

## Il rendimento del risparmio finanziario delle famiglie italiane dal 1964 al 1976 \*

1. L'elevato livello delle tensioni inflazionistiche presenti da alcuni anni nel sistema economico italiano ha reso vistosamente negativi i rendimenti reali delle attività finanziarie. Mentre da più parti si è prospettata l'opportunità della creazione di strumenti di tutela per il singolo risparmiatore, sono rimasti invece più trascurati gli sforzi volti a quantificare l'entità dei trasferimenti intersettoriali di ricchezza operati dall'inflazione: i pochi tentativi effettuati sono riferiti ad un arco di tempo limitato (Bianchi [5] e Baffi [2]).

Tradizionalmente, in Italia il concorso delle famiglie alla formazione del risparmio nazionale netto è notevole e caratterizzato da un'alta propensione all'accumulazione di attività finanziarie in rapporto al reddito disponibile: il settore Famiglie è l'unico tra i settori interni utilizzatori finali delle risorse a presentare negli ultimi anni saldi finanziari positivi e crescenti, non riscontrabili per ampiezza e dinamica in alcun altro paese europeo. La sottrazione di ricchezza subita da tale settore appare, quindi, evidente e meritevole di una attenta valutazione.

Sulla base di queste premesse, il presente lavoro si propone di fornire una stima del rendimento, monetario e reale, del risparmio finanziario delle Famiglie dal 1964 al 1976.

2. Secondo gli schemi dei conti finanziati (Ercolani e Cotula [7]), le attività lorde sull'interno delle Famiglie sono classificabili in 8 categorie principali: biglietti e monete, depositi bancari in conto corrente, depositi bancari a risparmio, buoni fruttiferi e depositi a

---

\* L'autore desidera ringraziare il dott. Bruno Bianchi, del Servizio Studi della Banca d'Italia, per le sue utili osservazioni ad una prima stesura del lavoro. Ovviamente, eventuali errori sono imputabili esclusivamente all'autore.

TAB. 1 — ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE SULL'INTERNO  
(in miliardi)

	1964	1965	1966	1967	1968
<i>Attività</i>					
Biglietti e monete . . . . .	2.641	2.849	3.118	3.458	3.886
Depositi bancari in c/c . . . . .	1.947	2.150	2.618	3.059	3.756
Depositi bancari a risparmio . . . . .	5.953	6.541	7.499	8.663	9.838
Depositi e buoni fruttiferi i.c.s . . . . .	529	564	659	819	995
Depositi postali . . . . .	2.681	2.952	3.293	3.641	3.958
Titoli a reddito fisso(1) . . . . .	4.613	4.851	5.639	6.987	8.283
Totale (a) . . . . .	18.364	19.907	22.826	26.627	30.716
Azioni . . . . .	7.021	4.837	5.911	6.572	5.815
Riserve matematiche ed altre attività . . . . .	2.245	2.545	2.886	3.310	3.786
Totale attività (b) . . . . .	27.630	27.289	31.623	36.509	40.317
$\frac{a}{b} \cdot 100$ . . . . .	66,5	72,9	72,2	72,9	76,2
<i>Passività</i>					
Debiti bancari a breve . . . . .	805	801	849	932	1.052
Debiti a medio e lungo termine . . . . .	1.316	1.518	1.720	1.972	2.298
Totale passività (c) . . . . .	2.121	2.319	2.569	2.904	3.350
Attività nette (a-c) . . . . .	16.243	17.588	20.257	23.723	27.366
Attività nette totali (b-c) . . . . .	25.509	24.970	29.054	33.605	36.967

(1) Al nominale.

risparmio presso gli istituti di credito speciale, depositi postali, titoli a reddito fisso, azioni e riserve matematiche.

Sottraendo le passività, costituite da debiti bancari a breve e da debiti a medio e lungo termine, si ottengono le attività nette. Le serie statistiche annuali relative alle consistenze del risparmio finanziario delle Famiglie e degli altri settori sono disponibili a partire dal 1964 (Cotula e Caron [4], Banca d'Italia [3]).

Soltanto le prime 6 categorie di attività sono, però, costituite da strumenti finanziari in senso stretto, con un contenuto monetario certo, suscettibili di valutazioni precise e direttamente esposti agli effetti inflazionistici [5]. L'analisi svolta si è quindi limitata a queste attività, escludendo sia le azioni sia le riserve matematiche. Le parte-

DELLE FAMIGLIE: CONSISTENZE ALL'INIZIO DELL'ANNO  
(in lire)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
	4.075	4.689	5.108	5.703	6.934	7.767	8.725	10.137	11.501
	4.693	5.976	9.976	13.205	15.980	20.285	24.872	25.979	32.106
	11.094	11.980	11.620	13.682	15.373	18.810	26.185	38.084	47.059
	1.292	1.407	1.577	2.098	2.498	2.886	3.146	3.727	3.669
	4.267	4.558	4.706	5.717	6.992	8.478	9.042	11.849	14.087
	9.596	10.588	11.196	13.309	15.520	17.374	14.557	17.294	19.349
	35.017	39.198	44.183	53.714	63.297	75.600	86.527	107.070	127.771
	5.785	7.036	5.851	4.626	5.032	6.950	3.767	2.393	2.793
	4.247	4.752	5.262	5.983	6.676	7.235	8.261	9.513	10.921
	45.049	50.986	55.296	64.323	75.005	89.785	98.555	118.976	141.485
	77,7	76,9	79,9	83,5	84,4	84,2	87,8	90,0	90,5
	1.228	1.331	1.461	1.604	2.104	2.488	2.553	2.862	3.219
	2.668	3.017	3.528	4.233	4.846	7.064	7.272	9.267	9.305
	3.896	4.348	4.989	5.837	6.950	9.552	9.825	12.129	13.124
	31.121	34.850	39.194	47.877	56.347	66.048	76.702	94.941	114.647
	41.153	46.638	50.307	58.486	68.055	80.233	88.730	106.847	128.361

cipazioni azionarie sono infatti, almeno teoricamente, titoli rappresentativi di beni reali e la loro valutazione presenta alcune difficoltà: utilizzare come riferimento le quotazioni di borsa significherebbe, almeno nel breve periodo, accettare margini di errore non sempre lievi derivanti da situazioni tipicamente congiunturali o speculative. Inoltre, se può anche essere noto il rendimento lordo in termini di utili distribuiti, c'è una carenza di dati che consentano di stimare un'altra importante componente della redditività, costituita dal saldo algebrico dei guadagni e delle perdite in conto capitale derivanti dalle operazioni di compravendita effettuate, durante il periodo considerato, dall'insieme delle famiglie nei confronti di altri settori (Istituzioni Creditizie e Imprese): tale componente, se per i titoli a reddito fisso può

considerarsi meno rilevante, nel caso delle azioni, a causa della loro maggiore volatilità, può assumere valori non trascurabili. Anche le riserve matematiche, formate da crediti verso gli istituti di assicurazione e di previdenza, sono state escluse dall'ambito della ricerca in quanto rappresentano controprestazioni reali future o non producono esplicitamente interessi.

Nella Tab. 1 è riportata la serie storica delle consistenze delle attività e passività finanziarie sull'interno delle Famiglie per il periodo esaminato: si può notare come le 6 attività considerate, che all'inizio del 1964 costituivano il 66,5% del totale lordo, dopo 13 anni rappresentassero il 90,5%. Tale incremento è da attribuirsi alla drastica perdita di incidenza della componente azionaria, passata corrispondentemente dal 25,4% ad appena il 2,0%. Viceversa, la quota di risparmio finanziario assorbita dagli intermediari finanziari è salita dal 40,2% al 68,5%, evidenziando l'aumento di quello che è stato definito il grado di « socializzazione » dell'economia (Ragazzi [9]).

3. In genere, l'ammontare di una categoria di attività finanziarie  $A_{t+1}$  all'inizio dell'anno  $t+1$  è uguale alla consistenza  $A_t$  in essere all'inizio dell'anno precedente, più i flussi netti  $F_t$  creati durante l'anno, più gli interessi maturati  $I_t$ . Se si accetta l'ipotesi che i nuovi flussi si distribuiscano uniformemente nel corso dell'anno e che il regime di capitalizzazione sia quello dell'interesse semplice, con i frutti accreditati in un'unica soluzione alla fine del periodo considerato,<sup>1</sup> si ha:

$$A_{t+1} = A_t(1 + i_t) + F_t(1 + i_t/2) = A_t + F_t + I_t \quad (3.1)$$

in cui  $i_t$  indica, ovviamente, il tasso di interesse unitario nell'anno  $t$ . Se i valori di  $A_{t+1}$  e di  $A_t$  sono noti, risolvendo nella (3.1) l'incognita costituita da  $F_t$ , ovvero da  $I_t$ , il valore di  $F_t$  risulta necessariamente determinato.

*Depositi bancari (in conto corrente e a risparmio) e presso gli istituti di credito speciale.* Per ciascun anno, i tassi di interesse goduti dal settore Famiglie sui depositi bancari sono stati posti uguali a quelli medi passivi effettivamente sopportati dal gruppo di aziende di credito censite dalla Banca d'Italia (comprendenti circa il 97% dei depositi totali). Sono stati ricavati sostituendo nella (3.1) le quan-

<sup>1</sup> Quest'ultima condizione si verifica, nel sistema creditizio italiano, per la generalità dei depositi.

tà  $A_t$ ,  $A_{t+1}$  e  $I_t$  desunte dalle situazioni patrimoniali e dai conti economici consolidati del sistema creditizio, separatamente, per i depositi in c/c e a risparmio in lire della clientela ordinaria residente.

Anche il rendimento dei depositi presso gli istituti di credito speciale è stato determinato con procedimento affatto analogo. Si è cioè operato sulla voce dei conti economici degli istituti di credito mobiliare, che accentrano la totalità del risparmio finanziario delle Famiglie, relativa agli interessi passivi sui depositi e buoni fruttiferi, e sulle corrispondenti poste delle situazioni patrimoniali.

*Depositi postali.* Dalle statistiche disponibili [1] sull'entità del risparmio postale complessivo, sul movimento dei depositi e sugli interessi maturati si è potuto ottenere con precisione il tasso di rendimento effettivo medio annuo delle attività finanziarie delle Famiglie sotto forma di libretti e buoni fruttiferi postali.

*Titoli a reddito fisso.* La stima del rendimento dei titoli a reddito fisso ha implicato la simulazione di un portafoglio tendente a riprodurre quello detenuto dalle Famiglie. È stato ipotizzato, a fini semplificativi, che:

- 1) tutti i titoli siano stati acquistati dalle Famiglie sul mercato primario, seguendo una politica di « buy-and-hold » fino alla scadenza degli stessi;
- 2) le cedole, maturate semestralmente, siano state corrisposte a metà e a fine anno;
- 3) i titoli estratti per l'ammortamento siano stati rimborsati a metà anno e che, in tale data, si siano percepiti anche i premi sorteggiati;
- 4) le somme resesi disponibili a seguito del pagamento degli interessi, delle quote di ammortamento e dei premi siano state immediatamente e totalmente impiegate nella sottoscrizione di nuovi titoli;
- 5) gli acquisti netti di nuovi titoli siano stati operati a metà anno.

Se si indica con  $T_t$  la consistenza di titoli a reddito fisso delle Famiglie all'inizio dell'anno  $t$ , valutati al prezzo di acquisto, il tasso di interesse effettivo medio annuo è determinabile in base alla relazione:

$$T_{t+1} = T_t(1 + i_t) + S_{t+1/2}(1 + 2i_t/2) = T_t(1 + i_t) + S_{t+1/2}(1 + i_t/2) \quad (3.2)$$

per cui lo stock  $T_{t+1}$  dei titoli, tutti ex-cedola, all'inizio dell'anno  $t+1$

TAB. 2 — ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE DELLE

	1964	1965	1966	1967
<i>Attività</i>				
Depositi bancari in c/c . . . . .	2,40	2,59	2,72	2,88
Depositi bancari a risparmio . . . . .	2,72	2,77	2,79	2,89
Depositi e buoni fruttiferi i.c.s. . . . .	2,41	2,48	2,65	2,42
Depositi postali . . . . .	3,72	3,70	3,68	3,66
Titoli a reddito fisso . . . . .	6,15	6,22	6,42	6,38
Totale attività (2) . . . . .	3,24	3,30	3,42	3,50
<i>Passività</i>				
Debiti bancari a breve . . . . .	8,81	8,43	8,21	8,27
Debiti a medio e lungo termine . . . . .	6,24	6,29	6,36	6,28
Totale passività . . . . .	7,14	6,99	6,95	6,89

(1) Al netto delle trattenute fiscali alla fonte.

(2) Inclusi biglietti e monete.

\* Stima su dati provvisori.

è uguale a  $T_t$ , più i frutti  $i_t T_t$  su di essi maturati durante l'anno, più il montante relativo alle sottoscrizioni di nuovi titoli  $S_{t+1/2}$ , aventi un tasso di interesse unitario immediato pari a  $i_t$ . Si noti che, secondo le ipotesi sopra esposte,  $i_t T_t$  è scomponibile nei reimpieghi lordi  $R_{t+1/2}$  effettuati a metà anno (formati dalle cedole semestrali maturate sui titoli non estratti e su quelli estratti, dai titoli ammortizzati e dai premi) ai quali vanno dedotti i titoli rimborsati  $r T_{t+1/2}$  valutati al prezzo di emissione, e nei reimpieghi  $R_{t+1}$  di fine anno (pari alla semestralità sui titoli non rimborsati e su  $R_{t+1/2}$ ):

$$i_t T_t = R_{t+1/2} - r T_{t+1/2} + R_{t+1} \quad (3.3)$$

Il portafoglio obbligazionario simulato ha rispettato il vincolo di uguaglianza con le consistenze dei titoli, al valore nominale, all'inizio di ogni anno, riportate nella Tab. 1. I titoli a reddito fisso entrati a far parte del portafoglio (circa 160) sono stati tutti quelli quotati ufficialmente, emessi per importi superiori a 20 miliardi e offerti al pubblico in un'unica soluzione (si sono escluse, quindi, le serie aperte). Il portafoglio per l'anno base 1964 è stato perciò composto da titoli con le suddette caratteristiche e in percentuali proporzionali agli importi ancora in circolazione all'inizio di quell'anno: per ogni

FAMIGLIE: TASSI DI INTERESSE MEDI ANNUI (1)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
	3,01	3,37	4,40	4,32	3,69	3,85	6,27	5,96	7,97
	2,94	2,99	3,21	3,40	3,52	3,51	5,31	6,68	7,83
	2,57	2,94	3,38	5,62	6,55	6,26	5,42	9,06	9,14
	3,64	3,63	3,87	4,09	4,47	4,49	4,35	6,28 *	7,20 *
	6,40	6,41	6,46	6,70	6,94	7,06	4,09	7,69	9,28
	3,57	3,66	3,95	4,18	4,21	4,25	4,69	6,02	7,30
	8,19	8,80	10,75	10,38	9,09	10,25	15,73	16,50	19,31
	6,23	6,23	6,26	6,33	6,39	6,51	7,01	7,22	7,96
	6,83	7,00	7,56	7,44	7,14	7,51	9,15	9,29	10,50

emissione si è considerato il piano di rimborso previsto. La percentuale di buoni del Tesoro poliennali sul totale dei titoli di Stato detenuti dalle Famiglie è stata uguale a quella riscontrata nei singoli anni per i settori Economia ed Estero. Un'ipotesi aggiuntiva secondaria ha riguardato l'entità dei premi, prefissata nello 0,2% del valore nominale dei titoli.

In due anni, 1964 e 1970, le Famiglie non hanno reimpiegato totalmente in titoli di nuova emissione i frutti del portafoglio obbligazionario. Per il 1974, anno di particolare crisi per il reddito fisso, l'ipotesi sub 1) non ha potuto essere accolta, essendosi verificata una cessione netta di titoli a favore di altri settori per circa 2.800 miliardi nominali: si è, quindi, supposto che le Famiglie abbiano venduto sul mercato ai corsi medi del secondo trimestre, mantenendo invariata la struttura complessiva del portafoglio; le perdite derivanti dalla differenza tra prezzi di sottoscrizione e prezzi di vendita sono state portate in detrazione degli interessi maturati in quell'anno.

*Debiti bancari a breve.* Il costo dei debiti bancari a breve è stato posto pari al tasso medio sui conti correnti attivi effettivamente praticato dal sistema delle aziende di credito censite dalla Banca

TAB. 3 — ATTIVITA' E PASSIVITA' DELLE  
(in miliardi)

	1964	1965	1966	1967
<i>Attività</i>				
Depositi bancari in c/c . . . . .	50,5	60,9	76,3	96,6
Depositi bancari a risparmio . . . . .	165,5	192,0	222,5	263,4
Depositi e buoni fruttiferi i.c.s. . . . .	13,0	15,0	19,3	21,7
Depositi postali . . . . .	102,9	113,4	125,3	136,6
Titoli a reddito fisso . . . . .	274,1	306,9	381,5	459,4
Totale attività . . . . .	606,0	688,2	824,9	977,7
<i>Passività</i>				
Debiti bancari a breve . . . . .	62,4	66,7	70,2	78,8
Debiti a medio e lungo termine . . . . .	88,4	101,9	117,4	134,0
Totale passività . . . . .	150,8	168,6	187,6	212,8

(1) Al netto delle trattenute fiscali alla fonte.

d'Italia nei singoli anni, con procedimento del tutto analogo a quello seguito per i conti correnti passivi.

*Debiti a medio e lungo termine.* In questa categoria di passività finanziarie delle Famiglie sono inclusi sia i debiti verso le aziende di credito, sia quelli, assai più rilevanti, verso gli istituti di credito speciale (formati, per la quasi totalità, da mutui immobiliari, agevolati e non, erogati dagli istituti di credito fondiario ed edilizio). Il tasso di interesse sui debiti a medio e lungo termine, quindi, è stato stimato uguale a quello sugli impieghi degli istituti fondiari.

4. I risultati delle elaborazioni, esposti nelle Tab. 2 e 3, potrebbero a prima vista suscitare qualche sorpresa soprattutto per il modesto livello dei tassi sulle attività finanziarie lorde, spiegato parzialmente dall'inclusione del circolante tra le stesse.

I rendimenti dei depositi bancari sono inferiori ai rendimenti indicati dalla Centrale dei rischi della Banca d'Italia [3] in quanto questi ultimi sono riferiti non alla totalità dei depositi, ma solo a quelli di importo superiore a 20 milioni di lire e, dal 1974 in poi,

FAMIGLIE: INTERESSI MATURATI (1)  
di lire)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
	125,5	177,0	343,6	489,7	529,4	684,8	1.373,5	1.471,4	2.225,6
	302,8	340,2	372,9	422,4	502,7	590,4	1.162,9	2.077,2	3.206,6
	29,0	39,1	49,6	100,5	145,8	163,4	159,2	297,7	323,1
	147,2	157,1	175,9	209,0	277,7	342,3	372,8	636,1	900,7
	539,9	609,7	661,4	767,7	934,8	1.088,4	621,6	1.146,0	1.570,5
	1.144,4	1.323,1	1.603,4	1.989,3	2.390,4	2.869,3	3.690,0	5.628,4	8.226,5
	89,7	107,9	142,4	151,6	161,1	223,8	367,6	403,7	535,3
	154,6	176,9	205,0	245,7	289,9	387,4	502,4	596,8	762,6
	244,3	287,8	347,4	397,3	451,0	611,3	870,0	1.000,5	1.297,9

sono al lordo delle ritenute fiscali. Inoltre, occorre considerare che le aziende di credito di solito posticipano (o anticipano) la data di ogni versamento (o prelievo) al fine del conteggio degli interessi, riducendo così il tasso effettivo. Anche per i depositi postali e per quelli presso gli istituti di credito speciale valgono osservazioni simili.

Per quanto riguarda i titoli a reddito fisso, si ricorda che la loro redditività è stata calcolata sui prezzi di emissione e che fra essi sono compresi anche i buoni del Tesoro poliennali ed altri titoli di Stato che offrono un rendimento generalmente inferiore alla media.

Il tasso medio ponderato di interesse monetario sulle attività finanziarie lorde delle Famiglie ha evidenziato un trend ininterrottamente crescente per tutto il periodo osservato, passando dal 3,24% del 1964 al 7,30% del 1976. L'attività con il rendimento più elevato e più stabile è costituita dai titoli a reddito fisso: nel 1974 le perdite in linea capitale subite per le cospicue vendite effettuate a corsi notevolmente inferiori a quelli storici di acquisto hanno inciso nettamente sul grado di remuneratività. In media, il tasso più elevato tra il 1964 e il 1976 è stato offerto dai titoli a reddito fisso (6,63%), dai depositi presso gli istituti di credito speciale (4,66%) e dai depositi postali (4,36%).

TAB. 4 — ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE  
(in miliardi di

	1964	1965	1966	1967	1968
<i>Attività</i>					
Biglietti e monete . . . . .	— 155,5	— 96,1	— 83,4	— 86,6	— 40,3
Depositi bancari in c/c . . . . .	— 64,2	— 10,7	4,7	18,1	81,9
Depositi bancari a risparmio . . . . .	— 183,8	— 43,3	19,4	47,9	197,3
Depositi e buoni fruttiferi i.c.s. . . . .	— 17,6	— 4,5	0,3	0,7	9,8
Depositi postali . . . . .	— 53,8	14,7	39,8	47,8	106,4
Titoli a reddito fisso . . . . .	21,7	148,2	227,5	290,4	453,0
Totale attività . . . . .	— 453,2	8,3	208,3	318,3	808,1
<i>Passività</i>					
Debiti bancari . . . . .	18,6	41,2	49,7	56,0	78,7
Debiti a medio e lungo termine . . . . .	8,0	49,8	71,9	82,9	129,7
Totale passività . . . . .	26,6	91,0	121,6	138,9	208,4

Passando alle attività finanziarie, non stupisce, sulla base delle considerazioni già esposte, il costo dei debiti bancari a breve (da un minimo dell'8,19% ad un massimo del 19,31%), mentre, d'altra parte, l'esiguità nell'ultimo periodo del tasso sui debiti a medio e lungo termine è dovuta sia alla presenza di mutui immobiliari agevolati sia, soprattutto, all'alta incidenza di quelli stipulati nei 10-15 anni precedenti, a condizioni più favorevoli per i mutuatari.

5. La differenza tra gli interessi monetari ottenuti dalle Famiglie e le somme che avrebbero dovuto essere percepite qualora il tasso di rendimento fosse stato uguale a quello di inflazione, misurato in termini di variazione dell'indice dei prezzi al consumo,<sup>2</sup> indica l'ammontare degli interessi reali corrisposti.

Soltanto in quattro anni, dal 1965 al 1968, il tasso reale medio sulle attività lorde è stato positivo (Tab. 4): eccettuato questo pe-

<sup>2</sup> Se il risparmio di un aggregato settoriale viene interpretato come un consumo differito nel tempo, sarebbe forse stato più appropriato applicare l'indice dei prezzi impliciti dei consumi delle Famiglie contemplato dai sistemi di contabilità nazionale: difficoltà di periodizzazione precisa e divergenze trascurabili con l'indice dei prezzi al consumo ne hanno scongiurato l'impiego.

DELLE FAMIGLIE: INTERESSI REALI MATURATI  
(lire correnti)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
— 186,8	— 261,0	— 254,2	— 499,0	— 939,2	— 2.001,2	— 1.036,2	— 2.379,9	
— 46,8	— 72,6	— 46,6	— 597,6	— 1.579,0	— 3.937,5	— 1.270,5	— 3.930,3	
— 143,8	— 245,9	— 163,0	— 611,5	— 1.550,3	— 4.145,7	— 1.352,1	— 5.822,8	
— 19,3	— 28,6	16,0	— 28,4	— 170,6	— 554,1	— 66,6	— 459,7	
— 27,4	— 67,0	— 31,6	— 211,4	— 625,0	— 1.710,3	— 483,2	— 1.854,2	
204,9	115,9	228,7	— 117,5	— 889,3	— 3.080,7	— 535,6	— 2.138,5	
— 219,2	— 559,2	— 250,7	— 2.065,4	— 5.753,4	— 15.429,5	— 4.744,2	— 16.585,4	
55,8	71,8	83,5	24,0	— 56,7	— 252,9	134,8	— 77,7	
56,0	36,1	64,0	— 61,2	— 377,4	— 1.239,6	— 316,6	— 2.112,0	
111,8	107,9	147,5	— 37,2	— 434,1	— 1.492,5	— 181,8	— 2.189,7	

riodo le Famiglie hanno ricavato dal loro risparmio finanziario una remunerazione reale negativa, con punte vistose nel 1974, 1976 e 1973. Viceversa, dal 1972 in poi, il costo medio monetario delle passività è stato inferiore al tasso di inflazione.

Prescindendo dai singoli dati, una visione più sintetica e più immediata è fornita dalla Tab. 5 e dalla Fig. 1, che si riferiscono alle attività finanziarie nette.

Nei tredici anni oggetto dell'analisi, gli interessi reali percepiti dalle Famiglie ed espressi in lire con potere d'acquisto di fine '76, sono risultati negativi per un importo complessivo pari a oltre 54.000 miliardi. Tale sottrazione di ricchezza è stata subita dalle Famiglie totalmente a partire dal 1969, in quanto le perdite del 1964 e 1965 sono state ampiamente recuperate nel successivo triennio.

Sebbene questa stima possa meravigliare per il suo ordine di grandezza, essa è sicuramente sottovalutata. Occorrerebbe, infatti, aggiungere le perdite in linea capitale — circa 2.600 miliardi — subite dal portafoglio obbligazionario e derivanti dalla valutazione dei titoli ai prezzi di mercato di fine '76. Qualora, poi, superando le riserve espresse in precedenza, si volessero includere anche le partecipazioni azionarie, il deficit aumenterebbe ulteriormente di almeno 10.000 miliardi: si consideri che il montante monetario di 100 lire investite,

ai corsi medi dell'inizio del 1964, in azioni (compreso il reimpiego dei dividendi al lordo di imposte), sarebbe stato a fine '76 di 80,73 lire, a fronte di un aumento dei prezzi al consumo di oltre il 172%.

TAB. 5 — ATTIVITA' FINANZIARIE NETTE DELLE FAMIGLIE:  
INTERESSI MONETARI E REALI MATURATI

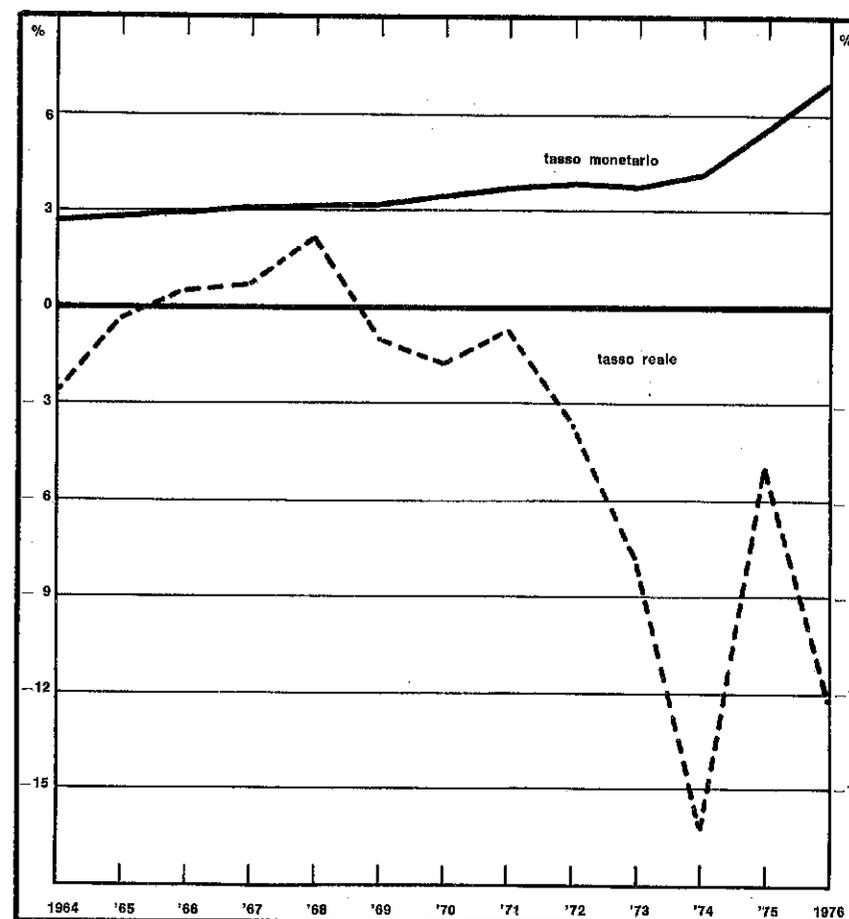
Anno	Consistenze all'inizio dell'anno (1)	Interessi monetari (in miliardi di lire correnti)	Interessi reali (in miliardi di lire fine 1976)
1964	16.108	455,2	— 1.236,5
1965	17.477	519,6	— 206,5
1966	20.090	637,3	211,1
1967	23.531	764,9	427,1
1968	27.143	900,1	1.200,7
1969	30.864	1.035,3	— 747,8
1970	35.457	1.256,0	— 1.431,2
1971	38.848	1.592,0	— 816,1
1972	47.393	1.939,4	— 3.858,3
1973	55.888	2.255,7	— 8.967,4
1974	65.552	2.820,0	— 18.901,7
1975	76.267	4.627,9	— 5.569,4
1976	94.440	6.928,6	— 14.395,7
1977	113.917	—	—
			— 54.291,7

(1) Titoli valutati al prezzo di emissione.

5. Dall'osservazione dei dati sopra riportati non appare corretto concludere che il beneficio goduto dai due settori debitori (Imprese e Pubblica Amministrazione) è stato di importo uguale alla perdita sopportata dalle Famiglie: ciò sarebbe vero soltanto qualora i costi dell'intermediazione finanziaria fossero stati nulli. In realtà, i margini trattenuti dagli intermediari finanziari sono stati positivi e la loro ampiezza, se ci si riferisce al complesso delle aziende di credito, appare amplificata dal livello degli impulsi inflazionistici [3].

Vi sono, comunque, elementi per affermare con sicurezza che il tasso di interesse reale sui debiti delle imprese è stato, almeno per il biennio 1973-74, nettamente negativo: per quel periodo, contro un aumento medio annuo dei prezzi impliciti del valore aggiunto industriale del 13,4%, il tasso medio sui debiti onerosi per il gruppo, particolarmente ampio e significativo, di società considerate da Medio-banca [8] è stato di appena il 9,6%. In base alle prime statistiche disponibili, osservazioni analoghe sembrerebbero valide anche per il 1976.

FIG. 1 — TASSO DI INTERESSE MEDIO PONDERATO SULLE ATTIVITA' FINANZIARIE NETTE DELLE FAMIGLIE



Il motivo principale della redditività reale negativa del risparmio finanziario è stato ricercato nell'accentuata dinamica dei redditi da lavoro che ha caratterizzato la recente evoluzione dell'economia italiana (Savona [11]); parallelamente, l'incremento del volume di attività svolta dagli intermediari finanziari — stimolato dalla presenza di una legislazione fiscale fortemente discriminatoria a sfavore della raccolta diretta di fondi da parte delle società — ha consentito che i maggiori oneri reali venissero in gran parte traslati dalle imprese, attraverso il sistema creditizio, su quelle forme di reddito più facilmente comprimibili.

La tendenza dei risparmiatori finanziari, rafforzatasi all'inizio degli anni settanta, a convertire legalmente le attività sull'interno in attività sull'estero, è stata frenata dall'introduzione, nel luglio del 1973, del deposito infruttifero vincolato del 50% sugli acquisti di titoli in valuta: la consistenza in lire delle obbligazioni e azioni estere detenute dalle Famiglie, che dal 1969 al 1972 era aumentata del 205,4%, nei successivi quattro anni è diminuita, nonostante il deprezzamento del cambio, del 28,9%. In mancanza di alternative e desiderando ricostituire un rapporto tra reddito disponibile e ricchezza finanziaria uguale a quello del passato, le Famiglie, probabilmente affette anche da illusione monetaria favorita da elevati tassi di interesse nominali, non hanno manifestato, eccetto che nel 1974 e, in misura più lieve, nel 1976, un'attenuazione della propensione ad acquisire nuove attività soggette ad erosione in termini di potere d'acquisto.

Le proposte di creare strumenti finanziari indicizzati secondo l'evoluzione dei prezzi sono rimaste inattuato: il sistema economico non avrebbe più potuto continuare ad usufruire di un tanto importante fattore di aggiustamento dei propri squilibri. Un interesse non negativo in termini reali sarebbe stato possibile, senza incidere sulla capacità di accumulazione complessiva, principalmente attraverso una modificazione delle quote di reddito destinate dalle Imprese e dalla Pubblica Amministrazione alla remunerazione di altri fattori produttivi, peraltro assai più capaci di esercitare pressioni sociali e politiche. La parziale conversione in azioni dei debiti delle società, riducendo i margini degli intermediari finanziari, avrebbe sortito effetti molto meno rilevanti senza cambiare i termini sostanziali del problema; il costo di una redditività reale negativa del capitale sarebbe stato comunque sostenuto dal risparmio finanziario. Per la parte non consumata e messa a disposizione della collettività, i redditi individuali non hanno goduto di quei meccanismi di tutela che hanno invece operato al momento della loro formazione. E si può osservare che la remuneratività ottenuta dal singolo operatore negli anni recenti sulle forme alternative di risparmio — massima per le disponibilità illegalmente costituite all'estero e sui beni rifugio quali l'oro o le pietre preziose, fortemente negativa per gli investimenti azionari — è stata spesso inversamente proporzionale alla loro utilità economica e sociale.

Sembra, comunque, poco probabile che il processo di spoliamento del risparmio possa continuare senza provocare, nel medio-lungo periodo, distorsioni sempre più gravi nelle strutture finanziarie dell'economia (come quelle derivanti da un'eccessiva preferenza per le attività

liquide) e stimolare un pericoloso aumento della propensione al consumo. Inoltre, l'arbitraria redistribuzione della ricchezza operata dall'inflazione, sui cui risultati in senso perequativo, qualora si considerino anche le attività reali, è lecito nutrire forti dubbi [2], potrebbe costituire un elemento di destabilizzazione sociale. Anche per questi motivi, la riduzione del tasso di inflazione si dovrebbe considerare come un obiettivo prioritario nella formulazione della nostra politica economica.

GIORGIO TROI

#### BIBLIOGRAFIA

- [ 1 ] AMMINISTRAZIONE P.T., *Relazioni sul servizio delle Casse di Risparmio Postali*, anni vari.
- [ 2 ] P. BAFFI, " Il risparmio in Italia, oggi ", in *Bancaria*, febbraio 1974.
- [ 3 ] BANCA D'ITALIA, *Relazioni annuali*, anni 1971-1975 e 1976 (bozza).
- [ 4 ] F. COTULA - M. CARON, " I Conti finanziari dell'Italia ", *Bollettino della Banca d'Italia*, n. 6, 1971.
- [ 5 ] B. BIANCHI, " L'andamento del valore e dei rendimenti reali del risparmio finanziario nei principali paesi industriali nel biennio 1973-74 ", in *Bancaria*, giugno 1975.
- [ 6 ] B. BIANCHI, " La redditività degli impieghi del risparmio delle famiglie ", in *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, n. 5-6, 1974.
- [ 7 ] M. ERCOLANI - F. COTULA, " I conti finanziari della Banca d'Italia ", *Ente Einaudi*, quaderno n. 4.
- [ 8 ] MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di un gruppo di società italiane*, anni 1973-75.
- [ 9 ] G. RAGAZZI, " Politica monetaria in un'economia socializzata ", in questa *Rivista*, dicembre 1976.
- [ 10 ] B. ROSSIGNOLI, " Il portafoglio di attività finanziarie delle famiglie italiane ", ISEDI, 1976.
- [ 11 ] P. SAVONA, " Inflazione, moneta e bilancia dei pagamenti ", in *Rivista di Politica Economica*, maggio 1975.