

## Il risparmio delle famiglie non va solo “munto”

di Petya Garalova, Carlo Milani  
24 marzo 2014

Il piano di rilancio previsto dal neo costituito Governo Renzi Ã al centro del dibattito economico. Tra gli interventi principali si puÃ² citare il taglio dell'Irpef per 10 miliardi di euro e quello dell'Irap per circa 2,5 miliardi. Come forma di copertura per quest'ultimo intervento Ã previsto l'aumento dell'aliquota fiscale sulle rendite delle attivitÃ finanziarie detenute dalle famiglie, diverse dai titoli di Stato, dal 20 al 26 per cento.

Purtroppo, le attivitÃ finanziarie delle famiglie sono spesso considerate dalla politica economica soltanto come una vacca da mungere (o cash cow come si usa nel linguaggio aziendalistico), ovvero come una leva per aumentare le entrate attraverso la tassazione delle rendite oppure con prelievi una-tantum mediante una tassa patrimoniale. Sarebbe invece importante che il policy maker si occupasse anche della composizione delle attivitÃ finanziarie detenute dalle famiglie in quanto quest'ultime possono costituire un elemento chiave per una piÃ¹ duratura crescita economica.

Di questo argomento ci siamo occupati nel Rapporto Cer4/2013 nel quale abbiamo in particolare analizzato l'andamento dei flussi di risparmio delle famiglie italiane osservati negli ultimi 10 anni. Prendendo come riferimento il periodo piÃ¹ recente (2012-13), si nota come le famiglie abbiano preferito allocare il loro risparmio in attivitÃ altamente liquide, come i depositi bancari e postali, e in strumenti che permettano la diversificazione dei rischi, come i fondi comuni d'investimenti. Gli investimenti in obbligazioni, emesse sia dallo Stato Italiano sia da altri emittenti privati, hanno invece registrato un deflusso di risorse.

Le decisioni sulla riallocazione del risparmio hanno perÃ² avuto riflessi anche sulle imprese, ed in particolare sui canali di approvvigionamento delle risorse finanziarie. Considerando in primo luogo i depositi delle famiglie, si osserva che nel periodo pre-crisi vi era una correlazione nettamente positiva tra questa forma di risparmio e i prestiti concessi alle imprese in termini di flussi (grafico 1a). In altri termini, il sistema bancario utilizzava le risorse ottenute in deposito dalle famiglie per erogare finanziamenti alle imprese. Con la crisi finanziaria il circuito bancario Ã entrato in difficoltÃ e la relazione tra depositi e finanziamenti si Ã fortemente ridimensionata (grafico 1b). La scelta delle famiglie, nel periodo di maggiore incertezza, di puntare a un investimento altamente liquido, come appunto i depositi, non ha quindi giovato alle imprese: le banche, infatti, non hanno utilizzato queste risorse per concedere credito all'economia reale, ma hanno invece attuato una strategia di restrizione creditizia (credit crunch), peggiorando ulteriormente il contesto macroeconomico e inducendo cosÃ¬ maggiore incertezza nelle famiglie.

Analizzando invece la relazione tra il risparmio gestito (riserve assicurative e fondi comuni d'investimento) e i titoli obbligazionari emessi dalle societÃ non finanziarie sempre in termini di flussi, si riscontra come nel periodo post-crisi sia emersa una relazione positiva tra queste due grandezze (grafico 2b). Una possibile interpretazione di questa relazione puÃ² essere attribuita al fatto che le imprese di medio-grande dimensione, in assenza di un canale bancario funzionante, hanno cercato fonti di finanziamento alternative, come le emissioni obbligazionarie. Non incontrando quest'ultime l'interesse diretto delle famiglie, ed essendo in alcuni casi destinate esclusivamente a investitori istituzionali, le obbligazioni corporate sembrerebbero essere rientrate indirettamente, e solo parzialmente, nei portafogli delle famiglie attraverso le gestioni professionali del risparmio.

â€f Grafico 1. Relazione i depositi delle famiglie e i prestiti alle societÃ non finanziarie dati in milioni di euro

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari).

Grafico 2. Relazione tra le riserve assicurative e quote fondi comuni d'investimento (FCI) e i titoli obbligazionari emessi dalle società non finanziarie  
dati in milioni di euro

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti finanziari).

In definitiva, dall'analisi riportata emerge la presenza di un'importante relazione tra l'allocazione del risparmio delle famiglie e le diverse forme di passività delle imprese non finanziarie. Nel nostro paese, in particolare, sono presenti alcune distorsioni nell'allocazione del risparmio delle famiglie che non favoriscono l'accesso alle fonti di finanziamento da parte delle imprese. L'eccessiva preferenza delle famiglie per la liquidità, soprattutto nella forma di depositi, ha stretto le imprese italiane in una doppia tenaglia: da un lato, i maggiori depositi non si sono tradotti in maggiori finanziamenti bancari data la ritrosia del sistema bancario all'erogazione di capitali; dall'altro, non avendo le famiglie investito in attività più rischiose e a più lungo termine, ma che possono garantire un canale di finanziamento alternativo a quello bancario, hanno privato le imprese di potenziali forme di finanziamento, attraverso cui avrebbero potuto investire in misura maggiore, impiegando in tal modo più lavoratori, con vantaggio quindi anche per le stesse famiglie.

Nell'ottica della revisione della tassazione sulle rendite finanziarie, il legislatore dovrebbe quindi valutare questi aspetti, favorendo una più proficua allocazione del risparmio delle famiglie. Al riguardo dovrebbe essere guardata con interesse la proposta di Assogestioni di tassare meno chi investe sul lungo periodo, e aggravare la tassazione su chi invece specula.