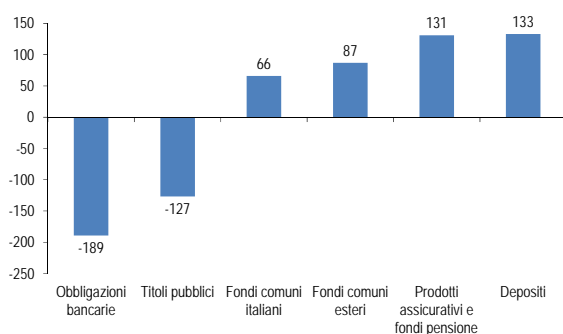


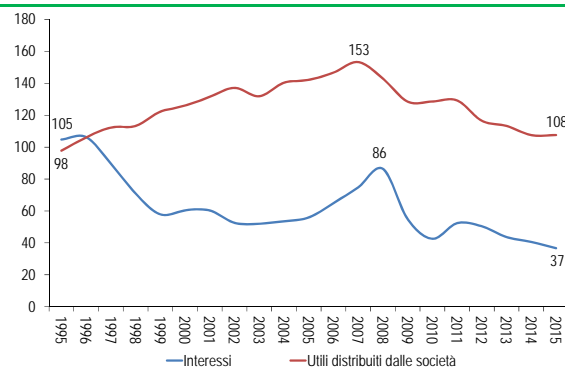
Gli investimenti degli italiani nelle attività finanziarie

(flussi; 2012-2015; miliardi di euro)



I proventi delle attività finanziarie degli italiani

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel 2015, il **valore delle attività finanziarie degli italiani** si è avvicinato a 4.000 miliardi di euro. Dal punto di minimo, sono stati recuperati più di 500 miliardi. Con la crisi, le famiglie hanno cambiato la composizione del loro portafoglio. I bassi tassi d'interesse stanno allontanando sempre più gli italiani dai titoli di stato e dalle obbligazioni bancarie, mentre rimane alto l'interesse per i depositi.

Durante gli ultimi anni, **la redditività degli investimenti finanziari delle famiglie si è ridotta**. Nella composizione del reddito complessivo, è sceso il peso degli interessi: alla metà degli anni Novanta, ogni italiano incassava in media ogni anno più di 1.800 euro; nel 2015, ne ha ricevuti circa 600. La crisi ha colpito anche gli utili distribuiti dalle società.

Il brusco crollo dei rendimenti ha penalizzato la dinamica del reddito disponibile delle famiglie, rimasto sostanzialmente invariato nel corso degli ultimi anni, poco sopra i 1.000 miliardi di euro. Al netto della variazione dei prezzi, il potere d'acquisto dei redditi degli italiani presenta un ritardo rispetto al 2007 che si avvicina al 15%.

n. 26

8 luglio 2016



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Famiglie italiane: cambia la ricchezza, soffre il reddito

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

Nel 2015, il valore delle attività finanziarie degli italiani ha proseguito la ripresa iniziata nel 2012, avvicinandosi a 4.000 miliardi di euro. Dal punto di minimo, sono stati recuperati più di 500 miliardi, grazie in particolare all'aumento delle quotazioni. Rimangono, invece, evidenti le crescenti difficoltà degli italiani nell'accantonare nuovo risparmio.

Con la crisi, le famiglie hanno cambiato la composizione del loro portafoglio finanziario, cercando di adeguarlo al nuovo contesto esterno. I bassi tassi d'interesse stanno allontanando sempre più gli italiani dai titoli di stato, arrivati a rappresentare solo il 3% del portafoglio, dal 20% della metà degli anni Novanta. Le famiglie mostrano, inoltre, un crescente disinteresse per le obbligazioni bancarie, penalizzate anche da una differente valutazione del rischio rispetto al passato: il valore dell'investimento è sceso sotto i 200 miliardi di euro, dai quasi 400 del 2009.

I bassi tassi d'interesse non penalizzano, invece, i depositi, che continuano ad attrarre l'attenzione delle famiglie, essendo l'unico strumento capace di garantire sicurezza e liquidità. Il valore complessivo dell'investimento ha superato i 1.270 miliardi, più del 30% del totale.

Durante gli ultimi anni, la redditività degli investimenti finanziari delle famiglie si è ridotta. Nella composizione del reddito complessivo, è sceso il peso degli interessi: alla metà degli anni Novanta, ogni italiano incassava in media ogni anno più di 1.800 euro; nel 2015, ne ha ricevuti circa 600. Pesa la diversa composizione del portafoglio e il calo dei rendimenti medi, scesi dal 4,5% al 2,2%. La crisi ha colpito anche gli utili distribuiti dalle società: prima della crisi, questa voce garantiva il 10% delle risorse totali delle famiglie, mentre negli ultimi anni ci si è stabilizzati al di sotto del 7%.

Il brusco crollo dei rendimenti degli investimenti finanziari ha penalizzato la dinamica del reddito disponibile delle famiglie, rimasto sostanzialmente invariato nel corso degli ultimi anni, poco sopra i 1.000 miliardi di euro. La situazione appare in tutta la sua complessità passando dai valori aggregati a quelli pro-capite. Nel 1995, ogni italiano aveva teoricamente a disposizione un reddito annuo pari a 12.428 euro. Nel 2008, eravamo saliti a 18.516. Nel 2015, ci siamo fermati a 17.667. Al netto della variazione dei prezzi, il potere d'acquisto dei redditi degli italiani presenta un ritardo rispetto al 2007 che si avvicina al 15%.

Attività finanziarie degli italiani: un patrimonio in ripresa

Nel 2015, il valore delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane ha proseguito la ripresa iniziata nel 2012, avvicinandosi a 4.000 miliardi di euro. Dal punto di minimo della crisi, toccato nel 2011, sono stati recuperati circa 500 miliardi; ne mancano solo poco più di 60 per tornare sul massimo degli ultimi venti anni, registrato nel 2006.

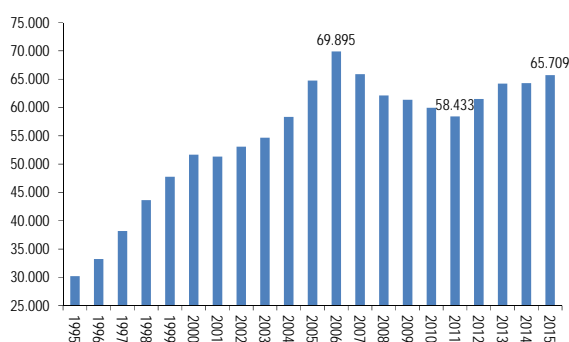
In termini pro-capite, il recupero del valore del patrimonio appare, però, meno ampio. Da quasi 70mila euro di attività finanziarie che ogni italiano aveva teoricamente a disposizione nel 2006, eravamo scesi a 58.400 nel 2011: una perdita superiore al 15%. Nel 2015, il valore delle attività finanziarie pro-capite è salito sopra i 65.700, con un ritardo di 6 punti percentuali rispetto al periodo precedente la crisi.

Il recupero del valore delle attività finanziarie delle famiglie è, però, per la quasi totalità il risultato di una ripresa delle quotazioni, nonostante le tensioni che hanno

caratterizzato i mercati a partire dalla seconda parte dello scorso anno. Nei dati sulle attività finanziarie, appaiono, infatti, evidenti le difficoltà degli italiani nell'accantonare nuovo risparmio. Tra il 1995 e il 2008, le famiglie riuscivano ad investire in attività finanziarie oltre 100 miliardi di euro ogni anno. Nella prima parte della crisi erano scese sotto 40; tra il 2012 e il 2015, le nuove risorse accantonate in media ogni anno in attività finanziarie si sono ridotte a poco più di 20 miliardi.

Le attività finanziarie degli italiani

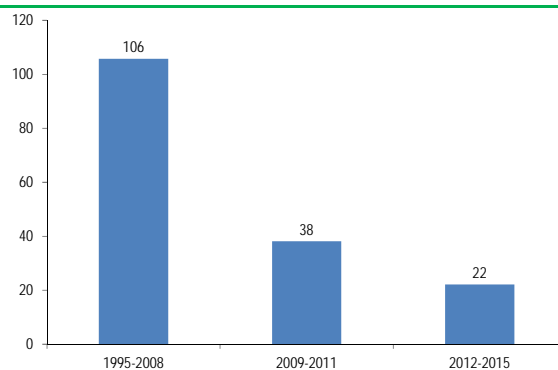
(valori pro-capite; euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Gli investimenti degli italiani nelle attività finanziarie

(flussi; media annua; euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Dopo la crisi: più depositi e fondi, meno titoli, molte azioni

La crisi, oltre ad aver colpito la capacità degli italiani di accantonare nuovo risparmio, ha modificato le finalità perseguite nell'allocazione delle risorse finanziarie tra le diverse tipologie di attività disponibili, portando a profondi cambiamenti nella composizione del portafoglio.

I bassi tassi d'interesse stanno, ad esempio, contribuendo ad allontanare sempre più le famiglie dall'investimento in titoli di stato, accelerando un processo in corso da tempo. Durante lo scorso anno, sono stati disinvestiti circa 35 miliardi di euro. Dal 2012, quasi 130 miliardi sono stati complessivamente tolti da questa forma di investimento. I titoli di stato, che alla metà degli anni Novanta assorbivano circa un quinto del totale delle attività finanziarie delle famiglie, sono arrivati a rappresentare solo il 3% del portafoglio. In valore, si è passati da 336 a 124 miliardi.

Le famiglie mostrano, inoltre, un crescente disinteresse per le obbligazioni bancarie. In questo caso, ai bassi rendimenti, si aggiunge una differente valutazione del rischio rispetto al passato. Durante lo scorso anno, sono stati disinvestiti oltre 70 miliardi di euro, lo stesso importo del 2014, portando a 190 miliardi i flussi in uscita dal 2012. All'inizio della crisi, il valore delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie si era avvicinato a 400 miliardi, assorbendo poco più del 10% del totale del portafoglio. Alla fine dello scorso anno, risultavano investiti in questa tipologia di strumento meno di 190 miliardi, con una quota scesa sotto il 5%.

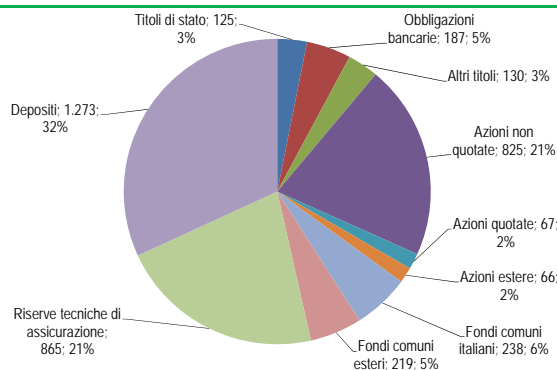
I bassi tassi d'interesse non sembrano, invece, penalizzare l'investimento nei depositi, che, invece, continuano ad attrarre l'attenzione delle famiglie, essendo l'unico strumento che, all'interno di determinati importi, garantisce sicurezza e liquidità, due caratteristiche divenute estremamente importanti in un contesto generale caratterizzato da persistente incertezza. Tra il 2012 e il 2015, oltre 130 miliardi di euro di nuove

risorse sono state accantonate nei depositi, portando il valore complessivamente investito al di sopra dei 1.270 miliardi. La quota sul totale del portafoglio finanziario si è stabilizzata oltre il 30%, quasi 8 punti percentuali in più del periodo precedente la crisi.

Una delle conseguenze dei bassi tassi d'interesse è anche quella di aver accresciuto l'esigenza di diversificare il portafoglio, indirizzando gli italiani verso gestioni professionali del risparmio, per cercare di aumentare il rendimento complessivo dell'investimento. Le famiglie si sono, quindi, orientate sempre più verso i fondi comuni, con una crescente attenzione per quelli esteri. Dal 2012, sono stati investiti oltre 150 miliardi di euro di nuove risorse nei fondi comuni, portando il valore complessivo a superare i 450 miliardi. La quota sul totale del portafoglio è passata dal 6,4% nel 2008 all'11,4%. Guardando quanto sta accadendo sui mercati, sarà, però, interessante vedere nei prossimi mesi quale sarà la reazione delle famiglie alla crescente incertezza. Tra il 2012 e il 2014, gli importi investiti nei fondi comuni erano aumentati di anno in anno, mentre nel 2015, si è assistito ad una leggera flessione, risultato anche di un disinvestimento netto che ha interessato l'ultimo trimestre dell'anno. Questo andamento potrebbe essere la conseguenza di quanto accaduto sui mercati a partire dal mese di agosto, fornendo in questo modo qualche suggerimento su quali potrebbero essere le tendenze dei prossimi mesi.

Le attività finanziarie degli italiani

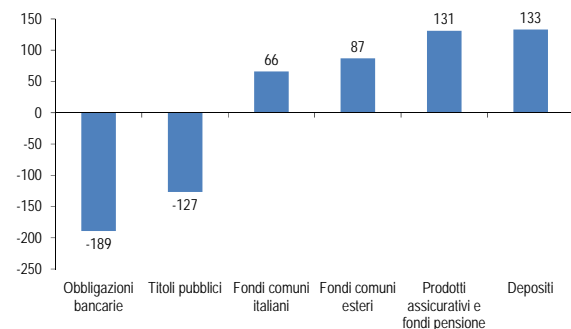
(anno: 2015; miliardi di euro e % del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Gli investimenti degli italiani nelle attività finanziarie

(flussi; 2012-2015; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Le incertezze che caratterizzano lo scenario contribuiscono anche a spiegare il crescente interesse per le riserve tecniche di assicurazione e i fondi pensione, strumenti nei quali sono stati investiti oltre 130 miliardi di euro di nuove risorse negli ultimi quattro anni. Il peso sul totale del portafoglio è salito rapidamente, avvicinandosi al 22%, oltre 6 punti percentuali in più dell'inizio della crisi e più del doppio di quanto veniva registrato alla metà degli anni Novanta.

Un discorso a parte merita l'investimento in azioni e partecipazioni, che nell'esperienza italiana è costituito per la quasi totalità da azioni e partecipazioni in società non quotate, rappresentative dell'investimento delle famiglie nelle piccole e medie imprese. Dopo essere più che raddoppiato nei dieci anni precedenti la crisi, superando nel 2006 i 1.300 miliardi di euro ed arrivando ad assorbire circa un terzo del patrimonio, il valore complessivo dell'investimento in azioni e partecipazioni è crollato di circa il 50% durante la prima parte della crisi. Negli ultimi quattro anni, è stato registrato un

sensibile recupero, passando da 664 a 957 miliardi, un miglioramento frutto soprattutto di un ripresa delle quotazioni. Poco significativo è risultato, infatti, l'afflusso di nuove risorse, che ha interessato solo le azioni e partecipazioni in società non quotate, con più di 70 miliardi investiti tra il 2012 e il 2015, mentre quelle quotate hanno sperimentato disinvestimenti netti per quasi 30 miliardi, dei quali circa la metà nel solo 2015. Da un lato le famiglie italiane manifestano, dunque, un crescente disinteresse per le azioni quotate, che oggi coprono meno del 2% del totale del portafoglio, conseguenza anche della crescente incertezza, da un altro lato mostrano, però, un costante interesse per l'investimento nelle piccole e medie imprese non quotate, che continuano ad assorbire circa un quinto del patrimonio complessivo.

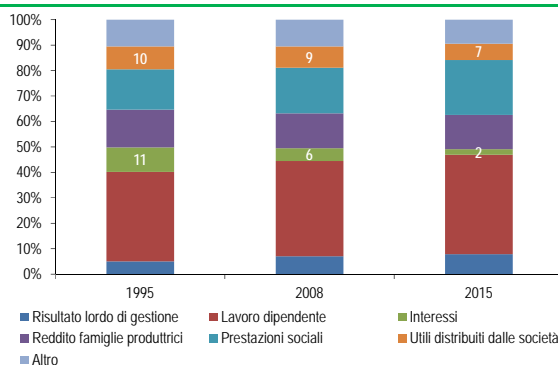
Meno interessi e utili aziendali nei redditi degli italiani

La ricchezza finanziaria ha da sempre rappresentato per le famiglie italiane una fonte importante di reddito. La crisi ha, però, fortemente penalizzato la redditività degli investimenti, sia influenzandone la composizione sia portando ad un drastico calo dei rendimenti.

Nella formazione del reddito, si è, ad esempio, ridotta l'importanza degli interessi, frutto delle attività finanziarie detenute nel portafoglio. Alla metà degli anni Novanta, le famiglie incassavano ogni anno oltre 100 miliardi di euro sotto forma di interessi. Titoli di stato, obbligazioni e depositi fornivano più del 10% del totale delle risorse. Già negli anni precedenti la crisi, il peso degli interessi si era, però, dimezzato. Nel 2015, da questa fonte di reddito sono arrivati meno di 40 miliardi di euro, coprendo solo poco più del 2% del totale delle risorse. Alla metà degli anni Novanta, ogni italiano incassava in media ogni anno più di 1.800 euro; nel 2015, ne ha ricevuti circa 600. Il minor peso degli interessi nella formazione del reddito è sia il frutto dell'allontanamento delle famiglie dagli strumenti a reddito fisso, con un calo del valore complessivo dell'investimento da 1.900 miliardi di euro nel 2008 a 1.700 miliardi nel 2015, sia la conseguenza del crollo dei tassi, con i rendimenti medi scesi dal 4,5% al 2,2%.

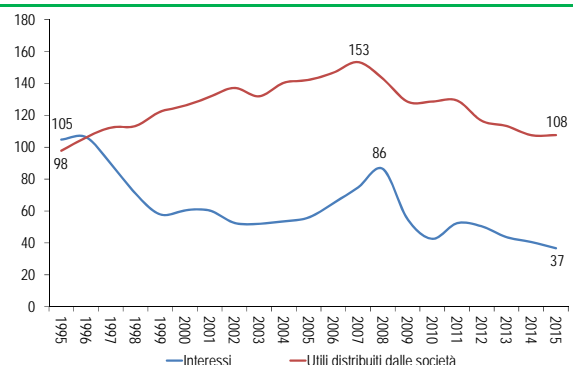
La composizione del reddito degli italiani

(% del totale risorse)



I proventi delle attività finanziarie degli italiani

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

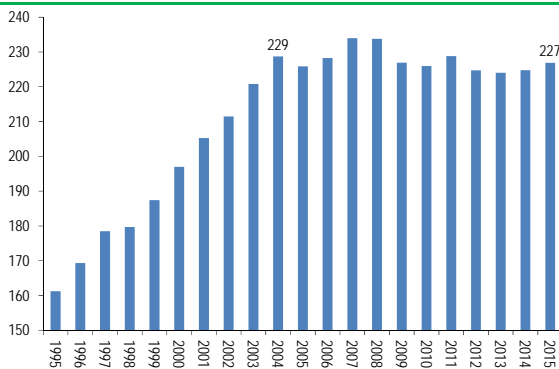
Oltre gli interessi, la crisi ha colpito severamente gli utili distribuiti dalle società, composti per la quasi totalità dai redditi trasferiti sotto varie forme dalle aziende non quotate, mentre poco rilevante risulta il ruolo dei dividendi. Nel periodo precedente la crisi, questa voce garantiva circa il 10% del totale delle risorse, mentre negli ultimi anni

ci si è stabilizzati al di sotto del 7%. In valore, si è passati da oltre 150 miliardi di euro nel 2007 a meno di 110 nel 2015. Nonostante si tratti di una flessione non lontana dal 30%, una considerazione deve essere fatta: confrontando il valore degli utili distribuiti con quello dell'investimento, le azioni e partecipazioni continuano, nonostante tutto, a garantire un rendimento elevato nel confronto con le altre tipologie di attività finanziarie.

L'effetto della crisi è evidente anche nell'andamento delle altre componenti del reddito, sebbene in misura meno intensa. I redditi da lavoro dipendente, ad esempio, hanno registrato una sostanziale stagnazione, che, dato l'andamento negativo delle altre componenti, ha, comunque, favorito un aumento del loro peso sul totale delle risorse a disposizione delle famiglie. Nel 2015, il lavoro dipendente, considerando sia le retribuzioni lorde sia i contributi a carico dei datori di lavoro, ha garantito oltre 650 miliardi di euro agli italiani, il valore più alto degli ultimi venti anni. Il peso sul totale delle risorse si è avvicinato al 42%, circa 3 punti percentuali in più di quanto registrato alla metà degli anni Novanta. Questo andamento è prevalentemente il frutto dell'aumento delle retribuzioni lorde per occupato, passate da 20.248 euro nel 2008 a 21.387 nel 2015, una crescita prossima al 6%, che non è stata, però, sufficiente a salvaguardarne il potere d'acquisto. Al netto della variazione dei prezzi, le retribuzioni registrano, infatti, un ritardo rispetto al periodo precedente la crisi pari a circa 3 punti percentuali.

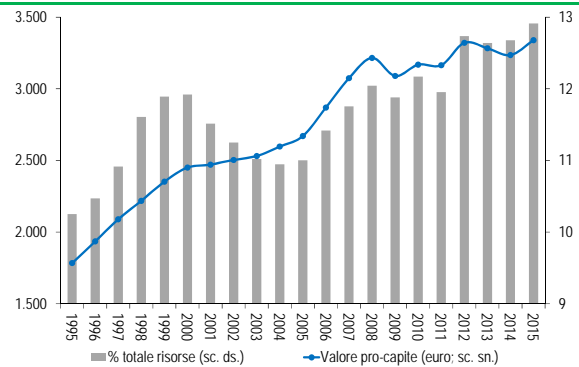
I redditi da lavoro autonomo degli italiani

(reddito trasferito dalle famiglie produttrici; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Le imposte pagate dagli italiani



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Un'altra componente che, nonostante le difficoltà del periodo, ha visto crescere il suo peso sul totale delle risorse è il risultato lordo di gestione, composto per la maggior parte dagli affitti imputati, una voce che non costituisce una vera e propria fonte di reddito, quanto piuttosto fornisce una rappresentazione del valore che ciascuno attribuisce all'abitazione di proprietà, come misura del risparmio conseguito nel non dover prendere in affitto una casa. Negli ultimi anni, il risultato lordo di gestione si è stabilizzato poco sopra 130 miliardi di euro, con una quota sul totale delle risorse superiore all'8%, circa 3 punti percentuali in più della metà degli anni Novanta.

Una lunga stagnazione continua, invece, ad interessare i redditi prodotti dal lavoro autonomo. Dall'inizio degli anni Duemila, i trasferimenti effettuati dalle famiglie produttrici, che oltre al lavoro autonomo comprendono i redditi generati da quelle

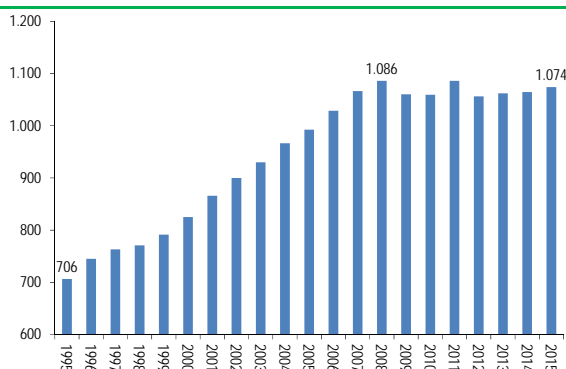
piccole attività imprenditoriali caratterizzate da una sostanziale coincidenza tra l'impresa e la persona che la gestisce, sono rimasti stabili tra i 220 e i 230 miliardi di euro, contribuendo per circa il 15% alla creazione del reddito complessivo.

Reddito delle famiglie: una lunga stagnazione

Il brusco crollo che ha interessato i rendimenti ottenuti dagli investimenti finanziari ha fortemente penalizzato la dinamica del reddito disponibile delle famiglie, rimasto sostanzialmente invariato nel corso degli ultimi anni poco sopra i 1.000 miliardi di euro. La crisi ha interrotto quel processo di sviluppo che aveva caratterizzato il periodo precedente: tra il 1995 e il 2008, il reddito era, infatti, aumentato da 706 a 1.086 miliardi, una crescita superiore al 50%. Negli ultimi tre anni, il reddito è leggermente aumentato, superando nel 2015 i 1.070 miliardi, ma rimanendo circa un punto percentuale al di sotto del livello del 2008.

Il reddito disponibile delle famiglie italiane

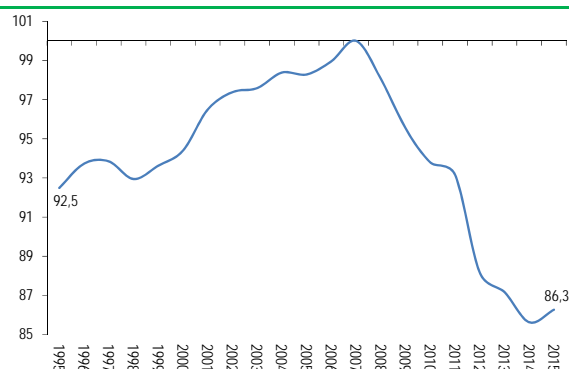
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il reddito disponibile pro-capite in termini reali degli italiani

(2007=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Passando dai valori aggregati a quelli pro-capite, la situazione appare in tutta la sua complessità. Nel 1995, ogni italiano aveva teoricamente a disposizione un reddito annuo pari a 12.428 euro. Nel 2008, eravamo saliti a 18.516. Nel 2015, ci siamo fermati a 17.667, un ritardo da colmare prossimo ai cinque punti percentuali.

Ovviamente, parlando di redditi quello che conta non è tanto il valore, quanto la quantità di beni e servizi che possono essere acquistati. Depurando l'andamento complessivo dei redditi dalla variazione dei prezzi, emerge come, nel 2015, il potere d'acquisto delle famiglie italiane, nonostante il primo risultato positivo dopo sette flessioni consecutive, registri una perdita di circa 10 punti percentuali rispetto al periodo precedente la crisi. Anche in questo caso, se dal dato aggregato passiamo a quello pro-capite, le difficoltà appaiono ancora più evidenti: nel 2015, il reddito disponibile pro-capite in termini reali è risultato quasi 7 punti percentuali più basso di quello del 1995. Nel confronto con il 2007, il ritardo si avvicina al 15%.

La deludente dinamica del reddito disponibile, oltre ad essere una conseguenza della crisi, è anche il risultato di un leggero aumento del carico fiscale. Dal 2012, gli italiani hanno pagato in media ogni anno circa 200 miliardi di euro di imposte, quasi il 13% del totale delle risorse, 3 punti percentuali in più della metà degli anni Novanta. Durante lo scorso anno, ogni italiano ha pagato in media 3.339 euro di imposte, con un aumento di quasi il 9% rispetto al 2007. Nel confronto tra il 1995 e il 2015, le risorse

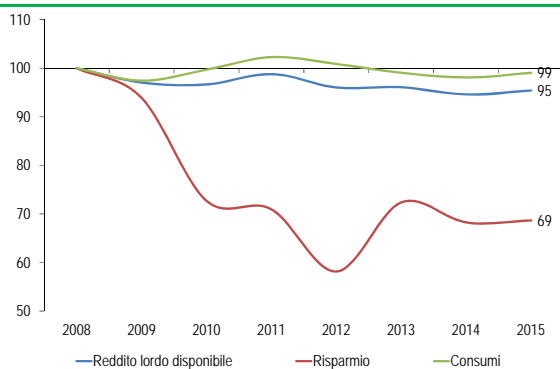
teoricamente a disposizione di ogni italiano sono cresciute di quasi il 50%, mentre le imposte pagate sono aumentate di circa il 90%.

Reddito e consumi: un nuovo equilibrio, grazie al risparmio

Un'ultima considerazione deve essere fatta. Confrontando l'andamento del reddito con quello dei consumi, emerge come, a fronte della sostanziale stagnazione del primo, la dinamica della spesa delle famiglie sia risultata più favorevole, sebbene anch'essa appaia non entusiasmante.

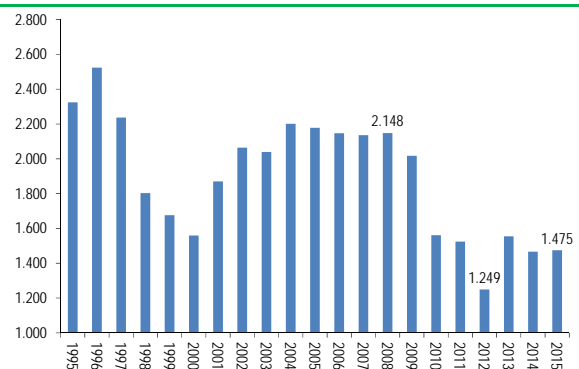
Reddito, risparmio e consumi degli italiani

(valori correnti pro-capite; 2008=100)



Il risparmio degli italiani

(valori correnti pro-capite; euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La flessione del reddito disponibile pro-capite, pari a circa il 5%, registrata tra il 2008 e il 2015, si confronta, infatti, con una sostanziale invarianza dei consumi, che hanno registrato solo deboli oscillazioni. Nel 2008, ogni italiano spendeva in media 16.440 euro per l'acquisto di beni o servizi; nel 2015, ci siamo fermati a 16.284, un calo di solo l'1%. In sette anni, ad una riduzione del reddito medio prossima a 850 euro, gli italiani hanno risposto tagliando i consumi di poco più di 150 euro. La quadratura è stata trovata attingendo al risparmio.

Nel 2008, ogni italiano riusciva in media a risparmiare ogni anno quasi 2.150 euro. Dopo aver toccato un punto di minimo nel 2012 a circa 1.250 euro, il risparmio è leggermente aumentato, fermandosi, però, sotto i 1.500 euro negli ultimi due anni. Nel confronto con il 2008, il risparmio pro-capite si è, dunque, ridotto di poco più di 670 euro, una caduta pari a circa 30 punti percentuali. Nel periodo precedente la crisi, ogni italiano riusciva a risparmiare in media circa il 12% del proprio reddito. Negli ultimi due anni, la propensione al risparmio si è stabilizzata poco sopra l'8%.

L'utilizzo del risparmio per finanziare i consumi non rappresenta, però, una tendenza nuova emersa con la crisi, ma piuttosto un fenomeno che interessa l'Italia da tempo. Tra il 1995 e il 2007, la spesa pro-capite per consumi era, infatti, cresciuta di quasi il 60%, oltre 10 punti percentuali in più dell'aumento del reddito. Contemporaneamente, la propensione al risparmio, che alla metà degli anni Novanta si era avvicinata al 20%, si era ridotta di quasi 8 punti percentuali.

Nel periodo precedente la crisi, la riduzione della propensione al risparmio, che era stata affiancata anche da un aumento del debito, si era, però, sviluppata in una situazione radicalmente differente da quella attuale. Meno risparmio e più debito

trovavano, infatti, spiegazione nell'attesa di una costante e rapida crescita dell'economia, che avrebbe favorito un aumento del reddito, con il successivo riequilibrio della situazione economica e finanziaria delle famiglie. La crisi ha, però, interrotto questo processo virtuoso. Oggi, il permanere del risparmio su livelli contenuti è il frutto della necessità di compensare la deludente dinamica del reddito, per non penalizzare troppo i consumi, cercando contemporaneamente un difficile equilibrio con la necessità di accantonare quanto più risparmio possibile, per fronteggiare la crescente incertezza.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com