

IX. APPROFONDIMENTI

IX.1 EQUITÀ SOCIALE

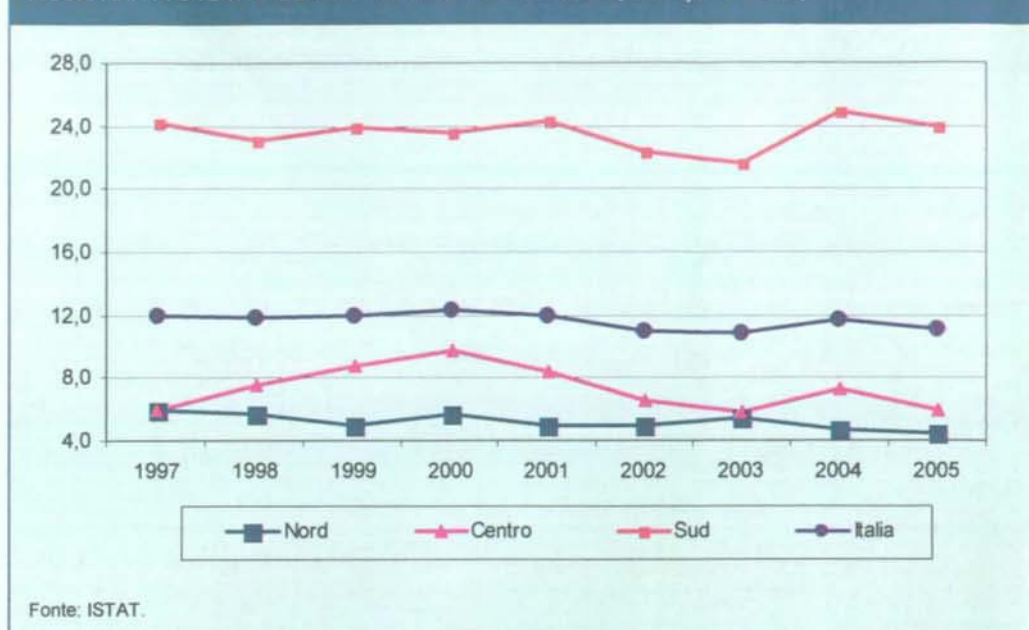
L'equità sociale continua ad essere un obiettivo prioritario della strategia politica del Governo. Le trasformazioni di carattere economico e sociale che hanno interessato il nostro Paese negli ultimi anni, si sono riflesse sulla situazione reddituale delle famiglie italiane. Gli ultimi dati disponibili sulla distribuzione dei redditi e comparabili con il resto dell'Unione Europea, mostrano come in Italia il 20 per cento più ricco della popolazione possiede 5,6 volte il reddito del 20 per cento più povero, mentre l'indice di concentrazione di Gini (che misura la disuguaglianza) è pari a 0,33; si tratta di valori più alti della media europea, tra i più alti rispetto ai vecchi Quindici paesi dell'Unione Europea e sensibilmente inferiori solo rispetto al massimo del Portogallo. Rilevanti sono anche le differenze regionali, con Sicilia e Campania che mostrano gli indici più elevati, a fronte dei valori minimi in Toscana e Friuli-Venezia Giulia.

L'equità sociale può essere misurata anche attraverso il concetto di povertà relativa, un indicatore che si focalizza sulla coda bassa della distribuzione dei redditi (o dei consumi), contando il numero di persone il cui reddito (consumo) si colloca al di sotto di una soglia convenzionale. I dati Eurostat—secondo cui è a rischio di povertà una persona con reddito disponibile inferiore al 60 per cento del reddito mediano nazionale—indicano al 19 per cento la quota di popolazione in tale condizione, un valore analogo a quella degli altri grandi Paesi mediterranei, ma sensibilmente superiore alla media europea (pari al 16 per cento) e in generale tra i più alti dell'Unione Europea.

L'ISTAT adotta una diversa metodologia, considerando povera una famiglia di due persone quando consuma meno del consumo medio pro-capite nazionale¹. I dati nazionali non sono comparabili con quelli degli altri Paesi, ma permettono un confronto temporale, essendo disponibile una serie storica di dati relativamente lunga. La povertà relativa mostra, al di là di variazioni congiunturali, una sostanziale stabilità nel tempo. I dati per il 2005 evidenziano una costanza nel numero di persone che vivono in famiglie povere (superiore al 13 per cento), seppure si registri allo stesso tempo—a causa di una variazione nella composizione dei poveri per tipologia familiare—una diminuzione della povertà relativa tra le famiglie (variazione peraltro statisticamente non significativa). La distribuzione territoriale dei livelli di povertà rimane estremamente disomogenea, con un'incidenza nel Mezzogiorno (24 per cento) quattro volte più elevata rispetto al Centro e oltre cinque rispetto alle regioni settentrionali. A livello regionale, si passa da valori superiori al 30 per cento in Sicilia a meno del 3 per cento in Emilia Romagna.

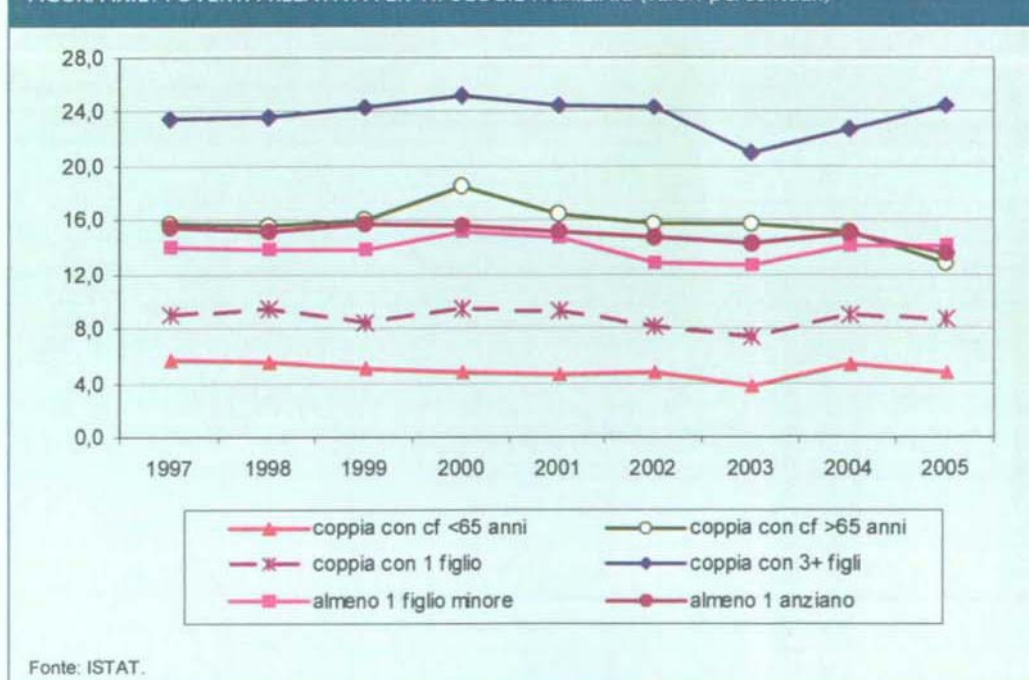
¹ In altri termini, la soglia di povertà è calcolata dall'ISTAT rispetto ai consumi (invece che i redditi), utilizzando come riferimento la media pro-capite (invece che la mediana equivalente) e una diversa scala di equivalenza, la scala 'Carbonaro' (invece che la scala 'OCSE modificata'. L'ISTAT, inoltre, diffonde il dato quasi esclusivamente in termini di famiglie povere (invece che di individui che vivono in famiglie povere).

FIGURA IX.1: POVERTÀ RELATIVA PER AREA GEOGRAFICA (valori percentuali)



Quanto alle tipologie familiari, le famiglie numerose sono quelle a maggior rischio di povertà, con tassi di incidenza di poco inferiori al 25 per cento e in crescita. Le coppie con almeno un anziano mostrano incidenze elevate anche se in calo, mentre per le famiglie con almeno un figlio si registra un aumento.

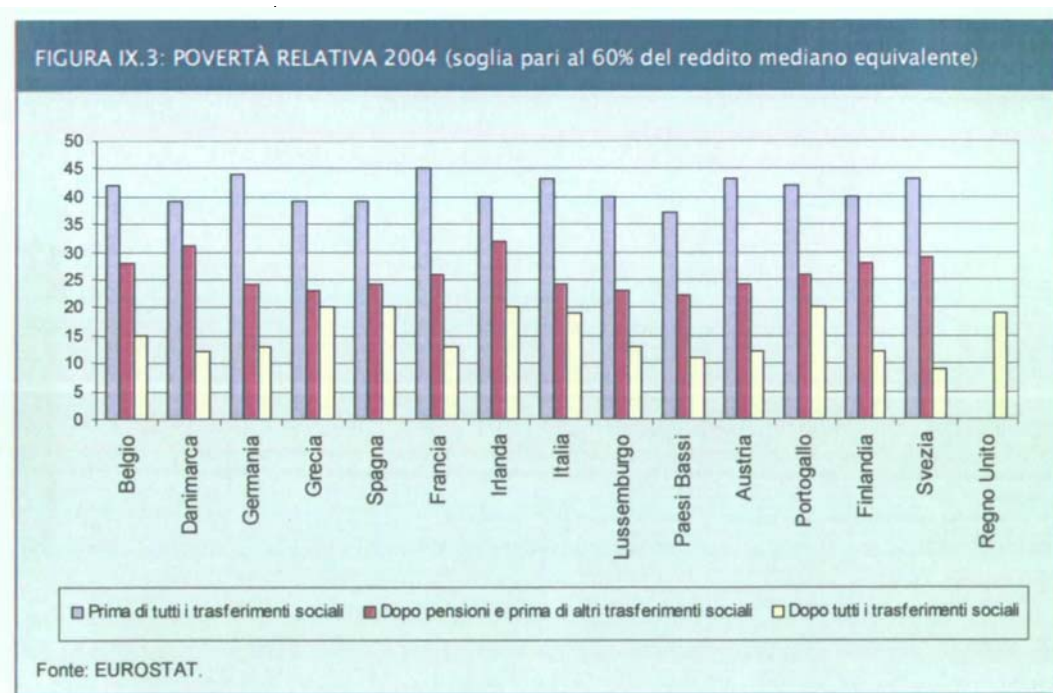
FIGURA IX.2: POVERTÀ RELATIVA PER TIPOLOGIE FAMILIARI (valori percentuali)



Simili indicazioni si desumono dall'analisi per età del capofamiglia, con una diminuzione delle famiglie relativamente povere con capofamiglia anziano (che pure resta la più alta) e, parallelamente, un aumento di quelle giovani con capofamiglia sotto i 35 anni.

Sulla capacità redistributiva del nostro sistema di protezione sociale pesa l'assenza di una misura nazionale di contrasto alla povertà, perlomeno nelle sue forme estreme. A questo proposito sono utili i dati Eurostat che in base alla propria metodologia riportano i tassi di povertà relativa prima e dopo i trasferimenti alle famiglie. Mentre la riduzione della povertà assicurata dalle pensioni è in Italia di poco superiore a quella media europea (19 punti di riduzione dell'incidenza di povertà, due punti in più della media comunitaria), l'effetto degli altri trasferimenti sociali è molto contenuto (cinque punti di riduzione dell'incidenza invece che dieci nella media comunitaria), analogo a quello di altri paesi dell'Europa meridionale.

Le misure di povertà relativa non segnalano tuttavia le situazioni di disagio economico più gravi, che invece vengono colte da un indicatore di povertà assoluta, attualmente non disponibile per il nostro paese².



Un diverso approccio è quello della cosiddetta 'povertà soggettiva', che misura l'opinione delle famiglie circa l'adeguatezza del proprio reddito per condurre una vita dignitosa, elaborato dall'ISAE. Nell'ultimo anno, la povertà soggettiva si è sostanzialmente stabilizzata rispetto all'anno precedente, dopo aver mostrato incrementi molto marcati tra il giugno 2003 ed il giugno 2005. Le famiglie hanno percepito un forte

² L'incidenza della povertà assoluta è stata indicata dall'ISTAT, per gli anni 1997-2002, in circa il 4,5 per cento delle famiglie. L'ISTAT ha costituito una specifica Commissione allo scopo di rivedere la metodologia perché la vecchia soglia di povertà assoluta era diventata obsoleta.

aumento del costo della vita, probabilmente in seguito all'introduzione dell'euro. Successivamente, questo effetto è venuto gradualmente meno.



Un aspetto importante nella valutazione dell'equità riguarda l'uguaglianza di opportunità: la famiglia di origine, infatti, condiziona fortemente le opportunità delle persone e per misurare questo fenomeno viene studiata la mobilità sociale. Questa forma di uguaglianza viene di solito misurata attraverso indici di mobilità intergenerazionale, assoluti e relativi.

Gli ultimi dati ISTAT sulla mobilità intergenerazionale indicano che nel 2003, la percentuale di individui che hanno cambiato classe sociale rispetto ai padri (tasso di mobilità assoluta) è pari al 63,6 per cento, ed è maggiore per le donne rispetto agli uomini³. Nello stesso anno i dati sulla mobilità relativa⁴ mostrano la scarsa fluidità sociale intergenerazionale, ovvero la limitatezza delle opportunità di mobilità da una classe all'altra.

I cambiamenti nel tempo non sono molto rapidi. Nel caso della mobilità assoluta dipendono dalle modifiche strutturali che si verificano nel mercato del lavoro: l'abbandono delle campagne e l'ampliamento del settore terziario hanno ampliato le possibilità di ascesa sociale. La mobilità relativa a sua volta è legata a fattori di rigidità della struttura sociale. L'istruzione rappresenta un importante elemento di promozione, ma le opportunità di ottenere determinati titoli di studio sono fortemente influenzate dalle origini familiari. Ad esempio il 71 per cento dei figli di laureati ottiene un titolo di studio liceale, contro il 14 per cento di coloro il cui padre ha la sola licenza elementare. Inoltre, si

³ ISTAT, 'Rapporto Annuale 2005'.

⁴ La mobilità relativa confronta le opportunità di pervenire ad una certa destinazione, piuttosto che un'altra, sperimentate dai soggetti provenienti da classi diverse.

iscrive all'università più del 90 per cento dei figli dei laureati, ma solo il 42 per cento di quelli dei soggetti con sola licenza elementare.

Una proxy della mobilità intergenerazionale tra classi occupazionali è rappresentata dalla mobilità intergenerazionale del reddito. Per i più importanti paesi industrializzati è stata determinata l'elasticità intergenerazionale del reddito, un indicatore che misura, in media, l'entità della variazione del reddito dei figli al variare del reddito dei genitori. Maggiore è il valore dell'elasticità e minore è la mobilità intergenerazionale del reddito. In particolare, da una recente rassegna dell'OCSE⁵, l'Italia risulta avere una elasticità intergenerazionale del reddito pari a circa 0,5, tra le più elevate nei paesi OCSE e simile a quella di Stati Uniti, Gran Bretagna e Francia. Si tratta di un valore che evidenzia una forte correlazione tra reddito del figlio e reddito dei genitori. Ad un livello intermedio si collocano paesi quali Svezia, Germania e Spagna, mentre Canada, Finlandia, Norvegia, Austria e Danimarca mostrano una più forte mobilità intergenerazionale del reddito con valori dell'elasticità inferiori a 0,2.

IX.2 PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO

Con la ripresa in atto, l'Italia si lascia alle spalle un periodo, compreso tra il 2001 ed il 2005, di sostanziale stagnazione del prodotto interno lordo. Tale fase si inserisce in una prospettiva storica di graduale riduzione del tasso di crescita dell'economia italiana, anche se essa assume particolare intensità in questo periodo, specialmente per quanto riguarda la caduta del livello di produttività. Facendo riferimento ad un tradizionale esercizio di contabilità della crescita, si mettono in evidenza qui di seguito le componenti della crescita che in maggior misura hanno inciso sulla performance negativa del quinquennio. Ai fini della formulazione delle politiche economiche è importante tenere presente tali caratteristiche, monitorarne l'andamento e saperne cogliere eventuali discontinuità. Da questo punto di vista l'anno 2006 ha presentato segnali incoraggianti che - se confermati nei prossimi anni - segnerebbero una inversione di tendenza.

La crescita del PIL può essere conseguita aumentando il numero degli occupati oppure la produttività del lavoro, che è pari al rapporto tra prodotto interno lordo (Y) e numero di occupati (L). Guardando al comportamento dell'economia italiana nel recente passato si riscontra che incrementi di occupazione difficilmente si sono coniugati con aumenti di produttività. Questa affermazione è supportata dall'analisi della contabilità della crescita. Partendo dall'assunto che il prodotto interno lordo si forma in base ad una funzione di produzione Cobb-Douglas, con rendimenti di scala costanti, dove A rappresenta la produttività totale dei fattori, K è lo *stock* di capitale, H è il numero di ore

⁵ Cfr. d'Addio A. C., 'Intergenerational transmission of disadvantage: mobility or immobility across generations? A review of the evidence for OECD countries.', OECD Working Papers n. 52, 2007. Per l'Italia il valore dell'indice è tratto da Piraino P., 'Comparable estimates of intergenerational income mobility in Italy', Quaderno dell'Università di Siena, Dipartimento di Economia Politica n. 471, Gennaio 2006. I microdati in base ai quali è stato calcolato l'indice sono tratti dalle indagini della Banca d'Italia sulla ricchezza delle famiglie italiane. I dati relativi al reddito dei padri sono del 1977, quelli relativi al reddito dei figli del 2002.

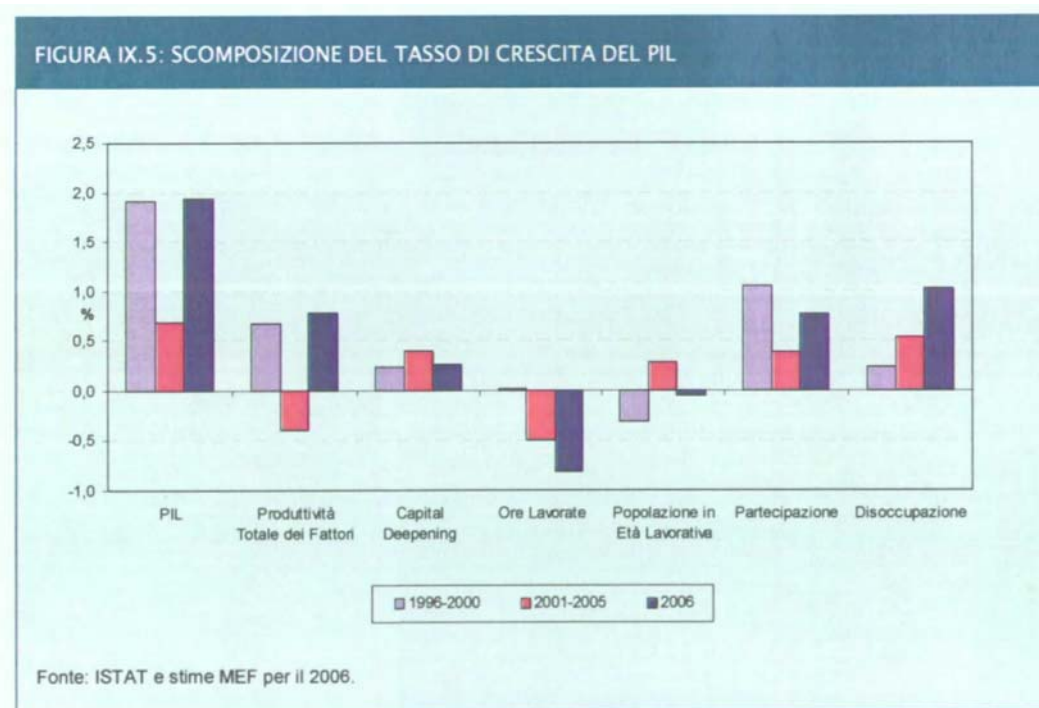
lavorate pro-capite e α è un parametro tecnologico⁶, la precedente relazione si può articolare nel modo seguente:

$$Y = \frac{Y}{L} \cdot L = A \cdot \left(\frac{K}{H \cdot L} \right)^{1-\alpha} H \cdot WP \cdot PART \cdot (1 - UR)$$

Le variabili ulteriori introdotte nella relazione sono: WP la popolazione in età lavorativa, PART il tasso di partecipazione e UR il tasso di disoccupazione.

A partire dalla precedente espressione è possibile derivare una formula che attribuisce la variazione del PIL alle diverse componenti che si trovano nella parte destra della relazione. Ad esempio, dall'espressione all'interno della prima parentesi si deriva il contributo alla crescita del *capital deepening* (ovvero dell'aumento di intensità del fattore capitale).

Il grafico seguente presenta la scomposizione del tasso di crescita del PIL, oltre che per il periodo 2001-2005, anche per i due precedenti quinquenni. Per fornire un andamento prospettico si aggiunge anche la scomposizione per l'anno 2006. L'approccio utilizzato è di tipo descrittivo e non coglie i nessi di causalità tra le variabili; anzi, nell'interpretare le evidenze occorre tenere conto che alcune componenti della crescita possono muoversi in direzioni diverse perché sussistono tra di loro - almeno nel breve periodo - dei *trade-off*.



⁶ Assumendo concorrenza perfetta il parametro α è eguale anche alla quota del fattore lavoro sul totale del prodotto interno lordo, nel caso della nostra analisi questo parametro è mantenuto costante e pari alla media storica registrata negli ultimi 15 anni. Si veda la nota successiva per un approccio diverso.

Il periodo 2001-2005 si contraddistingue per la netta caduta del tasso di crescita del PIL, da attribuire in maniera quasi esclusiva alla caduta della produttività del lavoro. In termini di contabilità della crescita quest'ultima, a sua volta, deriva dalla variazione - addirittura negativa - della produttività totale dei fattori. Quest'ultima tende a misurare un complesso di fattori quali l'avanzamento tecnologico, l'organizzazione dei fattori nel processo produttivo, la regolamentazione dei mercati ecc.. Il contributo dell'occupazione è favorevole. Resta positivo il contributo del tasso di partecipazione, anche se non appare particolarmente brillante se confrontato con il periodo 1996-2000. Inoltre, il contributo fornito dalla riduzione del tasso di disoccupazione è in netto miglioramento, invertendo la tendenza dei primi anni '90. L'apporto fornito dalla popolazione in età lavorativa torna ad essere leggermente positivo; una ulteriore scomposizione evidenzerebbe che ciò è dovuto all'intensificarsi del flusso migratorio verso l'Italia. Risulta infine decisamente negativo, e in peggioramento, l'apporto relativo al numero di ore lavorate.

La lettura congiunta di tali evidenze può fornire alcune chiavi interpretative. Innanzitutto, la caduta sia della produttività totale dei fattori che del numero di ore lavorate è in parte il riflesso dell'evoluzione favorevole del mercato del lavoro. E' noto che l'intenso utilizzo di forme contrattuali quali il tempo parziale e, in minor misura, il lavoro interinale ha portato ad una riduzione del numero di ore lavorate pro-capite. La maggiore flessibilità ottenuta sul mercato del lavoro grazie alle nuove forme contrattuali ha consentito l'assunzione di un numero rilevante di persone, favorendo la netta caduta del tasso di disoccupazione. Al contempo però l'inserimento nelle imprese dei nuovi lavoratori è avvenuto spesso in posizioni che richiedevano profili professionali non elevati. Inoltre, la produttività del 'lavoratore marginale' tende in genere ad essere più bassa di quella del 'lavoratore medio'. Ciò contribuirebbe anche a spiegare la caduta della produttività totale dei fattori.

Restano aperti alcuni interrogativi che possono essere almeno in parte chiariti facendo riferimento ad alcuni recenti contributi. Innanzitutto, ci si può chiedere se il regresso in termini di produttività totale dei fattori sia da attribuire in parte rilevante a dinamiche settoriali sfavorevoli. Analisi svolte con un maggior dettaglio settoriale⁷ (a livello di macrosettori) mostrano innanzitutto che la caduta di produttività, salvo pochissime eccezioni, ha interessato l'economia italiana nel suo complesso. Inoltre, fenomeni di ricomposizione settoriale dell'occupazione da settori a maggiore produttività a settori a minore produttività, tipicamente il travaso di occupazione dall'industria al terziario, hanno avuto un'incidenza molto limitata.

Il contributo alla crescita proveniente dal capitale è rimasto sostanzialmente stabile nel periodo 2001-2005 rispetto al quinquennio precedente, anche se in netta decelerazione rispetto ai primi anni '90. La maggiore convenienza all'utilizzo del fattore lavoro ha portato soltanto ad una attenuazione del processo di accumulazione anche se l'intensità relativa del capitale rispetto al lavoro ha continuato ad aumentare. Il fatto che il flusso di investimenti non si sia interrotto nonostante la stagnazione economica e l'aumentata convenienza del fattore lavoro è spiegabile con una maggiore redditività del capitale, in

⁷ Si veda ad esempio Daveri, Jona-Lasinio (2005) 'Italy's decline: getting the facts right' *Il Giornale degli Economisti e Annali di Economia*.

prevalenza nel settore dei servizi⁸. D'altronde, il contributo positivo sia dell'occupazione che del *capital deepening* si è accompagnato ad una brusca caduta della produttività totale dei fattori. Altri paesi (anche europei) sono riusciti a conciliare aumenti occupazionali e aumenti di produttività. Al riguardo, autorevoli analisi hanno mostrato come il problema italiano sia dovuto alle carenze strutturali da cui è da tempo afflitta l'economia italiana⁹.

Va detto che questo giudizio andrebbe in parte attenuato. La diminuita crescita della produttività può essere parzialmente considerata un 'effetto collaterale' delle riforme sul mercato del lavoro. Inoltre, anche una sanatoria dell'occupazione non regolare, come ad esempio quella che ha interessato gli immigrati con la Legge 189 del 2002 (cosiddetta Bossi-Fini) può aver fatto emergere occupazione che in precedenza non era stata stimata, contribuendo, nell'ipotesi che l'ISTAT riesca a misurare il 'sommerso economico' in maniera adeguata, a deprimere la crescita della produttività. Si rileva, infatti, una significativa correlazione tra l'aumento dell'occupazione e la decelerazione della produttività a partire dal 1997.

Una nota finale riguarda i dati del 2006. Sarebbe naturalmente improprio trarre delle conclusioni dagli andamenti relativi ad un solo anno chiusosi in maniera favorevole. La scomposizione effettuata e riprodotta nel grafico ha soltanto un valore segnaletico per quelle che potrebbero divenire le tendenze future. Nel 2006 si è interrotto il processo di caduta della produttività totale dei fattori, per la quale nei prossimi anni dovrebbe riscontrarsi una graduale ripresa con tassi di crescita positivi. A questo risultato si accompagnerebbe un cambiamento del quadro rappresentato per il quinquennio 2001-2005. A partire dal 2007, si arresterebbe innanzitutto la caduta delle ore lavorate essendo prevedibile, anche in relazione alle politiche del governo, che gli incrementi di occupazione 'atipica' non saranno di entità pari a quelli registrati negli ultimi anni. Inoltre, l'effetto dovuto alla regolarizzazione dei lavoratori immigrati verrebbe meno. Nell'insieme sarebbe leggermente meno positivo l'apporto alla crescita proveniente dalla variazione dell'occupazione. La discesa del tasso di disoccupazione dovrebbe essere meno pronunciata, mentre è ragionevole aspettarsi un incremento più rilevante del tasso di partecipazione della forza lavoro, sempre in funzione delle politiche messe in atto dal governo. Per contro, dovrebbe continuare a registrarsi un contributo ancora leggermente positivo del *capital deepening*. Il contributo alla crescita della produttività totale dei fattori è ricavato nella contabilità della crescita come un residuo rispetto agli andamenti registrati dalle altre variabili, compreso il PIL. Nella realtà esistono delle condizioni economiche che ne determinano il comportamento. Le linee d'intervento della politica economica delineate all'interno del DPEF e illustrate in maggiore dettaglio nel Piano Nazionale delle Riforme, se attuate con efficacia, dovrebbero consentire un graduale incremento della produttività totale dei fattori, ed in generale della crescita potenziale del Paese.

L'esercizio sopra illustrato si basa su dati di contabilità nazionale e, quindi, fornisce delle indicazioni con un grado soddisfacente di affidabilità. Tuttavia, un limite evidente è quello di non presentare un livello di dettaglio settoriale adeguato ad effettuare analisi di

⁸ Un lavoro di Torrini (2005) 'Quota dei profitti e redditività del capitale in Italia: un tentativo di interpretazione', *Temi di Discussione, Banca d'Italia*, documenta questa evidenza.

⁹ Si vedano ad esempio: Faini, Gagliarducci (2005) 'Competitività e declino dell'economia italiana: un'anatomia del declino', Astrid e i recenti OECD Economic Survey: Italy (2005, 2007) e OECD Going for Growth (2005) e (2006), Commissione Europea (2006), *The EU Economy, 2006 Review*.

carattere microeconomico sugli andamenti della produttività. Questo limite diventa in generale ancora più stringente nel caso in cui si voglia procedere a dei confronti internazionali, poiché le informazioni al riguardo—quand'anche disponibili—raramente sono affidabili ed omogenee.

Nel contesto del processo di Lisbona, che è volto a migliorare la performance economica dell'Unione Europea tramite riforme strutturali, diventa essenziale disporre di dati qualitativamente idonei a monitorare le grandezze rilevanti e a valutare gli esiti delle riforme. Per far fronte a queste esigenze la Commissione Europea ha sponsorizzato un progetto di costruzione di un database—chiamato EU KLEMS—a cui hanno lavorato diversi centri di ricerca. La versione del database pubblicata nel Marzo 2007 è effettivamente molto ricca in termini di disaggregazione (fino 60 settori) e copre quasi 30 paesi.

Occorre rilevare che i dati resi disponibili giungono per ora soltanto al 2004 e che sono ancora soggetti al vaglio di qualità da parte degli istituti statistici nazionali. Una versione più aggiornata (con dati fino al 2006), e soprattutto maggiormente affidabile, è attesa per il mese di dicembre del 2007. Verosimilmente il progetto sarà in futuro definitivamente validato e reso del tutto affidabile dal coinvolgimento diretto di EUROSTAT.

IX.3 RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE ITALIANE

Secondo le recenti stime sul reddito disponibile delle famiglie consumatrici rese note dall'ISTAT, nel 2006 la propensione al consumo è risalita di 1,3 punti percentuali rispetto al 2005, invertendo la tendenza decrescente registrata nell'ultimo quinquennio.

Tuttavia, le revisioni apportate nelle statistiche del reddito rendono il dato sul 2006 ancora provvisorio. Questo induce a cercare spiegazioni alla contrazione della propensione al consumo registrata nel periodo 2001-2005. Tra i fattori di medio periodo possono essere annoverati sia l'andamento del reddito che della ricchezza.

La crescita contenuta del reddito disponibile osservata nell'ultimo quinquennio si è accompagnata a una stagnazione nella crescita della produttività del lavoro, e del sistema economico nel suo insieme: in uno schema di 'reddito di ciclo di vita', ciò potrebbe avere limitato la crescita dell 'reddito permanente'.

Il valore della ricchezza finanziaria, ridimensionatosi dopo il 2000 anche in rapporto al reddito disponibile, potrebbe avere rappresentato un altro fattore di freno alla propensione al consumo per il desiderio da parte delle famiglie di ricostituire il valore reale dopo le ingenti perdite in conto capitale subite. Nonostante il forte recupero dei corsi azionari registratosi negli ultimi anni, il valore della ricchezza netta non è risalito a recuperare i livelli antecedenti il 2000 per due ragioni.

La prima ha a che fare con il forte spostamento dei portafogli delle famiglie italiane verso strumenti liquidi e a breve termine. Nel periodo 2000-2006 la ricomposizione della ricchezza finanziaria delle famiglie ha premiato gli strumenti più tradizionali¹⁰: le attività

¹⁰ Per l'Italia, bisogna ricordare, oltre alle politiche di offerta di banche ed assicurazioni, gli scandali finanziari (Cirio, Parmalat) e la vicenda dalle obbligazioni argentine che hanno contribuito ad allontanare

liquide sono cresciute di quasi 2 punti percentuali, di 2,5 punti gli investimenti in titoli e di oltre 6 punti i prodotti assicurativi. Ha ceduto di quasi 8 punti la quota di fondi comuni e di oltre 2 punti quella di azioni. Il portafoglio medio delle famiglie italiane è oggi tornato simile a quello dei primi anni novanta, seppure con un'importante differenza: risultava allora concentrato sui titoli di stato mentre oggi la situazione è più diversificata.

La peculiarità di questa riallocazione si può apprezzare dal confronto con quanto avvenuto nei principali paesi europei. Sono stati presi in esame i portafogli delle famiglie di Germania, Spagna, Francia e Italia, nel periodo dicembre 2003 e settembre 2006, per valutare le modalità di ricomposizione dei portafogli nella fase di ripresa dei mercati azionari. I risultati del confronto dimostrano che nei quattro paesi la ricomposizione ha avuto effetti molto diversi, anche se con alcune similitudini.

In Italia e Germania le famiglie hanno mostrato una generale propensione verso gli investimenti a rischio più contenuto. Il peso della componente azionaria è cresciuto in entrambi i casi di pochi punti percentuali, molto al di sotto della valorizzazione dovuta alla crescita delle quotazioni. L'Italia differisce per la maggiore riduzione del peso dei fondi comuni rispetto a tutti e quattro i paesi. In Spagna e Francia è invece più evidente il recupero della componente azionaria. In Francia, in particolare, si osserva una riallocazione dei portafogli da strumenti liquidi a strumenti di medio e lungo termine, favorita soprattutto dalla diffusione dei piani di risparmio in azioni. Le attività liquide hanno perso 3,3 punti percentuali in Francia e circa 2 in Spagna.

La diversa composizione delle attività finanziarie delle famiglie ne ha influenzato la crescita nel corso dell'ultimo triennio: in Spagna e Francia lo *stock* di ricchezza finanziaria è cresciuto a tassi compresi tra il 25 ed il 30 per cento, sostenuti dalla maggiore componente azionaria nel momento di maggiore rivalutazione del mercato, mentre in Germania e Italia è rimasta attorno al 15 per cento.

La seconda ragione della crescita contenuta della ricchezza finanziaria netta italiana è connessa alla forte espansione conosciuta dalle passività delle famiglie. La riduzione dei tassi di interesse (6 punti tra il 1997 e il 2006) e le modificazioni del mercato del credito e delle politiche di offerta che ne sono conseguite hanno portato l'indebitamento delle famiglie a crescere tra il 1985 e il 2005 ad un tasso medio annuo del 13,4 per cento, 9,3 per cento in termini reali. Complessivamente, i debiti delle famiglie erano alla fine del 2005 pari al 38,2 per cento del PIL (l'11,9 per cento alla fine del 1985). Rapportato al livello del reddito disponibile, dai livelli molto bassi degli anni ottanta, quando si attestava a meno del 20 per cento, l'indebitamento è aumentato fino a rappresentare oltre la metà del reddito disponibile nel 2005.

Negli ultimi quattro anni il fenomeno ha registrato una netta accelerazione determinata dall'aumento dei mutui a medio lungo termine contratti verso le istituzioni finanziarie e monetarie per l'acquisto di abitazioni.

Se raffrontato con gli altri paesi europei, il debito delle famiglie in percentuale del reddito disponibile in Italia risulta ancora molto contenuto: 43 per cento nel 2005 a fronte del 66 per cento e del 100 per cento rispettivamente in Francia e Germania. Specularmente, il rapporto tra attività e passività finanziarie è in Italia quasi doppio di

molte famiglie dall'investimento finanziario e/o dai titoli a maggiore rischiosità riportandole verso attività liquide e verso l'investimento immobiliare.

quello medio di Francia e Germania, e segue un *trend* di riduzione a fronte della stabilità della media di Francia e Germania.

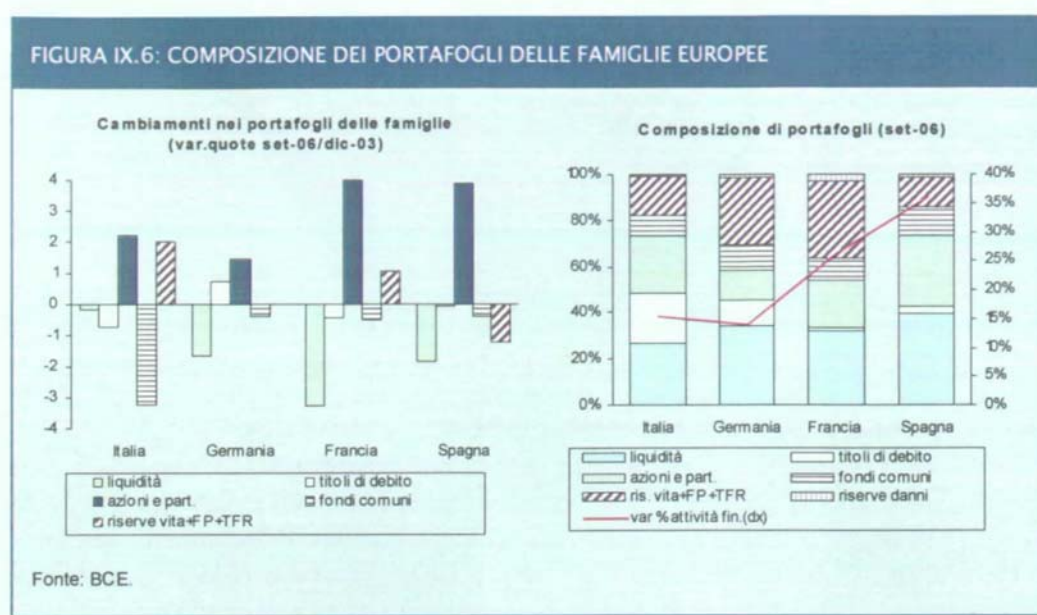
Anche nei mesi più recenti, la crescita dell'indebitamento delle famiglie è rimasta elevata, sospinta da condizioni di finanziamento ancora favorevoli e dal miglioramento della fiducia dei consumatori. Per la componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni si conferma la tendenza al rallentamento, pur con ritmi che restano sostenuti¹¹ e di intensità analoga al credito al consumo, che tuttavia rappresenta una quota largamente minoritaria nella struttura del passivo delle famiglie (12 per cento rispetto al 59 per cento dei mutui). Benché minoritaria, non si può escludere che l'espansione del credito al consumo abbia rappresentato uno stimolo alla crescita dei consumi durevoli, che hanno accresciuto la loro importanza sul totale della spesa delle famiglie.

Riduzione dei tassi di interesse, da un lato, e perdite in conto capitale sulla ricchezza detenuta in azioni, dall'altro, hanno dunque favorito l'allocazione del risparmio verso attività reali, immobili residenziali innanzitutto, con un verosimile effetto spiazzamento rispetto al consumo. Purtroppo non sono disponibili dati sulla ricchezza reale delle famiglie italiane. Pur con qualche cautela motivata dalla sua imprecisione¹², utilizzando come proxy per la ricchezza immobiliare lo *stock* di costruzioni residenziali (che contiene quindi anche il patrimonio immobiliare posseduto non dalle famiglie ma dal settore pubblico e dalle assicurazioni, ad esempio), si evince che lo *stock* di ricchezza reale sarebbe cresciuto, anche se a tassi non così elevati come l'aneddotica potrebbe indurre a pensare.

In sintesi, una stagnazione della produttività dell'economia, che contiene le attese di crescita anche del reddito futuro, riducendo il reddito di ciclo di vita, avrebbe indotto comportamenti cauti delle famiglie. Tale cautela sarebbe stata accentuata dalle incertezze sui mercati finanziari (e sulle borse in modo particolare), e riflessa nel clima di fiducia delle famiglie italiane. Questo avrebbe indotto comportamenti difensivi anche nell'allocazione del risparmio, verso strumenti liquidi (a basso rischio/rendimento) e verso il mercato immobiliare. Ciò, se ha consentito di difendere il valore reale della ricchezza finanziaria e di accrescere quello della ricchezza immobiliare, ha tuttavia precluso la possibilità di beneficiare della ripresa dei corsi azionari, da un lato (come invece è avvenuto per le famiglie francesi e spagnole), e ha limitato le possibilità di spesa per consumi dall'altro, per la necessità di onorare il rimborso dei debiti contratti.

¹¹ Con tassi tendenziali a marzo 2007 pari rispettivamente al 10,6 per cento e all'11,6 per cento.

¹² Secondo i dati della Banca d'Italia la ricchezza totale (finanziaria e reale) delle famiglie è pari a circa nove volte il reddito disponibile, mentre con i dati noti la ricchezza sarebbe pari a sole sei volte.



IX.4 EVOLUZIONE DEL MERCATO IMMOBILIARE IN ITALIA

A partire dalla fine degli anni novanta i mercati immobiliari internazionali sono stati attraversati da una fase di crescita eccezionale. Fra i maggiori paesi, soltanto Germania e Giappone non hanno evidenziato questo tipo di comportamento, essendo stati interessati da una grave crisi immobiliare nel corso degli anni novanta.

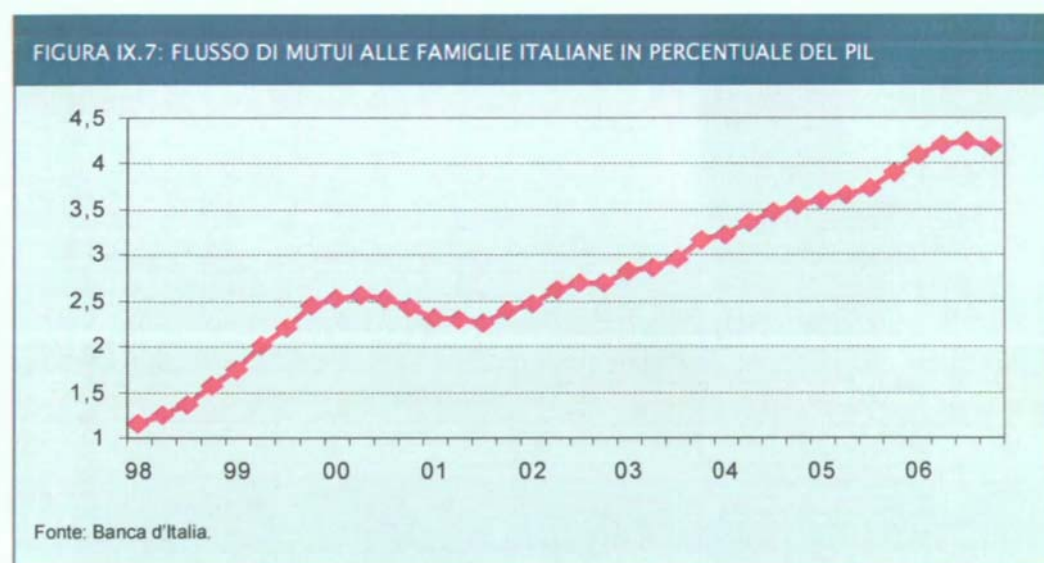
I tratti caratteristici del ciclo dell'edilizia degli ultimi anni possono essere così sintetizzati:

1. Crescita della domanda abitativa innescata dalla flessione dei tassi d'interesse;
2. Crescita degli investimenti in edilizia, sollecitati dall'aumentata redditività legata ai prezzi elevati;
3. Effetti indotti del boom dell'edilizia;
4. Effetti ricchezza in generale. L'aumentato valore delle abitazioni ha influenzato positivamente il livello dei consumi.

I tratti sopra menzionati sono in genere condivisi dalle diverse economie, sebbene con intensità diversa. L'esuberanza del settore ha generato un acceso dibattito circa l'eventualità che dietro la vivacità del mercato immobiliare si celasse una 'bolla' destinata a generare conseguenze avverse sul sistema economico una volta invertitesi le tendenze del settore. Sebbene non vi sia un consenso riguardo all'ipotesi della 'bolla', l'attenzione sulla questione è nuovamente aumentata durante l'ultimo anno a seguito della caduta degli indicatori di attività del settore negli Stati Uniti. Più di recente, segnali di inversione del ciclo del settore sono emersi anche nei paesi dell'Europa continentale. In Spagna, dove si è verificata senza dubbio la crescita maggiore del mercato immobiliare fra i paesi europei, si sono manifestati diversi segnali di assestamento che hanno provocato decise correzioni delle quotazioni in borsa delle aziende del settore.

In Italia, l'immobiliare costituisce tradizionalmente uno dei mercati più difficili da analizzare, soprattutto perché, rispetto ai paesi anglosassoni, vi sono informazioni meno dettagliate e facilmente reperibili. In particolare, sono molto lacunose le informazioni relative a due tipi di variabili: gli indicatori congiunturali quantitativi (ad esempio, le aperture di cantieri, le concessioni edilizie, i contratti di compravendita) e gli indicatori dei prezzi delle case. Queste variabili in molti paesi sono pubblicate con cadenza mensile. Altre informazioni consentono comunque di fornire un quadro delle condizioni del settore. L'ISTAT fornisce informazioni sull'attività delle imprese dell'edilizia; vi sono poi le indagini congiunturali ISAE presso le imprese del settore che rendono conto del clima di fiducia e consentono di tracciare un quadro a livello qualitativo; infine, la Banca d'Italia fornisce informazioni riguardo all'andamento dei prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto dell'abitazione. Mettendo insieme queste informazioni si può cercare di fornire una dimensione quantitativa al fenomeno del boom dell'immobiliare in Italia.

Il primo elemento è costituito dal legame fra le condizioni monetarie fortemente permissive degli ultimi anni e la propensione delle famiglie ad indebitarsi per l'acquisto dell'abitazione. Da questo punto di vista si segnala come per l'Italia l'effetto di cambiamento strutturale della disponibilità di credito alle famiglie sia stato più marcato che altrove.

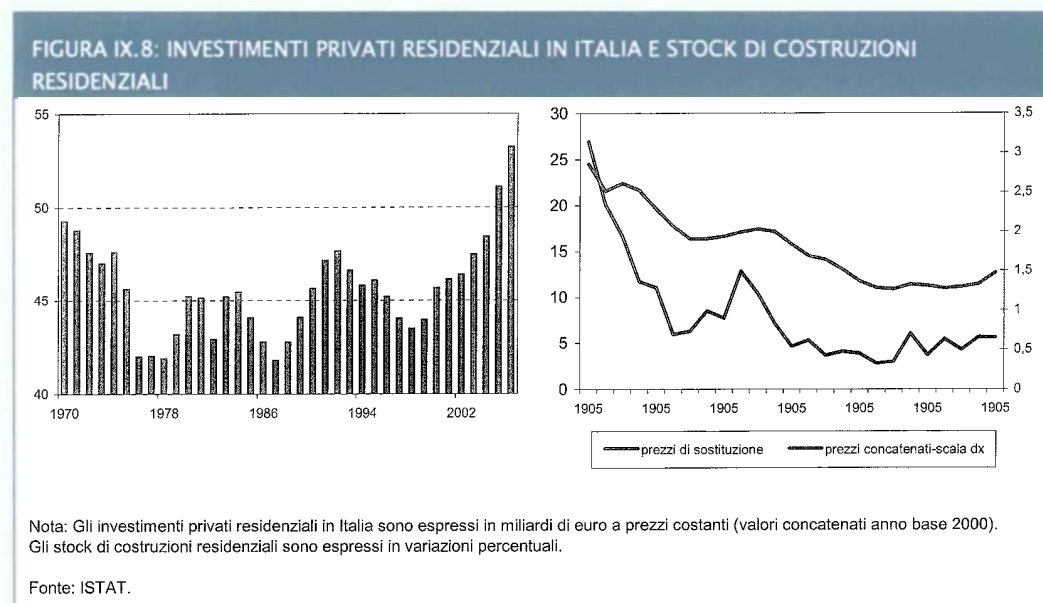


Difatti, per un lungo periodo l'Italia ha sperimentato tassi d'interesse elevati che hanno pregiudicato la crescita del mercato dei mutui¹³. Pertanto, dopo l'ingresso nell'euro, il mercato italiano dei mutui non poteva che espandersi. La fase di tassi d'interesse eccezionalmente bassi ha poi generato un costante aumento della propensione all'indebitamento. Sebbene in termini di *stock* il debito delle famiglie italiane sia tuttora su valori molto bassi, dato il punto di partenza estremamente contenuto, la dimensione dei

¹³ Sebbene in via teorica ciò che conta per chi si indebita sia il costo reale del debito, la disponibilità di credito è legata all'andamento dei tassi d'interesse nominali. A parità di tassi reali, è possibile che un maggiore tasso nominale implichi una indisponibilità di credito se questo fa sì che il consumatore vada incontro a vincoli di liquidità.

flussi erogati trimestralmente è costantemente aumentata nel corso dell'ultimo decennio. Facendo riferimento ai dati della Banca d'Italia riferiti ai finanziamenti oltre il breve termine per l'acquisto di immobili da parte delle famiglie consumatrici, nella seconda parte del 2006 il flusso si è assestato a circa 16 miliardi di euro a trimestre. Si tratta di un valore importante, oltre 4 punti di PIL, che si confronta con un valore poco superiore all'1 per cento del PIL a inizio del 1998. Il boom dei mutui casa ha rimosso anche il vincolo di liquidità, che non permetteva a molte famiglie di accedere all'acquisto dell'abitazione. Questo ha fatto sì che la quota di famiglie che vivono in una abitazione di proprietà, già elevata alla fine degli anni novanta, sia aumentata sino a superare l'80 per cento.

Il riversamento sul mercato immobiliare di un rilevante flusso aggiuntivo di risorse, quale quello innescato dal boom dei mutui, non poteva che supportare i prezzi delle case, generando un incremento della redditività per le imprese operanti nel settore. Al pari di quanto è avvenuto in altri paesi, i maggiori utili attesi hanno spinto gli investimenti del settore. Un modo per ottenere una rappresentazione dell'intensità dell'incremento dell'attività economica è costituito dalla semplice rappresentazione del livello degli investimenti residenziali a prezzi costanti. Nel grafico si scorge subito come in Italia non si sia mai costruito tanto come negli ultimi anni. Ad esempio, il ciclo della seconda metà degli anni ottanta appare ben poca cosa rispetto agli andamenti degli ultimi anni.



Tra il 2001 e il 2006 gli investimenti in costruzioni nel complesso hanno generato un contributo alla crescita del PIL di 1,7 punti percentuali. A questo vanno aggiunti poi gli effetti indotti di domanda, ad esempio quelli sui consumi dell'aumento dell'occupazione. Se si considera che nel complesso dello stesso periodo il PIL italiano ha cumulato una crescita del 7,6 per cento, si comprende come l'edilizia abbia fornito un sostegno importante durante la fase di debolezza del ciclo. Dai dati sull'occupazione si scorge poi come nella sola edilizia sia stato registrato un incremento di circa 350 mila unità di lavoro. Se si considera che l'attività del settore influenza l'occupazione in altri settori dell'industria (come l'industria della lavorazione di minerali non metalliferi e l'industria della lavorazione

del legno) o dei servizi (banche, agenzie immobiliari, studi di progettazione) si coglie come l'impatto occupazionale del boom immobiliare sia stato importante.

Se nel corso del boom dell'immobiliare le famiglie italiane hanno mutuato comportamenti per così dire 'di tipo anglosassone' in relazione alla propensione a finanziare l'acquisto della casa accendendo un mutuo, lo stesso non si può dire riguardo all'utilizzo dei mutui basati sugli incrementi di valore degli immobili per il finanziamento diretto dei consumi (*'home equity withdrawal'*), probabilmente più per fattori legati all'offerta. L'effetto del boom immobiliare sui consumi è stato quindi circoscritto al solo impatto diretto legato alla crescita del settore.

L'ascesa dei mutui avvenuta durante gli ultimi anni lascia in ogni caso alla famiglie italiane l'eredità scomoda di uno *stock* di debito più elevato. Si tratta di numeri non eccezionali, poco meno del 45 per cento del reddito disponibile (per confronto negli Stati Uniti è pari al 135 per cento), ma che vanno comunque ponderati tenendo conto del fatto che l'Italia è un paese a basso reddito privato ma ad alto debito pubblico. Non è quindi detto che la sensibilità dei bilanci familiari rispetto a variazioni dei tassi d'interesse sia molto più bassa rispetto ad altri paesi, anche se il meccanismo di trasmissione è evidentemente differente.

È naturalmente difficile stabilire se nel caso dell'Italia, così come in quello di altri paesi, si sia verificata una 'bolla immobiliare'. In ogni caso anche nel nostro paese il settore ha evidenziato una crescita sostenuta dei prezzi delle case e degli investimenti residenziali, trainata dall'espansione dei prestiti erogati alle famiglie dal sistema bancario. Pertanto, la crescita dei tassi d'interesse in corso giustifica le apprensioni circa la tenuta del settore delle costruzioni. L'effetto d'impatto sull'attività del settore può rivelarsi anche pesante. Resta comunque il fatto che l'Italia pare poco esposta ad altri due tipi di rischio. Innanzitutto, è molto più attenuato che in altri paesi il legame fra i prezzi delle case e i consumi. In secondo luogo, lo *stock* di debito delle famiglie è decisamente più basso, e questo ridimensiona i timori di insolvenze tali da condizionare in futuro i comportamenti delle banche.

IX.5 COMPOSIZIONE DI BILANCIO E FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE

Dagli inizi degli anni novanta, il peso del settore pubblico nell'economia italiana si è andato riducendo in maniera significativa sia attraverso la diminuzione di sussidi diretti o indiretti alle imprese private sia attraverso il processo di dismissione delle imprese pubbliche, finanziarie e non finanziarie. Allo stesso tempo, è stata riformata in maniera profonda la regolamentazione del settore finanziario con l'obiettivo di promuovere l'utilizzo dei mercati azionari e obbligazionari tra le imprese e gli investitori. Inoltre, l'introduzione dell'euro ha comportato sia una discesa dei tassi di interesse reali, che potrebbe aver favorito il ricorso a prestiti di lungo termine da parte delle imprese, sia un più vasto mercato di riferimento per i collocamenti obbligazionari e azionari, soprattutto per le imprese di grandi dimensioni.

E' interessante, quindi, analizzare quale sia stata l'evoluzione della composizione del passivo di bilancio e delle scelte di finanziamento esterno delle imprese italiane durante questo periodo di importanti cambiamenti. Una vasta letteratura è dedicata allo studio delle determinanti della struttura di bilancio delle imprese e come essa influenzi una serie

di variabili reali, in particolare il livello e la natura degli investimenti aziendali. Da tale letteratura non è possibile trarre delle conclusioni univoche sul mix ottimale di strumenti finanziari (debito e capitale di rischio) che dovrebbe caratterizzare le imprese di un'economia avanzata. Tuttavia, dalla composizione del passivo di bilancio si può desumere il grado di dipendenza del sistema produttivo dall'offerta di credito del settore bancario e la propensione degli imprenditori a ricorrere a finanziamenti azionari o obbligazionari che richiedono un più approfondito monitoraggio dei mercati sulla governance e la gestione societaria.

Rispetto alla metà degli anni novanta, la struttura del passivo finanziario delle imprese italiane è profondamente cambiato. Il peso delle azioni e partecipazioni è notevolmente aumentato. Si osserva, inoltre, una leggera espansione del peso dei titoli obbligazionari. La crescita del peso delle azioni quotate è anche il risultato del processo di dismissioni delle imprese pubbliche. A fronte di questi aumenti, il peso dei prestiti – soprattutto di quelli a breve termine – è diminuito in misura significativa. Di conseguenza, il rapporto debito/equity si è visibilmente ridotto. Inoltre, si è assistito ad un allungamento delle scadenze del debito come testimoniato dalla più ridotta quota di debiti a breve termine sul totale.

TAVOLA IX.1: COMPOSIZIONE DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE IN ITALIA, 1995, 2000, 2006 (stock di fine periodo, valori percentuali)

Percentuale di ciascuna passività finanziaria sul totale	1995	2000	2006
Titoli	1,4	1,1	2,4
Prestiti	40,3	29,0	31,5
Azioni e partecipazioni	35,9	54,6	50,1
di cui azioni quotate	8,9	22,9	15,2
Altre passività	22,4	15,3	16,0
TOTALE	100,0	100,0	100,0
Altri indicatori di bilancio			
Rapporto debito/equity	116,2	55,1	67,8
Rapporto debito a breve termine/debito a medio-lungo termine	137,2	131,0	79,1

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia, Conti finanziari.

Nel confronto internazionale, la struttura delle passività finanziarie delle imprese italiane appare simile a quello della media dell'area dell'euro dopo l'evoluzione degli ultimi anni. In particolare, in Germania e Italia si registra ancora una certa rilevanza dei prestiti bancari sul totale del passivo mentre in Francia il peso delle azioni e delle obbligazioni è più marcato. Al di fuori dell'area dell'euro, il Regno Unito mostra un peso preponderante per le azioni, anche se questo risulta in calo rispetto alla metà degli anni novanta. Infine, il rapporto tra debito a breve rispetto a quello a medio-lungo termine risulta in Italia più elevato che nella media dell'area dell'euro, ma in linea con quello osservato nel Regno Unito¹⁴.

¹⁴ Secondo i dati Eurostat, nel 2005 il rapporto tra debito a breve e debito a medio-lungo termine risultava poco al di sotto dell'80 per cento in Italia e nel Regno Unito, e meno del 50 per cento nell'area dell'euro. In particolare, in Germania il rapporto era pari a circa il 35 per cento mentre in Francia era leggermente più elevato della media dell'area (53 per cento).