nella condizione di dover prendere una decisione complessa, come quella in oggetto, in condizioni di incertezza.

<sup>1</sup> Brueckner e Follain (1988), Tucker (1989), Phillips e VanderHoff (1991), Campbell e Cocco (2003), Campbell (2006).

Con riferimento alla dummy *CONSIGLIOINTERMEDIARIO*, si ipotizza che nei casi in cui il prenditore abbia seguito un consiglio fornito dall'intermediario erogante, la probabilità che abbia scelto un mutuo a tasso variabile sia più elevata rispetto ai casi in cui la scelta sia stata presa in via autonoma dal prenditore stesso. In altri termini, si ipotizza che l'espansione del mercato dei mutui, che ha caratterizzato in particolare gli anni dal 2004 al 2006, sia stata favorita dall'azione commerciale degli intermediari che ha visto prevalere l'offerta di mutui a tasso variabile.

La probabilità che sia stato sottoscritto un mutuo a tasso variabile si ipotizza inoltre sia più elevata nel caso in cui il mutuo sia stato distribuito da un canale alternativo allo sportello bancario (rete di mediatori creditizi, agenzia immobiliare, Internet), che si presenta di norma maggiormente rivolto ai segmenti di clientela più sensibili al *pricing*. Tale ipotesi riguarda la variabile *RETEESTERNA*.

Il segno atteso per le dummy *PROPOSTATASSOVAR*, *CONSIGLIOINTERMEDIARIO* e *RETEESTERNA* è pertanto positivo.

La dummy *RATAINFERIORE* comprende i casi in cui il prenditore ha scelto l'alternativa di mutuo che consentiva nell'immediato di ridurre l'incidenza della rata sul reddito familiare. A fronte di tale motivazione, si ipotizza che prevalga la scelta di un mutuo a tasso variabile e pertanto il segno atteso è positivo.

Con riguardo alla variabile *MUTUODU*, è ragionevole attendersi che al crescere della scadenza del mutuo prevalga un comportamento prudente volto a preferire un mutuo a tasso fisso. Tuttavia, l'allungamento della scadenza del prestito consente, com'è noto, di ridurre l'entità delle rate periodiche e di rendere accessibili finanziamenti di importo consistente anche a nuclei familiari caratterizzati da redditi medio-bassi. È dunque possibile che le famiglie che hanno stipulato mutui a lunga scadenza si caratterizzino per vincoli di bilancio più stringenti rispetto alle famiglie che hanno sottoscritto mutui con scadenza inferiore. Tale considerazione suggerisce pertanto la possibilità che l'esigenza di allungare la scadenza del mutuo si accompagni anche a una maggiore tensione economica sulla componente degli interessi, determinando una più spiccata preferenza per il tasso variabile.

In definitiva, il segno atteso per la variabile *MUTUODU* può essere positivo o negativo, a seconda che prevalga l'atteggiamento prudentiale o la pressione esercitata dai vincoli del bilancio familiare.

La gravosità degli interessi passivi aumenta peraltro al crescere della dimensione del mutuo. È dunque ragionevole attendersi che la sensibilità del mutuatario alla differenza tra tasso fisso e tasso variabile aumenti al crescere dell'importo concesso, segnando una crescente preferenza per l'alternativa con il tasso *ex ante* più basso. Il segno atteso per la variabile *LNIMPORTO* è pertanto positivo.

La scelta tra tasso fisso e tasso variabile è inoltre influenzata anche da fattori connessi alla persona e alla famiglia del mutuatario come l'età, il tipo di occupazione, l'area geografica di residenza, il reddito familiare, eccetera. Da tali fattori possono infatti dipendere la capacità del mutuatario di comprendere le caratteristiche dei contratti di mutuo o le priorità sulla base delle quali egli valuta le alternative disponibili.

La variabile *ETASOTT* si suppone sia negativamente correlata con la preferenza per il tasso variabile. Le famiglie giovani, rispetto a quelle in età matura, tendono infatti a essere caratterizzate da redditi medio-bassi e da pressanti impegni familiari. Ciò le espone, a parità di altre condizioni, a una maggiore sensibilità al *pricing* e dunque a una maggiore attrattiva nei confronti della possibilità di un immediato risparmio economico. Parimenti, le famiglie giovani possono contare su una aspettativa di crescita futura del reddito da lavoro superiore a quella che caratterizza le famiglie mature. Anche tale considerazione dovrebbe far propendere per una più spiccata preferenza da parte delle prime per il tasso variabile. In definitiva, il segno atteso per la variabile *ETASOTT* è negativo.

Dal momento che il reddito da lavoro autonomo tende a essere soggetto a una aleatorietà mediamente superiore a quella che caratterizza altre categorie di lavoratori, si ipotizza che induca i suoi percettori a preferire i mutui a tasso fisso, che consentono di programmare le uscite finanziarie future. Il segno atteso per la dummy *AUTONOMO* è pertanto negativo.

Anche l'area geografica di residenza potrebbe incidere sulla scelta tra tasso fisso e tasso variabile a causa delle differenze in merito al mercato occupazionale, alle scelte residenziali dei singoli e al costo degli immobili. Si rileva, in proposito, che l'importo medio dei mutui è pari a 87.000 euro nel Nord Italia contro circa 81.000 euro nel Sud del Paese, mentre il rapporto tra mutuo e reddito è superiore al Sud, pari a 3,1 contro 2,7. Com'è noto, il Mezzogiorno si caratterizza inoltre per un'incidenza superiore alle altre aree geografiche di lavoratori a tempo determinato e non in regola<sup>2</sup>, circostanza che rende evidentemente instabili le entrate familiari. L'instabilità del reddito può essere quindi causa di una maggiore avversione al rischio nella scelta del mutuo e dunque della tendenza a preferire il tasso fisso. In definitiva, i segni attesi per le dummy *NORD* e *SUD* sono rispettivamente positivo e negativo.

Infine, la variabile TIPOCENTRO vuole essere una *proxy* della dimensione del centro di residenza. Considerando che il costo al metro quadro delle abitazioni tende a essere più elevato nei centri di grande dimensione e nei capoluoghi di Regione in particolare (sebbene con le dovute differenze a livello geografico), è possibile che la maggiore onerosità conseguente all'acquisto di una casa in tali centri favorisca la sensibilità al *pricing* e dunque la scelta di un mutuo a tasso variabile. In tal caso, la variabile TIPOCENTRO dovrebbe presentarsi con il segno positivo.

## Risultati

I test di multicollinearità condotti sulle variabili indipendenti evidenziano due coppie di variabili tra loro correlate in misura significativa. È il caso delle dummy *NORD* e *SUD*, legate da una correlazione negativa pari al 59 per cento, e delle variabili *MUTUODU* e *LNIMPORTO* correlate positivamente al 65 per cento. Di queste quattro variabili soltanto *MUTUODU* e *NORD* risultano essere statisticamente significative al 10 per cento, evidenziando pertanto l'instabilità della relazione con la variabile dipendente. Dal momento che la permanenza di queste quattro variabili nel modello non inficia i risultati relativi agli altri parametri si è preferito non eliminarle, al fine di evitare un aumento dell'errore di stima del modello.

I risultati della funzione logit sono riportati nella tabella al termine di questa *Appendice*. Come si può osservare, le variabili connesse al *pricing* e alla relazione commerciale con l'intermediario presso il quale è stato stipulato il mutuo sono statisticamente significative e si presentano con il segno atteso. Al contrario, le variabili riferite alle caratteristiche del contratto e dei prenditori si presentano in gran parte non significative o, al più, con una relazione statisticamente instabile. Quest'ultima evidenza potrebbe essere imputabile alla limitata dimensione del campione o potrebbe più semplicemente avvalorare i riscontri di una parte della letteratura empirica in materia, che riconosce una scarsa rilevanza dei fattori connessi alle caratteristiche personali del prenditore e del contratto sottoscritto sulla scelta tra tasso fisso e tasso variabile<sup>3</sup>.

Con riferimento alla variabile *SPREAD*, si rileva come la probabilità che i mutuatari scelgano un mutuo a tasso variabile aumenti al crescere del differenziale tra *MTF* e *MTV*.

Le dummy *PROPOSTATASSOVAR*, *CONSIGLIOINTERMEDIARIO* e *RETEESTERNA* risultano significative e si presentano con il segno positivo. Dall'esame degli *odds ratio*<sup>4</sup> si evince inoltre come la presenza di un'azione commerciale da parte dell'intermediario erogante o l'intervento di quest'ultimo nel consigliare il contratto più adeguato alle esigenze della clientela rappresentino di gran lunga i fattori che meglio sono in grado di spiegare la scel-

<sup>2</sup> La base dati utilizzata consente di verificare esclusivamente l'affermazione relativa ai lavoratori a tempo determinato. I lavoratori con contratti a tempo determinato corrispondono al 3,3 per cento dei mutuatari residenti nel Nord Italia e al 14,3 per cento dei mutuatari residenti nel Sud e nelle Isole.

<sup>3</sup> Brueckner e Follain (1988), Phillips e VanderHoff (1991), Duffy e Roche (2005).

<sup>4</sup> Per *odds ratio* si intende la probabilità che si manifesti l'evento riferito alla variabile dipendente (ovvero che il mutuo sia a tasso variabile) rispetto alla probabilità che si verifichi l'evento opposto (che il mutuo sia a tasso fisso).

ta del prenditore di un mutuo a tasso variabile. Tali riscontri consentono pertanto di confermare l'ipotesi secondo la quale la preferenza per i mutui a tasso variabile sia stata stimolata dalla pressione commerciale esercitata dall'offerta<sup>5</sup>.

In linea con le ipotesi di ricerca, le variabili ETASOTT e PRECARIO evidenziano che la probabilità di sottoscrivere un mutuo a tasso variabile tende a diminuire all'aumentare dell'età del mutuatario e qualora il capofamiglia abbia un'occupazione a tempo determinato.

La dummy TIPOCENTRO evidenzia, infine, una relazione negativa con la variabile dipendente in base alla quale risulterebbe maggiormente probabile la sottoscrizione di un mutuo a tasso variabile da parte dei mutuatari che non risiedono nel capoluogo di Regione. Tale riscontro presenta tuttavia una significatività al 10 per cento e un coefficiente inferiore all'unità, denotando una relazione nel complesso poco interessante.

## Risultati dell'analisi econometrica

Variabili indipendenti	Odds Ratio (z-test)
SPREAD	1,73** (2,23)**
PROPOSTATASSOVAR	25,30*** (2,59)**
CONSIGLIOINTERMEDIARIO	5,53* (2,89)
RETEESTERNA	6,35* (2,02)**
RATAINFERIORE	13,21* (2,96)
MUTUODU	-0,92 (-1,74)
LNIMPORTO	1,30 (0,39)
CLASSEREDDITO	1,19 (1,50)
ETASOTT	-0,97 (-1,68)
AUTONOMO	2,25 (1,33)
PRECARIO	-0,16 (-1,80)
NORD	3,25* (1,80)
SUD	2,90 (1,44)
TIPOCENTRO	-0,30 (-1,97)
Pseudo R <sup>2</sup>	0,323
Hit Rate	74,80%
Osservazioni	123

Variabile dipendente *TIPOTAX*: =1 tasso variabile, =0 tasso fisso.

\*\*\* Significativo all'1 per cento. \*\* Significativo al 5 per cento. \* Significativo al 10 per cento.

<sup>5</sup> Tale fattore potrebbe essere alla base della scarsa reattività all'evoluzione dei tassi d'interesse che ha denotato la domanda italiana di mutui residenziali tra la fine del 2005 e il 2006, a differenza di quanto riscontrato in altri Paesi europei, quali il Belgio e l'Olanda, in presenza dell'aumento dell'Euribor e della riduzione del differenziale tra i tassi di MTF e MTV. Cfr. European Mortgage Federation (2006, 13).

*Riferimenti bibliografici*

- Bonaccorsi di Patti E., Felici R., «Il rischio dei mutui alle famiglie in Italia: evidenza da un milione di contratti», *Occasional Papers*, Banca d'Italia, n.32, ottobre 2008
- Brueckner J.K., Follain J.R., «The Rise and Fall of the ARM: An Econometric Analysis of Mortgage Choice», *The Review of Economics and Statistics*, 70, 1988, n. 1, pp. 93-102
- Campbell J.Y., Cocco J.F., «Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice», National Bureau of Economic Research, giugno 2003
- Campbell J.Y., «Household Finance», *The Journal of Finance*, 41, 2006, n. 4
- Duffy D., Roche M.J., «Heterogeneous Homebuyers, Mortgage Choice and the Use of Mortgage Brokers», *Working Paper Series*, Department of Economics, Finance and Accounting, National University of Ireland, 2005
- European Mortgage Federation, *Study on Interest Rate Variability in Europe*, luglio 2006
- Phillips R.A., VanderHoff J., «Adjustable versus Fixed-rate Mortgage Choice: The Role of Initial Rate Discounts», *The Journal of Real Estate Research*, 6, maggio 1991, pp. 39-52
- Tucker M., «Adjustable Rate and Fixed Rate Mortgage Choice: A Logit Analysis», *The Journal of Real Estate Research*, 4, ottobre 1989, pp. 81-90
- Woodward E., «Consumer Confusion in the Mortgage Market», Sand Hill Econometrics, Working Paper, luglio 2003

# Nota metodologica

a cura della Doxa

## Premessa

L'indagine 2009 ancora una volta ha avuto, quale obiettivo principale, l'approfondimento e la comprensione delle principali motivazioni che sono alla base delle scelte dei risparmiatori italiani. Nell'edizione 2009 dell'indagine si è quindi cercato di descrivere le decisioni e le scelte in ambito finanziario delle famiglie italiane che hanno almeno un rapporto di conto corrente con una banca.

Attraverso un questionario strutturato in aree tematiche, sono stati raccolti dati sui comportamenti in merito ai risparmi e agli investimenti in generale e, con maggiori dettagli, informazioni sulla crisi finanziaria (in particolare sulle scelte nella destinazione del TFR), sull'informazione finanziaria da parte dei risparmiatori quale supporto alle decisioni di investimento, sull'investimento nelle azioni e sulla casa.

Una sezione di approfondimento è stata dedicata al rapporto tra i risparmiatori e le banche con una particolare attenzione alle opinioni sui cambiamenti nel modo di operare delle banche negli ultimi due anni. Infine è stato fatto un focus sui mutui in essere e sulle caratteristiche del mutuo.

Una sezione è stata dedicata, come di consueto, alla raccolta di dati socio-demografici sugli intervistati e sulle famiglie degli intervistati.

## Il questionario e le interviste

Le interviste sono state condotte utilizzando un questionario articolato in otto aree tematiche composto da oltre 60 domande. Le interviste sono state realizzate con personal computer per CAPI (*Computer Aided Personal Interviews*).

Tutte le domande del questionario erano strutturate, ovvero prevedevano risposte precodificate. Nella redazione del questionario si è cercato di adottare un linguaggio rigoroso, ma anche comprensibile a persone non esperte, affinché risultasse minima la possibilità di incomprensione da parte degli intervistati, soprattutto per le domande di natura tecnica riguardanti alcuni aspetti del patrimonio e degli investimenti.

Per le domande più complesse o per le domande per cui erano previste molteplici possibilità di risposta, sono state predisposti «cartellini» da mostrare agli inter-

vistati. Agli intervistatori è stato consegnato anche un glossario, contenente le definizioni più complesse e di difficile comprensione da parte degli intervistati.

Per consentire analisi longitudinali e continuare a monitorare alcuni fenomeni, sono state conservate le domande fondamentali, già collaudate nelle edizioni precedenti della ricerca.

Nel questionario dell'edizione 2009 dell'indagine sono state inserite 28 domande nuove, prevalentemente su aspetti riguardanti la crisi finanziaria, la destinazione del TFR, i rapporti con le banche e l'accensione di mutui.

## **Metodo dell'indagine**

Le interviste sono state fatte dalla Doxa nel mese di settembre 2009. 79 intervistatori dell'Istituto hanno operato in 80 comuni (punti di campionamento), distribuiti in tutte le regioni italiane, e hanno eseguito 805 interviste dirette: il 32,4 per cento delle interviste sono state fatte nell'Italia nord-occidentale (Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria e Lombardia), il 17,1 per cento nell'Italia nord-orientale (Trentino ed Emilia Romagna), il 18,9 per cento nell'Italia centrale (Toscana, Marche, Umbria e Lazio) e il 31,6 per cento nell'Italia meridionale, in Sicilia e in Sardegna.

La collettività considerata nell'indagine è costituita da famiglie italiane che hanno attualmente conti correnti bancari.

Per la selezione delle famiglie è stato utilizzato un campione per «quote»: ai rilevatori Doxa sono stati dati, oltre ai comuni in cui operare, le caratteristiche delle famiglie da visitare e degli adulti da intervistare (quote per classi di età, condizione professionale e grado di istruzione del capofamiglia).

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

Nelle famiglie selezionate è stata intervistata la persona più informata e interessata in merito agli argomenti trattati nel questionario (nel 79,9 per cento dei casi il capofamiglia).

Nell'interpretazione dei risultati dell'indagine è necessario ricordare che, per il metodo di campionamento adottato (scelta ragionata delle famiglie da includere nel campione), il calcolo dell'errore statistico e della significatività delle differenze fra le risposte date nei diversi sottogruppi presenta alcuni limiti. Seppure con le limitazioni ricordate, vengono forniti, in questa nota, i limiti di confidenza di un campione casuale semplice, per valutare il grado di affidabilità dei dati rilevati, nell'ipotesi che la selezione degli intervistati, operata «per quote», non si discosti sostanzialmente dalla scelta casuale.

Se si considerano due modalità di una risposta che si autoescludono (ad esempio: gli intervistati hanno oppure non hanno risparmiato), con un campione ca-



suale semplice di 805 famiglie, l'intervallo di fiducia entro cui può oscillare la percentuale di risposte nell'universo (con il rischio di sbagliare 5 volte su 100) è dato da questa formula:

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

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

Nel nostro esempio gli intervistati che «hanno risparmiato» sono il 51 per cento del campione; nell'intera collettività considerata (universo) saranno 51 per cento  $\pm 3,45$  (quindi potranno essere da 47,55 per cento a 54,45 per cento).

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

Quando si vogliono fare confronti fra i dati di due campioni (cioè, per esempio, confrontare quelli del 2007, basati su 1.022 casi, con quelli del 2009 basati su 805 casi), il calcolo è il seguente: calcolo della significatività della differenza fra l e percentuali corrispondenti alle stesse modalità nel campione 2007 e nel campione 2009 (al livello di significatività del 5 per cento, cioè correndo il rischio che 5 volte su 100 riteniamo significativa una differenza che in realtà non è tale)\*.

$$\left| P_{07} - P_{09} \right| > 1,96 \left[ \frac{P_{07}n_{07} + P_{09}n_{09}}{n_{07} + n_{09}} \cdot \left( 100 - \frac{P_{07}n_{07} + P_{09}n_{09}}{n_{07} + n_{09}} \right) \cdot \left( \frac{1}{n_{07}} + \frac{1}{n_{09}} \right) \right]^{1/2}$$

Il membro a sinistra della disuguaglianza rappresenta il valore assoluto della differenza tra le percentuali: se è maggiore del membro di destra, che rappresenta l'errore della distribuzione campionaria, la differenza è significativa; cioè il campione 2007 e il campione 2009 sono stati estratti da due popolazioni che rappresentano la differenza tra le due percentuali.

La struttura del campione, cioè la distribuzione delle 805 famiglie, in valori assoluti e percentuali, secondo sesso, classe di età, condizione professionale e altre caratteristiche degli intervistati e dei capifamiglia, viene presentata nelle tavole seguenti.

\* = Essendo:  $P_{07}$  = percentuali risultati 2007  
 $n_{07}$  = numerosità del campione 2007  
 $P_{09}$  = percentuale risultati 2009  
 $n_{09}$  = numerosità del campione 2009

## CARATTERISTICHE DEGLI INTERVISTATI

**TAVOLA A – Sesso dell'intervistato**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
Uomini	563	69,9
Donne	242	30,1
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA B – Stato civile dell'intervistato**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
Celibe/nubile	180	22,4
Coniugato/a, convivente	532	66,1
Vedovo/a	44	5,5
Divorziato/a, separato/a	49	6,1
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA C – L'intervistato è:**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
Il capofamiglia	643	79,9
Il coniuge del capofamiglia	91	11,3
Il figlio del capofamiglia	61	7,6
Il genitore del capofamiglia	5	0,6
Altro rapporto	5	0,6
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA D – Classi di età dell'intervistato**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
18-24 anni	20	2,5
25-29 anni	59	7,3
30-34 anni	178	22,1
35-39 anni	57	7,1
40-44 anni	82	10,2
45-49 anni	89	11,1
50-54 anni	77	9,6
55-59 anni	82	10,2
60-64 anni	60	7,5
65 anni e oltre	101	12,5
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA E – Classi di età del capofamiglia**

	<i>Casi</i>	%
18-24 anni	6	0,7
25-34 anni	194	24,1
35-44 anni	138	17,1
45-54 anni	178	22,1
55-64 anni	163	20,2
65 anni e oltre	126	15,7
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA F – Grado di istruzione dell'intervistato**

	<i>Casi</i>	%
Università	139	17,3
Scuola media superiore	286	35,5
Scuola media inferiore	234	29,1
Scuola elementare	143	17,8
Nessuna scuola	3	0,4
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA G – Grado di istruzione del capofamiglia**

	<i>Casi</i>	%
Università	125	15,5
Scuola media superiore	278	34,5
Scuola media inferiore	246	30,6
Scuola elementare	150	18,6
Nessuna scuola	6	0,7
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA H – Il capofamiglia lavora attualmente? In quale settore?**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
No, non lavora	205	25,5
Sì, lavora	600	74,5
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>
<b>(se sì) In quale settore?</b>		
Agricoltura	18	3,0
Industria	117	19,5
Artigianato	70	11,7
Commercio	120	20,0
Servizi	169	28,2
Pubblica amministrazione	94	15,7
Edilizia	11	1,8
Altro settore	1	0,2
<b>Totale</b>	<b>600</b>	<b>100,0</b>

**TAVOLA I – Condizione professionale del capofamiglia**

	<i>Casi</i>	<i>%</i>
Imprenditore	29	3,6
Libero professionista	81	10,1
Dirigente, alto funzionario	32	4,0
Insegnante	16	2,0
Impiegato	184	22,9
Esercente, artigiano	98	12,2
Lav. manuale non agricolo	138	17,1
Lav. manuale agricolo	12	1,5
Agricoltore conduttore	8	1,0
Pensionato	185	23,0
Casalinga	9	1,1
Disocc. o in attesa prima occ.	9	1,1
Altro	4	0,5
<b>Totale</b>	<b>805</b>	<b>100,0</b>

## Profilo degli autori

**Giovanni Ajassa**, in BNL dal 1987, è responsabile del Servizio Studi della banca che è parte del «network» globale della ricerca economica del Gruppo BNP Paribas. È membro del Comitato scientifico di Nomisma (Bologna) e consigliere di amministrazione dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa (Milano). È autore di articoli e pubblicazioni sull'economia italiana.

**Andrea Beltratti** è professore ordinario di Economia politica presso l'Università Bocconi di Milano. Cura il *Rapporto BNL/Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* dal 2001. È autore di numerose pubblicazioni in materia economica e finanziaria.

**Mario Valletta** è professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari nell'Università del Piemonte Orientale «A. Avogadro», dove è direttore del Master universitario in Economia e gestione dell'intermediazione finanziaria. Ha curato il *XVIII Rapporto BNL /Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* (con G. Russo, 2000) e collabora a ogni edizione dal 2001. È autore di varie pubblicazioni in materia di intermediari e mercati finanziari.

**Paola Zocchi**, dottore di ricerca in Economia aziendale, è ricercatore confermato di Economia degli intermediari finanziari nell'Università del Piemonte Orientale «A. Avogadro», presso il cui Dipartimento di Studi per l'Impresa e il Territorio svolge attività di ricerca. Collabora al *Rapporto BNL/Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia* dal 2002.

**Tutte le edizioni  
del Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia,  
di BNL-Gruppo BNP Paribas e Centro Einaudi**

Edizioni pubblicate online su [www.centroeinaudi.it](http://www.centroeinaudi.it)

Rapporto 2009 sul risparmio e sui risparmiatori in Italia

**Un risparmiatore consapevole**

a cura di Andrea Beltratti

Indagine congiunturale 2008

**Crisi globale, scelte individuali. Il risparmiatore resta immobile**

di Andrea Beltratti

Edizioni pubblicate con l'editore Guerini e Associati

XXV Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2007)

**Finanza globale, risparmiatore locale**

a cura di Andrea Beltratti

XXIV Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2006)

**Un risparmiatore che sceglie**

a cura di Andrea Beltratti

XXIII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2005)

**I risparmiatori vecchi e giovani**

a cura di Andrea Beltratti

XXII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2004)

**Il risparmiatore guarda avanti**

a cura di Andrea Beltratti

XXI Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2003)

**Un risparmiatore previdente**

a cura di Andrea Beltratti

XX Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2002)

**Il risparmiatore si confessa**

a cura di Andrea Beltratti

XIX Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2001)

**Il risparmiatore cerca fiducia**

a cura di Andrea Beltratti

XVIII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (2000)

**Un risparmiatore «fai da te»**

a cura di Giuseppe Russo e Mario Valletta

XVII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (1999)

**Un risparmiatore deluso?**

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

XVI Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (1998)

**Il risparmiatore affronta l'euro**

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

XV Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia (1997)

**Il risparmiatore diventa adulto**

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

Edizioni pubblicate nei «Quaderni di Ricerca» della Banca Nazionale del Lavoro

**XIV Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1996)

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

**XIII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1995)

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

**XII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1994)

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

**XI Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1993)

a cura di Mario Deaglio e Giuseppe Russo

**X Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1992)

a cura di Mario Deaglio

**IX Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1991)

a cura di Mario Deaglio

**VIII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1990)

a cura di Mario Deaglio

**VII Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1989)

a cura di Mario Deaglio

**VI Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1988)

a cura di Mario Deaglio

**V Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1987)

a cura di Mario Deaglio

**IV Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1986)

a cura di Mario Deaglio

**III Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1985)

a cura di Enrico Colombatto

**II Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1985)

a cura di Enrico Colombatto

**I Rapporto annuale sul risparmio e sui risparmiatori in Italia** (1984)

a cura di Giorgio Rota