

Il patrimonio degli italiani e i loro comportamenti: contesto, problematiche ed obiettivi dell'Indagine UniCredit

Daniele Fano

Network Studi UniCredit,
Responsabile Ricerca Economica
Pioneer Global Asset Management

Discussion of statistics may be dull but “looking at the figures” seems very much preferable to the frequently employed alternative to consult one’s prejudices.

Anthony B. Atkinson

Il lavoro sintetizzato in questo quaderno è il risultato di molto tempo dedicato alla raccolta e all’analisi critica dei dati. Questo aspetto, anche “noioso” nelle parole di Tony Atkinson, è stato ampiamente ripagato dai risultati della ricerca, presentati qui di seguito da Tullio Jappelli.

In via preliminare, può essere opportuno avere a mente sia il contesto sia le problematiche specifiche di questa indagine. Nelle righe che seguono cercherò di illustrarne sinteticamente i punti salienti.

1. Il contesto macroeconomico e finanziario

In termini assoluti la ricchezza finanziaria degli italiani si situa a livelli comparabili rispetto ad altri paesi, quella reale è relativamente più elevata e la ricchezza netta, visto il minor livello di indebitamento, non è lontana dalle altre nazioni industrializzate (Tavola 1). La vera differenza è data dai fondi pensione che rappresentano in altre realtà, insieme alle assicurazioni vita, una delle componenti più importanti della ricchezza finanziaria delle famiglie, come già menzionato da Giordano Lombardo.

Il sistema finanziario italiano si caratterizza, soprattutto in seguito all’evoluzione recente, come relativamente poco intermediato, scarsamente istituzionalizzato² e con

² Fondi pensione, assicurazioni vita e società di gestione del risparmio sono usualmente considerati investitori istituzionali.

un'ampia cartolarizzazione³ (Tavola 2). Ciò riflette un contesto in cui i depositi hanno ormai un peso secondario rispetto al mercato dei titoli. Ben differente quanto avviene, per un verso, in Giappone, ancora dominato da forme tradizionali di intermediazione come i depositi e le assicurazioni vita non unit-linked e, per un altro verso, nei Paesi Bassi, che hanno saputo costruire un vasto sistema previdenziale integrativo.

2. L'importanza ed i limiti delle indagini campionarie

I dati macroeconomici danno il quadro complessivo ed anche indicazioni riguardo all'evoluzione del sistema e delle opportunità che offre.

Il dato aggregato non può però considerarsi come indicativo di un "risparmiatore-tipo". Ciò a causa dell'eterogeneità nei comportamenti e della forte asimmetria nella distribuzione della ricchezza. I paesi industrializzati sono caratterizzati⁴ da poche famiglie con patrimoni molto elevati, un discreto numero di famiglie con patrimoni medi e medio-alti e molti con patrimoni bassi. Solo le indagini campionarie possono fornire, da questo punto di vista, le informazioni necessarie a permettere di studiare le determinanti dei comportamenti individuali, nonché di segmentare la popolazione in base alle caratteristiche rilevanti. Non sorprende quindi che in tutti i paesi industrializzati vengano realizzate, ad intervalli regolari, indagini campionarie sulle famiglie di questa natura. Quella della Banca d'Italia ha, com'è noto, cadenza biennale.

Le tavole 3 e 4 mettono a confronto i punti toccati dalla indagine UniCredit con quelle principali effettuate in Europa e negli USA. Naturalmente, si tratta di tavole del tutto indicative che non danno conto né del grado di approfondimento dei singoli argomenti né del fatto che alcune sezioni possono cambiare da un anno all'altro.

Colpisce la numerosità delle rilevazioni negli Stati Uniti. Ognuna di queste nasce da esigenze diverse e ha punti focali diversi, il fatto però di poter verificare su basi dati diverse determinate ipotesi conferisce una ben maggior robustezza alle analisi.

Naturalmente, questi esercizi sono costosi e hanno numerosi limiti. In particolare, le risposte alle interviste, soprattutto se dirette a rilevare informazioni relative al reddito e alla ricchezza, non hanno necessariamente il livello di attendibilità desiderato.

³ Identifichiamo con cartolarizzazione la trasferibilità degli assets nel mercato finanziario, precisamente tutti i prodotti finanziari ad esclusione dei depositi.

⁴ Cfr. Atkinson T. (1983) "*Economics of Inequality*", Oxford University Press, second edition.

Nel caso dell'indagine sui bilanci delle famiglie di Banca d'Italia, il passaggio dal campione all'universo richiede dei correttivi. Il confronto con dati di fonti diverse, comprese quelle amministrative può migliorare notevolmente la qualità di tali correzioni che insistono fondamentalmente su due fattori⁵:

- una correlazione negativa tra partecipazione alle indagini e livello di ricchezza/reddito familiare (*selection bias*)
- la presenza di errori di misura nella rilevazione degli strumenti finanziari perché gli intervistati non ricordano (*recall bias*) o non desiderano rivelare quali strumenti possedano (*non reporting*) e/o il loro ammontare (*under reporting*)

3. L'indagine UniCredit

Il perimetro della nostra indagine è più ristretto rispetto all'universo delle famiglie considerato dai conti finanziari nazionali, pari 2800 miliardi di € nel 2002⁶ (Tavola 5). Sono esclusi, com'è naturale, gli enti non-profit il cui patrimonio è valutabile intorno ai 220 miliardi di Euro. Alcune voci, seppur rilevate, sono di difficile quantificazione, come le attività delle famiglie produttrici, le azioni non quotate, il TFR non ancora utilizzato e le riserve delle assicurazioni vita. Di queste si è tenuto conto, ma ci siamo comunque focalizzati sulle componenti più liquide dei patrimoni finanziari. Alcune domande sulla consistenza delle attività reali hanno consentito di allargare il quadro a tale dimensione. Abbiamo anche escluso, per obiettive difficoltà pratiche o di rilevanza, i detentori di patrimoni superiori ai 2,5 milioni di euro e i clienti con meno di 1000 euro.

Più specificatamente, l'indagine UniCredit è basata su di un campione rappresentativo di clienti e contiene informazioni dettagliate sulla struttura demografica delle famiglie, sull'occupazione, sul reddito, sulla ricchezza finanziaria e reale. Particolari approfondimenti hanno riguardato gli atteggiamenti nei confronti del risparmio e degli investimenti, la propensione al rischio, la multibancarizzazione, la previdenza ed il bisogno di assicurazione.

⁵ Cannari L., D'Alessio G., Raimondi G., Rinaldi A.I (1990) "Le attività finanziarie delle famiglie italiane", Temi di discussione Banca d'Italia e Cannari L., D'Alessio G. (1993) "Non-reporting and Under-reporting Behaviour in the Bank of Italy Survey of Household Income and Wealth" in Bulletin of the International Statistics Institute, LV ,n.3 Pavia

⁶ Il dato include le attività finanziarie sia delle famiglie consumatrici che delle famiglie produttrici e degli enti senza scopo di lucro.

Una società con esperienza in analoghe indagini ha ricevuto il mandato di somministrare 1834 interviste dirette, supportate da *personal computer*, tra il mese di settembre 2003 e quello di gennaio 2004. Lo schema del campionamento è lo stesso seguito dalla Banca d'Italia per l'indagine sulle famiglie. La popolazione è stata stratificata secondo tre criteri: area geografica di residenza (Nord Est, Nord Ovest, Centro, Sud e isole), la dimensione dei centri urbani (sotto e sopra i 30.000 abitanti) e la ricchezza finanziaria detenuta presso il gruppo UniCredit. Rispetto al campione della Banca d'Italia, le famiglie più ricche sono state sovrappesate.

Il questionario è stato costruito con l'aiuto di esperti di rilevazioni campionarie e di accademici. Esso è composto di otto sezioni riferite rispettivamente a:

- struttura demografica del nucleo familiare;
- stato e settore di occupazione dei membri della famiglia;
- propensione al risparmio e motivazioni;
- informazione finanziaria, propensione agli investimenti ed al rischio;
- ricchezza finanziaria degli individui e della famiglia;
- patrimoni immobiliari, attività imprenditoriali e passività finanziarie della famiglia;
- redditi e relative aspettative;
- esigenze di tipo assicurativo e previdenziale.

Le domande riguardo alla ricchezza sono state definite in modo da ottenere informazioni corrispondenti a quelle del questionario della Banca d'Italia. Laura Marzorati e Mario Padula hanno curato il bollettino della ricerca.

4. Prospettive

Uno dei fili conduttori dell'indagine è l'analisi del rischio e dell'efficienza di portafoglio. E' un campo di ricerca tuttora aperto, di interesse scientifico ma anche con importanti implicazioni pratiche.

Alcune questioni riguardano le performance dei portafogli. Per esempio, *ex post*, la diversa qualità della diversificazione e la capacità o meno di catturare il premio per il rischio possono contribuire a spiegare i differenziali di ricchezza, sia a livello aggregato che a livello di singoli risparmiatori. *Ex ante*, invece, diventa significativo capire quali sono le condizioni di ottimizzazione di portafoglio .

Un aspetto strettamente collegato è dato dall'orizzonte temporale, che richiede approcci specifici. Mentre nel breve termine la rischiosità dei portafogli è valutabile in maniera relativamente diretta sulla base dei modelli standard della finanza, più a

lungo termine, per esempio nel caso di piani previdenziali, occorre tener conto di altri fattori come l'inflazione.

Lo stesso processo di scelta dell'investimento finanziario rappresenta un campo fertile di ricerca.

La finanza comportamentale ha criticato alcuni presupposti del modello del ciclo vitale e mostrato che i risparmiatori tendono a diversificare il rischio secondo regole spesso ingenu⁷. Anche il contesto in cui avviene l'offerta di servizi finanziari è caratterizzato da asimmetrie informative⁸. E' dunque importante indagare sui percorsi che portano gli investitori a scegliere determinati portafogli piuttosto che altri, sui comportamenti effettivi e sulle loro motivazioni.

Se i modelli economici, seppur nella loro diversità, mantengono una valenza prescrittiva, occorre poi anche trovare i canali per tradurre le prescrizioni in soluzioni. All'incrocio tra dibattito economico e verifica di ipotesi comportamentali rimane ancora molto da fare.

⁷ Richard H. Thaler (1994) *"Psychology and Savings policies"* The American Economic Review, Vol. 84 N.2; Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler (2001) *"Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans"*, The American Economic Review Vol. 91 N.1 March.

⁸ Joseph Stiglitz *"Retirement savings: Games that asset managers, distributors and investors play"* PGAM Research, Milan, Forthcoming.

Tavola 1. Ricchezza (reale e finanziaria) delle famiglie

2000	Francia	Italia	Germania	UK	Europa 4	US	Giappone
DATI AGGREGATI mld €							
Attività finanziarie	2.783	2.715	3.642	3.961	13.640	28,434	8,318
Immobili e terreni	2.446	2.644	3.863	2.541	11.495	10,882	5,570
Ricchezza totale	5.229	5.358	7.506	6.502	25.135	39,316	13,887
Passività	491	358	1.440	1.013	3.301	6,303	1,893
Ricchezza totale netta	5.277	5.001	6.066	5.490	21.834	33,013	11,994
IN PERCENTUALE %							
Attività finanziarie	53,2%	50,7%	48,5%	60,9%	54,3%	72,3%	59,9%
Immobili e terreni	46,8%	49,3%	51,5%	39,1%	45,7%	27,7%	40,1%
Ricchezza totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passività	8,5%	6,7%	19,2%	15,6%	13,1%	16,0%	13,6%
Ricchezza totale netta	91,5%	93,3%	80,8%	84,4%	86,9%	84,0%	86,4%
DATI PRO CAPITE €							
Attività finanziarie	47.253	47.466	44.333	67.377	53.069	103,257	65,531
Immobili e terreni	41.531	46.231	47.022	43.228	44.720	39,516	43,881
Ricchezza totale	97.944	93.697	91.355	110.605	97.789	142,773	109,412
Passività	8.337	6.259	17.522	17.227	12.844	22,888	14,914
Ricchezza totale netta	89.607	87.438	73.833	93.378	84.945	119,885	94,498

Fonte: "Household wealth in the national accounts of Europe, The United States and Japan", OCSE, OEE e PGAM Research (2001).
La conversione in euro per UK, US e Giappone tramite la parità dei poteri di acquisto.

Tavola 2. Indicatori a confronto

Anno 2003	Intermediazione⁽¹⁾	Istituzionalizzazione⁽²⁾	Cartolarizzazione⁽³⁾	Assets a lungo termine⁽⁴⁾
Italia	33%	23%	73%	11%
Spagna	52%	26%	59%	14%
Germania	61%	37%	64%	25%
Francia	55%	40%	67%	30%
Giappone	82%	29%	44%	27%
UK	62%	56%	73%	52%
Olanda	73%	63%	76%	57%
USA	33%	47%	87%	32%

Fonte: Stime PGAM Research su statistiche di contabilità nazionale delle Banche Centrali

(1) Sono considerati tra le attività intermedie: depositi, fondi pensione a prestazione definita e assicurazioni tradizionali (non unit-linked).

(2) Fondi pensione, assicurazioni vita e società di gestione del risparmio sono usualmente considerati investitori istituzionali.

(3) Identifichiamo con cartolarizzazione la trasferibilità degli assets nel mercato finanziario, precisamente tutti i prodotti finanziari escluso i depositi.

(4) Quota di attività finanziarie delle famiglie in fondi pensione e assicurazioni vita.

Tavola 3. Le indagini sul risparmio delle famiglie in Italia e nei paesi industrializzati

PAESE	Survey of Consumer Finances USA	Patrimoine FRANCIA	Income and Expenditure Survey GERMANIA	Family Resources Survey UK	CentER Saving Panel OLANDA	SHIW ITALIA	UniCredit SURVEY ITALIA
CARATTERISTICHE DEMOGRAFICHE DELLA FAMIGLIA							
Struttura demografica	√	√	√	√	√	√	√
Occupazione	√	√	√	√	√	√	√
Reddito	√	√	√	√	√	√	√
Informazioni sullo stato di salute	√	√		√	√		
RICCHEZZA FAMILIARE							
Ricchezza finanziaria familiare /individuale	√	√	√	√	√	√	√
Multibanking /relazioni con la banca	√					√	√
Abitazione principale ed altri beni immobili	√	√	√	√	√	√	√
Passività finanziarie familiari /individuali	√	√	√	√	√	√	√
Attività imprenditoriali	√	√	√	√	√	√	√
PREVIDENZA E ASPETTATIVE INDIVIDUALI							
Assicurazioni vita /salute	√	√		√	√	√	√
Pensioni pubbliche e piani di previdenza	√			√		√	√
Trasferimenti inter-generazionali	√					√	
Bisogni di previdenza							√
Aspettative individuali su reddito, prezzi, lavoro	√	√			√		√
Tasso di sostituzione atteso pensione e reddito	√					√	√
SPESE FAMILIARI							
Caratteristiche dell'abitazione	√	√	√	√	√	√	
Consumi ed altre spese familiari	√		√		√	√	
Spese mediche		√	√		√		
Sovracampionamento dei ricchi	√	√			√		√

Fonte: PGAM Research, questionari indagini, "Stockholding in Europe" Jappelli, Guiso & Haliassos (2003).

Tavola 4. Le indagini sul risparmio delle famiglie negli USA

PAESE	Consumer Expenditure Survey	Health and Retirement Study	Panel Study on Income Dynamics	Survey of Consumer Finances
	USA	USA	USA	USA
CARATTERISTICHE DEMOGRAFICHE FAMIGLIA				
Struttura demografica	√	√	√	√
Occupazione	√	√	√	√
Reddito	√	√	√	√
Informazioni sullo stato di salute			√	√
RICCHEZZA FAMILIARE				
Ricchezza finanziaria familiare /individuale		√	√	√
Multibanking /relazioni con la banca				√
Abitazione principale ed altri beni immobili	√	√	√	√
Passività finanziarie familiari /individuali			√	√
Attività imprenditoriali			√	√
PREVIDENZA E ASSICURAZIONI				
Assicurazioni vita /salute	√	√		√
Pensioni pubbliche e piani di previdenza			√	√
Trasferimenti inter-generazionali				√
Bisogni di previdenza				
ASPETTATIVE E PREFERENZE				
Aspettative individuali su reddito, prezzi, lavoro		√		√
Propensione al risparmio, all'investimento, al rischio				√
Grado di educazione finanziaria				
Tasso di sostituzione atteso tra pensione e reddito			√	√
SPESE FAMILIARI				
Caratteristiche dell'abitazione	√	√	√	√
Consumi ed altre spese familiari	√		√	√
Spese mediche	√	√		
Sovracampionamento dei ricchi				√

Fonte: PGAM Research; questionari indagini, "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts" Browning & Lusardi (1996)

Tavola 5. Livello, composizione ed evoluzione delle attività finanziarie delle famiglie italiane

Attività finanziarie delle famiglie - anno 2002	mld €	Composizione percentuale	CAGR 1995-2002
Depositi	748,68	27%	1%
Obbligazioni	627,65	22%	3%
Azioni	651,17	23%	15%
Fondi comuni	333,95	12%	26%
Assicurazioni vita unit-linked	83,87	3%	24%
Assicurazioni vita non unit-linked	144,34	5%	21%
Fondi Pensione	33,93	1%	14%
Altri (TFR, ass. danni, ecc)	167,71	6%	5%
Totale	2.791,30	100%	7%

Fonte: Stime PGAM Research su statistiche di contabilità nazionale delle Banche Centrali