

---

# SCENARIO DI MERCATO

---

## Il risparmio delle famiglie e l'industria della gestione: situazione e sfide

**Alessandro Rota**

Il 2011 è stato un anno complesso per il settore del risparmio gestito e per le famiglie italiane. La crisi finanziaria, infatti, ha compromesso la capacità di risparmio dei privati e - complici gli effetti sull'economia reale - ne ha condizionato le scelte d'investimento, allontanando i risparmiatori dal mercato finanziario. Segnali positivi arrivano dal comparto delle gestioni di portafoglio, ma il peso degli investitori istituzionali appare ancora troppo limitato nel nostro Paese. E tra le priorità attuali, nell'ambito della riedificazione politico-finanziaria che sta interessando l'Italia, oggi non può mancare una decisa azione di stimolo al risparmio di lungo termine.

L'Italia è ancora un Paese di grandi risparmiatori? Rispondere a questa domanda, retorica solo all'apparenza, non è facile. Infatti, se da una parte le statistiche sull'ammontare e sulla distribuzione della ricchezza privata ci vedono ancora nelle prime posizioni tra le economie più sviluppate, dall'altra parte alcune evidenze empiriche segnalano come la capacità di risparmio delle famiglie italiane, storicamente molto elevata, sia andata progressivamente calando e, complice la crisi economica, sia ormai scesa sotto i valori di Francia e Germania, allineandosi a una poco rassicurante media europea del 12% circa del reddito disponibile.

In un contesto in cui il risparmio è diventato una merce relativamente meno abbondante, diventa imperativo assicurare che la ricchezza sia impiegata al meglio, con il duplice fine di garantirne una redditività adeguata e sostenere la crescita della nostra economia. A tale proposito, nel capitolo intitolato "La ricchezza reale e il portafoglio finanziario" si mostra come alcune caratteristiche della composizione della ricchezza privata - come l'eccessivo peso dell'investimento immobiliare e la scarsa incidenza degli impieghi finanziari effettuati per il tramite degli investitori istituzionali - ne abbiano finora limitato la piena valorizzazione.

Il mercato italiano del risparmio gestito, del quale nel terzo capitolo si mettono

---

*Seppure ancora elevata, negli ultimi anni la capacità di risparmio delle famiglie si è ridotta, complice la crisi*

---

in evidenza gli sviluppi più recenti, offre strumenti adatti alle più svariate esigenze e utili per programmare i propri investimenti in maniera ottimale. Ai gestori e agli altri intermediari che operano nel settore spetta oggi la sfida di fare in modo che questa offerta possa raggiungere e favorire un numero crescente di famiglie, in modo tale che queste - per dirla con uno *slogan* - imparino nel loro stesso interesse a *risparmiare meglio*.

In quest'ottica, nel quarto e ultimo capitolo si forniscono alcuni suggerimenti per interventi di *policy* che riconoscano al risparmio previdenziale - e più in generale alle forme di investimento di lungo termine - un trattamento privilegiato, in virtù del loro evidente valore sociale. Tanto più se si considera, da una parte, che il futuro assetto del sistema previdenziale vedrà una netta riduzione della copertura pubblica, e dall'altra parte che le scelte d'investimento delle famiglie sono storicamente caratterizzate da un eccessivo orientamento al breve termine.

### La propensione al risparmio delle famiglie italiane

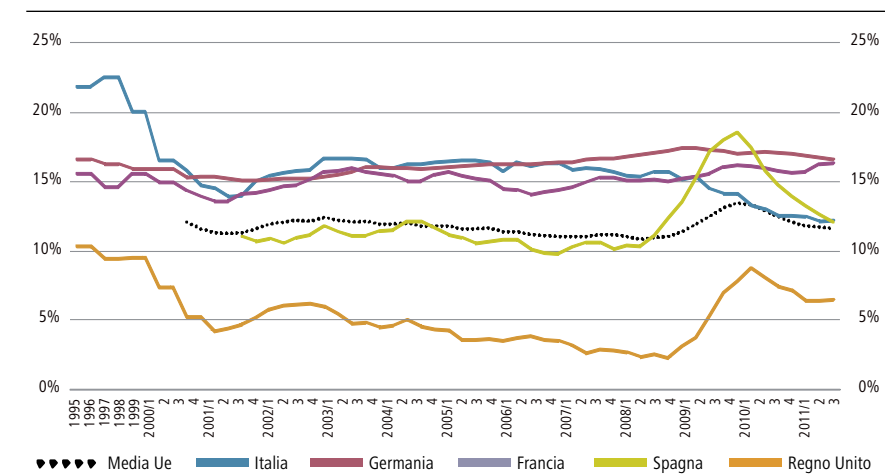
Dal dopoguerra e fino alla metà degli anni '90 il tasso di risparmio delle famiglie italiane è stato particolarmente elevato, tra il 20% e il 30% del reddito disponibile. Questa circostanza ha contribuito in maniera determinante allo sviluppo economico del nostro Paese e ha permesso il progressivo accumulo di un importante *stock* di ricchezza. Al tempo stesso il risparmio privato ha garantito per un lungo periodo il finanziamento *interno* dei crescenti disavanzi del settore pubblico, consentendo di mantenere il risparmio nazionale aggregato in territorio positivo.

A partire dal 1995, tuttavia, accelerando una tendenza negativa in essere già dagli anni '80, l'incidenza del risparmio sul reddito disponibile delle famiglie è diminuita fino a raggiungere, nel giro di pochi anni, valori compresi tra il 15% e il 17%, allineandosi a quella di Paesi sotto molti aspetti paragonabili al nostro, come Francia e Germania, e come il nostro coinvolti nel processo di convergenza che nel 1999 porterà al varo della moneta unica. Dopo un periodo di relativa stabilità durato quasi un decennio, sul finire del 2008, con lo scoppio della crisi finanziaria, il tasso di risparmio delle famiglie ha subito un'ulteriore flessione e ha raggiunto valori prossimi alla media europea intorno al 12% (Figura 1).

Nel corso degli anni, nella letteratura economica sono state dibattute svariate ipotesi per spiegare il livello, la differenziazione e l'evoluzione dei tassi di risparmio

Figura 1 - Tassi di risparmio lordi delle famiglie. Periodo 1995 – 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat



delle diverse economie. In particolare sono state studiate, tra le altre, le relazioni tra il risparmio e la crescita economica, le dinamiche demografiche, le caratteristiche del sistema di protezione sociale, il grado di apertura dell'economia, il livello di liberalizzazione dei servizi finanziari, le dinamiche inflazionistiche e le politiche di bilancio dei governi.

In estrema sintesi si può affermare che attualmente esiste un sostanziale accordo tra gli economisti nel riconoscere a ognuno di questi fattori strutturali un ruolo, più o meno rilevante in base al Paese e al periodo storico considerati, nella spiegazione dell'evoluzione di medio/lungo periodo dei tassi di risparmio. Alla luce di questa considerazione, il lento avvicinamento del tasso delle famiglie italiane a quello di Francia e Germania, conclusosi alla fine degli anni '90, potrebbe essere interpretato come la naturale conseguenza di una tendenziale convergenza delle rispettive economie.

Per contro, l'ulteriore calo registrato a partire dalla fine del 2008 sembrerebbe essere stato determinato più da fattori congiunturali che non strutturali, e in particolare dall'andamento avverso del reddito disponibile combinato con una relativa rigidità dei consumi.

A questo proposito va ricordato che la dinamica della propensione al risparmio è il risultato del rapporto tra la variazione del reddito disponibile e quella del

consumo: se il reddito varia più (meno) del consumo, il tasso di risparmio sale (scende) in misura correlata alla differenza d'intensità tra le due variazioni.

Sulla base dei dati Eurostat, a partire dal 4° trimestre del 2008 il reddito disponibile delle famiglie italiane è calato per sei trimestri consecutivi<sup>1</sup>; tuttavia, tranne che in due trimestri, la variazione dei consumi è stata sempre superiore a quella dei redditi. In altri termini, in risposta alla crisi che ha colpito con particolare intensità i redditi, le famiglie nel loro complesso hanno reagito cercando di preservare i livelli di consumo precedenti, riducendoli in maniera meno che proporzionale rispetto alle flessioni del reddito (e aumentandoli maggiormente in presenza di recuperi del potere di acquisto).

Questa strategia di *consumption smoothing* da una parte ha consentito alle famiglie di assorbire gli effetti della crisi in maniera meno traumatica che in altri Paesi; dall'altra parte, tuttavia, ha comportato una netta riduzione del tasso di risparmio, che secondo gli ultimi dati disponibili alla fine del 3° trimestre del 2011 ha raggiunto il 12,2%<sup>2</sup>, ben al di sotto del corrispondente dato di Francia e Germania e ormai lontano dai livelli mantenuti fino agli anni '90.

Questa recente e repentina riduzione del tasso di risparmio appare in controtendenza rispetto a quanto viene normalmente osservato in periodi di crisi economica (aumento della propensione al risparmio attraverso contrazione dei consumi). Tuttavia secondo vari commentatori questa anomalia può essere spiegata dal fatto che, negli anni precedenti la crisi, la dinamica dei consumi delle famiglie italiane era stata più moderata rispetto a quella registrata in altri Paesi, oltre che dalla circostanza che la flessione del reddito disponibile che ha colpito il nostro Paese è stata particolarmente accentuata (in termini nominali -1,8% nel 2008 e -0,3% nel 2009).

Per comprendere meglio quanto successo nel nostro Paese può essere utile confrontare le dinamiche di reddito e consumi delle famiglie con quelle di altre importanti economie europee (Germania, Francia, e Regno Unito). Nella **Figura 2** vengono rappresentate le variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale) delle famiglie dei quattro Paesi, a

<sup>1</sup> Quattro secondo la fonte Istat. I due istituti utilizzano i medesimi dati, di fonte italiana, ma applicano diverse procedure di smoothing (destagionalizzazione) che generano serie con volatilità trimestrale più (Istat) o meno (Eurostat) accentuata, i cui trend di medio periodo sono tuttavia paragonabili. Al fine di facilitare il confronto internazionale, in questo caso sono stati privilegiati i dati calcolati secondo la metodologia comunitaria.

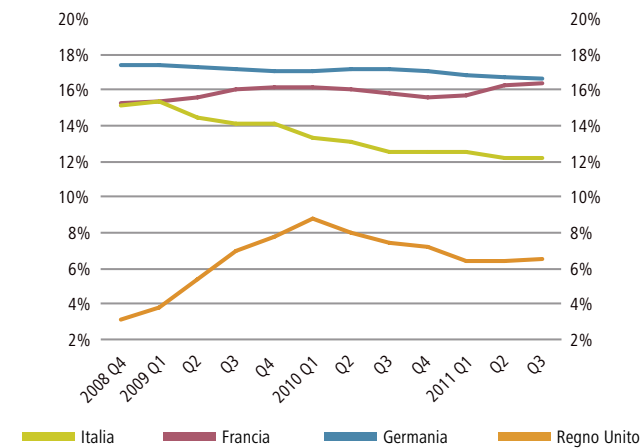
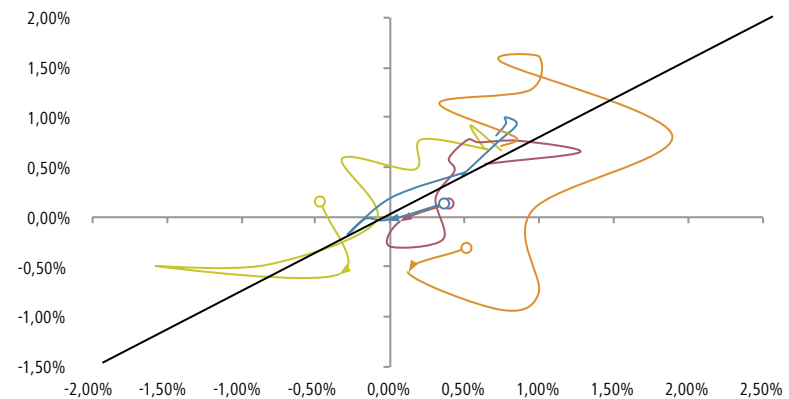
<sup>2</sup> 11,6% il dato ISTAT, si veda nota precedente.

partire dal 4° trimestre del 2008 e per i successivi tre anni. Per quanto ricordato in precedenza, i punti posizionati sopra la retta inclinata a 45° determinano un peggioramento del tasso di risparmio (i consumi crescono più del reddito); viceversa, quelli posizionati sotto di essa ne comportano un miglioramento.

I dati relativi all'Italia si collocano in prevalenza nel semipiano superiore e molto spesso abbastanza lontano dalla retta bisettrice; come appena illustrato, ciò è all'origine della progressiva riduzione del tasso di risparmio (-3% nel periodo osservato).

**Figura 2 -** Sopra: variazioni trimestrali del reddito lordo disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale). Sotto: tassi di risparmio lordi delle famiglie. Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat



Per contro, i dati relativi a Francia e Regno Unito risultano posizionati principalmente sotto la retta, cioè nell'area che determina un incremento del tasso di risparmio. Si può chiaramente osservare come tale aumento (rispettivamente pari a +1% e +3,4%) sia passato per una prima fase di contrazione dei consumi (particolarmente accentuata quella che ha interessato il Regno Unito), pur in un contesto di sostanziale tenuta dei redditi; successivamente la spesa è tornata a crescere, ma quasi sempre a un tasso inferiore a quello del reddito.

Le famiglie tedesche, infine, hanno sperimentato variazioni trimestrali del reddito disponibile tutto sommato limitate, tanto verso l'alto quanto verso il basso, e comprese in un intervallo simile a quello delle famiglie francesi. Tuttavia, a differenza di quanto avvenuto in Francia, i consumi delle famiglie tedesche si sono mossi in modo quasi perfettamente sincronizzato con i redditi (si osservi la limitata dispersione dei punti attorno alla retta bisettrice). Ciò ha consentito al relativo tasso di risparmio, che all'inizio della crisi partiva da valori particolarmente elevati, di mantenersi pressoché stabile nel corso dei dodici trimestri considerati (-0,8%).

Allo stato attuale risulta difficile prevedere se il tasso di risparmio delle famiglie italiane - la cui recente riduzione, come appena illustrato, è figlia della congiuntura economica - ne seguirà le sorti, tornando a crescere con la futura uscita dal ciclo recessivo (fase di cui, peraltro, non si scorgono ancora i segni), oppure si stabilizzerà attorno agli attuali livelli, trasformandosi in un fattore strutturale della nostra economia.

Tuttavia, in questa sede si può già rilevare come negli ultimi tre anni la contrazione della capacità di risparmio, combinata con il calo del reddito, abbia determinato una riduzione dei flussi di risparmio complessivi delle famiglie di circa il 20%, e che nel medesimo periodo la parte di risorse investita in attività finanziarie si è contratta in misura analoga (Figura 3).

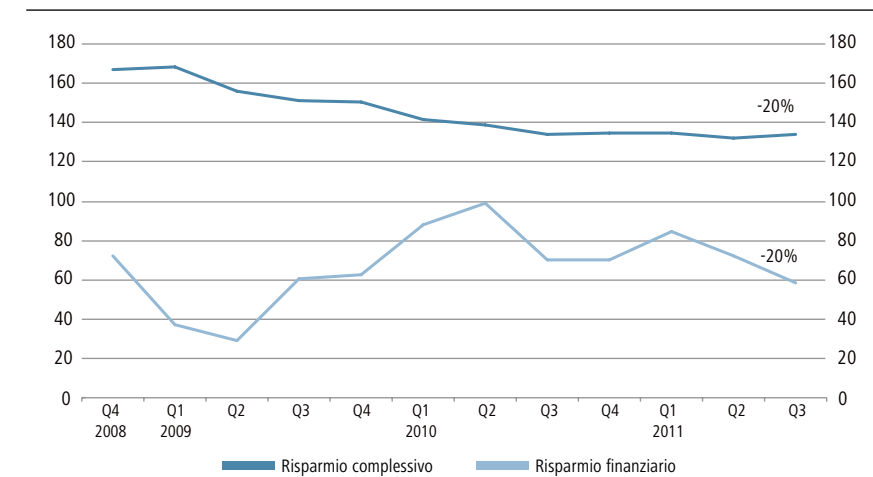
Tutto ciò, evidentemente, rappresenta una duplice sfida per il *presente* dell'industria della gestione: meno risparmio e in particolare meno risparmio finanziario. Doppia sfida a cui ne va aggiunta una terza, rappresentata dalla composizione non ottimale della ricchezza reale e finanziaria delle famiglie.

### La ricchezza reale e il portafoglio finanziario

Nonostante le criticità evidenziate dalla dinamica di medio termine del tasso di

Figura 3 - Risparmio complessivo e risparmio finanziario delle famiglie in miliardi di euro (somme mobili di 4 trimestri). Periodo 4° trimestre 2008 – 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat, Banca d'Italia



risparmio privato del nostro Paese, i valori elevati registrati fino alla metà degli anni '90 hanno permesso l'accumulo di un consistente *stock* di ricchezza, le cui dimensioni sono ancora oggi di prim'ordine nel contesto delle maggiori economie mondiali.

Le stime della ricchezza e delle sue componenti possono essere effettuate utilizzando diverse fonti e approcci metodologici, e costituiscono spesso un esercizio particolarmente complesso, soprattutto in un contesto comparativo; in questi casi, quindi, può essere prudente fare riferimento a più di una fonte.

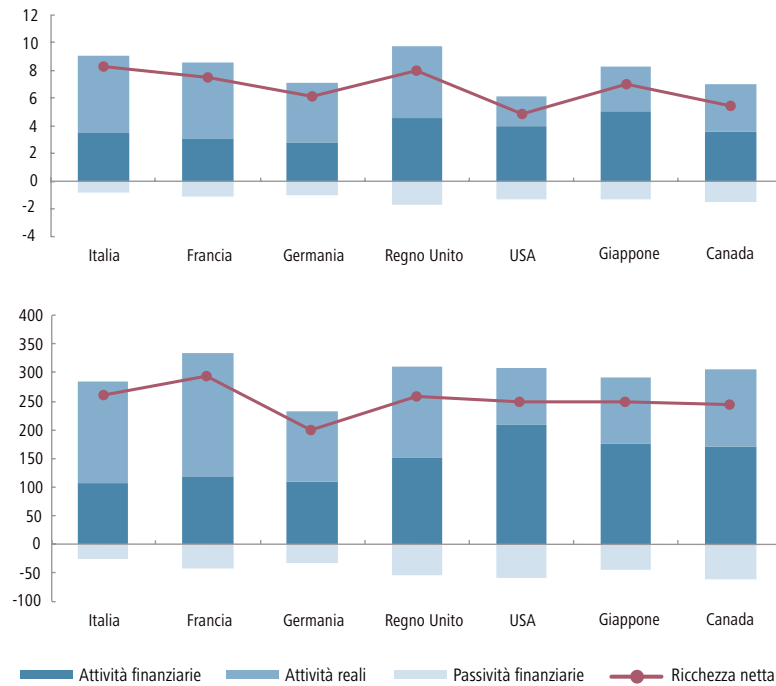
In base all'indagine annuale della Banca d'Italia, la ricchezza delle famiglie italiane al netto dell'indebitamento è pari a 8,3 volte il reddito disponibile, valore che pone l'Italia in cima alla graduatoria dei Paesi del G7. Leggermente diverso il verdetto della classifica stilata in termini monetari *pro capite*, che comunque vede il nostro Paese a quota 250.000\$, in una rispettabile seconda posizione alle spalle della Francia (Figura 4, pag.26). L'indebitamento delle famiglie italiane per contro è relativamente modesto, e ciò contribuisce in maniera determinante al buon piazzamento del nostro Paese nei confronti internazionali.

Oltre che per la rilevanza del suo ammontare, la ricchezza delle famiglie italiane si distingue anche per l'elevata incidenza delle attività reali (in particolare le abitazioni) e, anche per effetto di questa circostanza, per un livello di distribuzione

*La ricchezza delle famiglie italiane è costituita per la maggior parte da attività reali, in particolare abitazioni*

Figura 4 - Sopra: ricchezza delle famiglie in rapporto al reddito disponibile. Anno 2009 (Germania: 2008). Sotto: ricchezza *pro capite* della popolazione adulta (migliaia di dollari). Anno 2011.

Fonte: Banca d'Italia, Istat, Eurostat, OCSE, Shorrocks, Davies e Lluberas



relativamente più equilibrato rispetto a quello di altri Paesi: la ricchezza mediana è stimata a 155.000\$ per adulto (il valore più elevato tra le economie del G7) e l'indice di concentrazione di Gini è pari al 61% (il valore più basso dopo il Giappone, si veda Tavola 1).

Il peso particolarmente elevato delle attività reali - e tra queste delle abitazioni - viene spesso considerato un elemento di sicurezza, perlomeno percepita. A tale proposito, tuttavia, sarebbe opportuno interrogarsi circa gli effetti sul valore e sull'effettiva liquidabilità di questa ricchezza (molto spesso concentrata in un unico immobile) delle dinamiche demografiche future, che vedono un rallentamento della crescita della popolazione e un suo progressivo invecchiamento.

In un contesto in cui il tasso di sostituzione delle pensioni pubbliche che verranno pagate agli "anziani del futuro" sarà inferiore (anche di molto) rispetto a

Tavola 1 - Ricchezza mediana *pro capite* della popolazione adulta in migliaia di dollari. Quota percentuale degli adulti con uno stock di ricchezza superiore a 100.000\$ e indice di concentrazione di Gini. Anno 2011.

Fonte: Shorrocks, Davies e Lluberas (2011)

	Mediana	% > 100.000 \$	Indice di Gini
Italia	155.953	61,6%	61,3%
Francia	90.271	48,8%	75,4%
Germania	57.283	41,1%	75,0%
Regno Unito	121.852	55,2%	67,0%
USA	57.752	36,3%	82,4%
Giappone	128.688	59,3%	60,1%
Canada	89.014	48,0%	72,3%

quello assicurato fino al più recente passato, la componente *reale* della ricchezza delle famiglie potrebbe rivelarsi una forma di tutela del tenore di vita meno efficace di quanto previsto. Tanto più se si considera che è difficile da stimare e quindi maggiormente esposta al rischio di sopravvalutazione.

In questo quadro, la componente finanziaria della ricchezza, con le sue caratteristiche di efficienza e congruenza con i bisogni delle famiglie, assume un ruolo cruciale nell'assicurare che il risparmio accumulato negli anni possa assolvere in maniera efficace alle funzioni precauzionali e previdenziali che gli sono proprie. Sulla base dei più recenti dati disponibili per il 2011, le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane ammontano a circa 3.500 miliardi di euro e risultano composte per il 40% circa da investimenti *diretti*, ripartiti equamente tra obbligazioni o azioni (Tavola 2, pag.28).

L'investimento in obbligazioni, in particolare, rappresenta una caratteristica distintiva del portafoglio delle famiglie italiane: il suo peso, particolarmente elevato, non ha uguali nelle altre economie sviluppate.

Fino alla fine degli anni '90 questo tipo d'investimento era diretto quasi esclusivamente verso i titoli di stato. In seguito, con l'aumento della propensione al rischio a cavallo degli anni 2000, l'incidenza delle obbligazioni ha subito una temporanea flessione, accompagnata da un processo di sostituzione delle emissioni governative con titoli *corporate*, soprattutto bancari. Nel corso del decennio successivo questa tendenza si è intensificata, in particolare negli anni più recenti; alla fine del terzo trimestre del 2011 più della metà delle obbligazioni detenute dalle famiglie italiane erano emesse da istituti di credito.

Tavola 2 - Ricchezza netta, attività finanziarie delle famiglie in rapporto al reddito disponibile. Composizione delle attività finanziarie.

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, OCSE.

		Ricchezza netta	Attività finanziarie	Moneta e Depositi	Obbligazioni (bancarie)	Azioni	di cui quotate	Fondi pensione e assicurazioni vita	Fondi comuni
Italia	1995			39,1%	23,2% (2,1%)	19,7%	2,9%	9,0%	3,9%
	2000	7,2	3,6	23,2%	16,8% (6,6%)	29,8%	5,5%	10,1%	16,0%
	2005	7,9	3,7	25,0%	19,8% (7,5%)	25,7%	2,5%	14,9%	10,7%
	2010	8,3*	3,5*	30,6%	19,9% (10,1%)	21,2%	2,0%	17,4%	6,6%
	2011 Q3			31,5%	21,0% (10,7%)	19,0%	1,7%	18,0%	6,3%
Francia	2011 Q3	7,5*	3,1*	30,3%	1,6%	15,9%		34,6%	6,9%
Germania	2011 Q3	6,2*	3,0*	41,1%	5,3%	8,4%		34,3%	8,3%
Regno Unito	2011 Q3	8,0*	4,6*	29,7%	0,8%	10,0%		51,2%	3,5%
USA	2011 Q3	4,9*	4,0*	14,5%	10,2%	30,9%		28,9%	11,7%

\* Dati aggiornati al 2009. Il dato della ricchezza netta della Germania è aggiornato al 2008.

L'investimento azionario, invece, vede la costante prevalenza delle attività non quotate. Si tratta del patrimonio delle imprese a controllo familiare, generalmente di dimensioni medio/piccole, che formano la parte più importante del fitto tessuto produttivo italiano. A questa circostanza fa da contraltare l'incidenza delle azioni quotate che, se si escludono i primi anni del 2000, è risultata sempre particolarmente bassa. Una dinamica di mercato che è possibile ricollegare alla prevalente natura banco-centrica del modello di finanziamento della nostra economia, e al conseguente modesto sviluppo del mercato borsistico.

Gli investimenti *indiretti* effettuati per il tramite degli investitori istituzionali (fondi pensione, imprese di assicurazione e fondi comuni) rappresentano complessivamente poco meno del 25% del portafoglio finanziario delle famiglie. In Francia, Germania, Regno Unito o USA questo indicatore si attesta stabilmente tra il 40 e il 50%.

L'entità di questo divario costituisce un'altra importante caratteristica distintiva degli investimenti delle famiglie italiane. Generalmente giudicata in senso negativo, questa si va ad aggiungere all'elevata incidenza dell'investimento diretto nel mercato obbligazionario (evidenziata poco sopra), della quale rappresenta, per certi versi, l'altra faccia della medesima medaglia.

Nel corso degli ultimi quindici anni, la partecipazione delle famiglie italiane a prodotti di investimento *di lungo termine* a carattere previdenziale o assicurativo

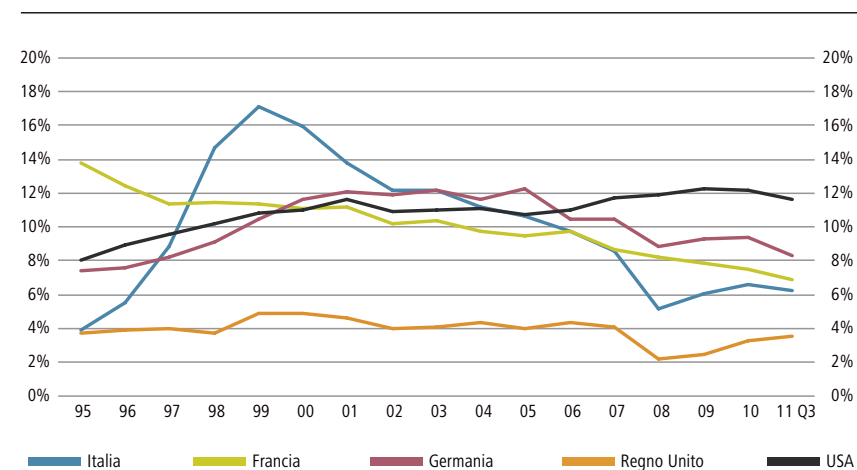
è cresciuta molto lentamente, e il relativo peso sul portafoglio finanziario non ha mai raggiunto livelli paragonabili a quello di altri Paesi sviluppati. Inutile dire che questa situazione rappresenta un elemento di seria preoccupazione per il futuro benessere degli attuali lavoratori che, per effetto degli interventi sul sistema previdenziale pubblico varati nel passato, vedranno ridursi in maniera importante il proprio assegno pensionistico.

Rispetto ai prodotti deputati a raccogliere il risparmio previdenziale, i fondi comuni si sono caratterizzati per una dinamica più accentuata, anche se, a conti fatti, non per questo più favorevole allo sviluppo di un adeguato grado d'istituzionalizzazione del portafoglio delle famiglie italiane.

Infatti, la quota della ricchezza finanziaria investita in questi prodotti è cresciuta rapidamente fino a raggiungere livelli particolarmente elevati nel 1999 (massimo storico a 17,2%); in seguito, tuttavia, è andata calando progressivamente, fino a raggiungere nel 2011 il 6% circa. Da un confronto internazionale emerge che questa lunga parabola costituisce una peculiarità del mercato italiano, che non trova riscontro in altri Paesi (Figura 5).

Figura 5 - Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi comuni. Anni 1995-2010.

Fonte: Eurostat, OCSE



A questo proposito, al di là di una naturale variabilità tra i livelli medi evidenziati da questa statistica per le diverse economie considerate, ciò che il confronto consente di evidenziare chiaramente è il ruolo di supplenza, per certi aspetti

anomalo, svolto dai fondi comuni nel nostro mercato finanziario. In un contesto di persistente debolezza dei tradizionali investitori istituzionali di lungo termine (fondi pensione e compagnie di assicurazione), questi hanno infatti rappresentato, per molto tempo, la sola possibile alternativa di mercato all'intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario.

Ora che per effetto della contrazione degli ultimi anni questo ruolo si è ridimensionato ed è tornato, secondo alcune interpretazioni, a un livello relativamente fisiologico<sup>3</sup>, la fondamentale questione dello sviluppo degli investitori istituzionali si è fatta particolarmente urgente.

Infatti, è dal loro peso che dipendono sia il grado di maturità dell'industria della gestione, sia soprattutto il miglioramento della qualità del risparmio finanziario delle famiglie italiane. La gestione professionale, la diversificazione e l'orientamento al lungo termine che gli investitori istituzionali sono per loro natura in grado di offrire, infatti, sono ingredienti essenziali per favorire un'allocazione efficiente delle risorse, a sostegno della crescita economica del nostro Paese e con l'obiettivo di assicurare un futuro pensionistico dignitoso ai lavoratori di oggi.

### Il mercato italiano del risparmio gestito nel 2011

Alla fine del 2011 il mercato italiano del risparmio gestito contava masse complessive per poco meno di 940 miliardi di euro, pari a circa un quarto delle attività finanziarie delle famiglie e al 60% del PIL. Queste importanti masse di risparmio risultavano equamente ripartite tra prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 45% e il 5% del totale complessivo) e servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente pari al 40% e al 10% del totale).

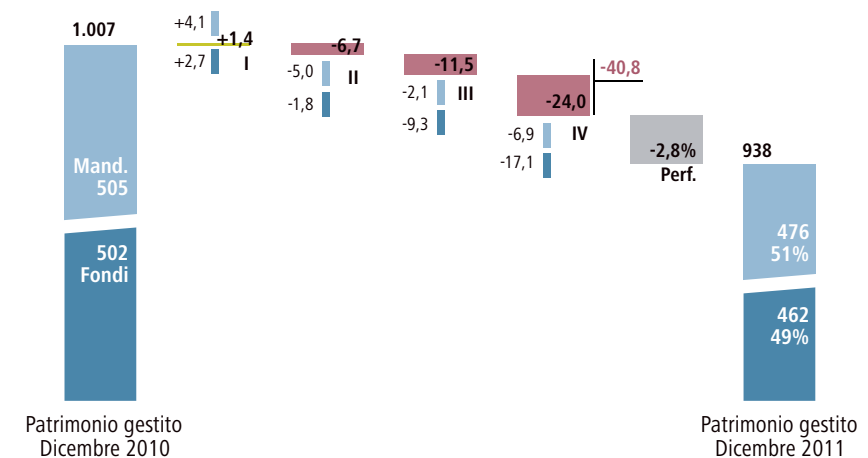
Rispetto al dato di chiusura del 2010, lo scorso anno le masse sono calate del 7% circa. Una flessione da attribuire alla negativa combinazione dei bassi rendimenti dei mercati finanziari nel corso del 2011 (-2,8% l'incidenza generale sulle masse) con l'andamento avverso della raccolta che, con la trascurabile eccezione del primo trimestre (+1,4 miliardi), ha fatto segnare nell'arco dei

<sup>3</sup> Come indicato nella Figura 5, questo valore è di poco inferiore a quello di Francia e Germania e supera quello del Regno Unito.

dodici mesi una perdita di 41 miliardi, una delle peggiori performance degli ultimi anni e inferiore solamente a quelle del 2007 e del 2008 (Figura 6).

Figura 6 - Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anno 2011.

Fonte: Assogestioni



Nel 2011 le fuoriuscite hanno interessato in modo particolare il segmento dei fondi aperti: -33 miliardi, con valori trimestrali in progressione negativa (-18 miliardi solamente negli ultimi tre mesi). Considerando l'effetto negativo delle performance, il calo delle masse si è attestato al -9%. Sorte analoga è toccata alle gestioni di portafoglio *retail* (deflussi per 10 miliardi, masse in flessione del 17%).

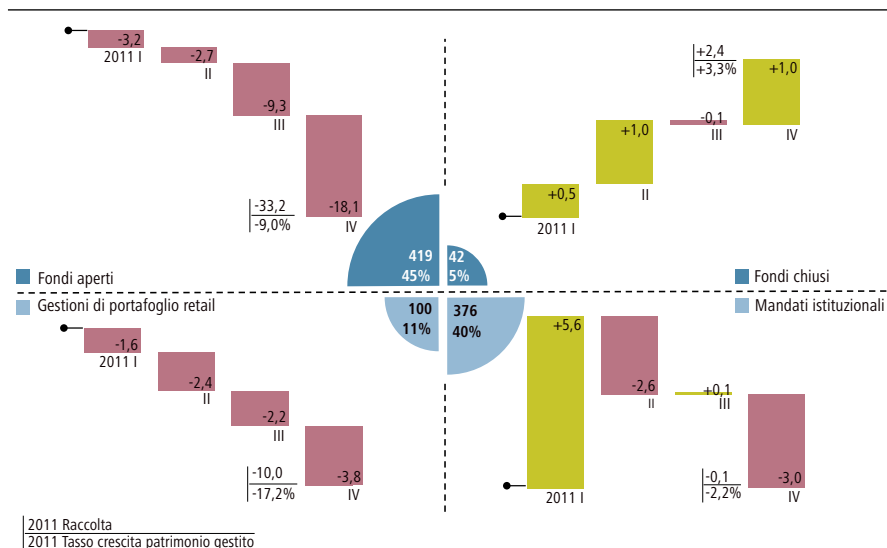
Sia pure a fasi alterne, i riscatti hanno colpito anche i mandati istituzionali, azzerando i risultati positivi d'inizio anno (+5,6 miliardi il primo trimestre, praticamente nullo il dato sull'intero anno). Per contro il segmento di mercato dei fondi chiusi - di dimensioni più ridotte e costituito in prevalenza da fondi immobiliari riservati alla clientela istituzionale - si è rivelato il più vivace in termini di raccolta (+2,4 miliardi), con un incremento pari al 3% circa delle masse gestite (Figura 7, pag.32).

Nella loro crudezza questi numeri dipingono un quadro negativo per il settore nel suo complesso. Tuttavia, la loro corretta interpretazione richiede di separare gli elementi che derivano dalla congiuntura economica generale da quelli di natura prevalentemente strutturale, che caratterizzano nello specifico il mercato del risparmio gestito.



Figura 7 - Raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) suddivisa per prodotto. Patrimonio gestito e peso percentuale di ogni prodotto sul totale del patrimonio gestito dell'industria italiana. Anno 2011.

Fonte: Assogestioni



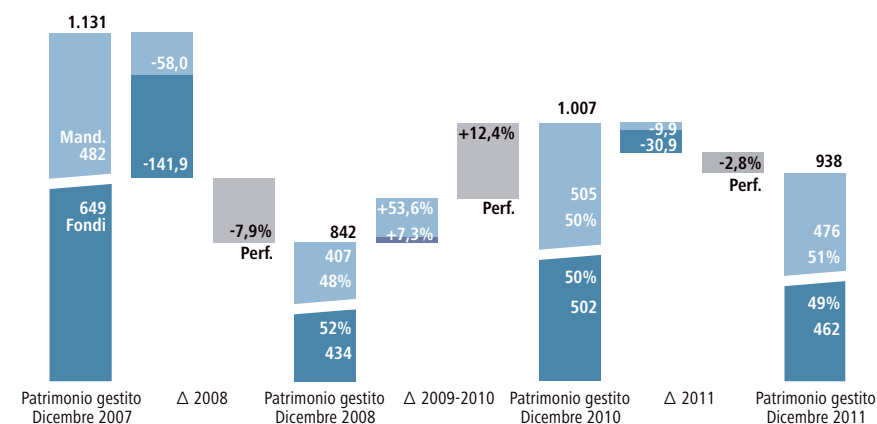
Per quanto riguarda i primi, è opportuno ricordare che lo scorso anno il nostro Paese ha visto gli effetti di un'economia reale da tempo in sofferenza sommarsi con quelli di un'acuta instabilità politico-istituzionale, al punto da portare i mercati internazionali a mettere pericolosamente in dubbio la solvibilità dello Stato e spingendo il costo di finanziamento del debito a livelli insostenibili nel lungo termine. Tutto ciò è avvenuto nello stesso periodo in cui anche la tenuta della moneta unica, di fondamentale importanza per la stabilità macroeconomica, è stata a più riprese messa a repentaglio dalle incertezze e dalle divisioni della politica del vecchio continente.

In un contesto di tale difficoltà, le perdite di masse registrate dall'industria della gestione potrebbero essere giudicate (pur nella loro gravità) meno drammatiche rispetto a quelle subite nel 2008 quando, a fronte di una crisi di proporzioni meno sistemiche e relativamente circoscritta all'ambito finanziario, i deflussi toccarono la cifra record di 200 miliardi (Figura 8).

Per quanto attiene agli elementi di natura strutturale che caratterizzano il mercato del risparmio gestito, nel corso del 2011 sono proseguiti, sia pure con intensità attenuata, due trend che interessano la proporzione tra fondi domestici ed esteri da una parte, e quella tra prodotti di gestione collettiva e mandati dall'altra.

Figura 8 - Patrimonio gestito, raccolta netta (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2007-2011.

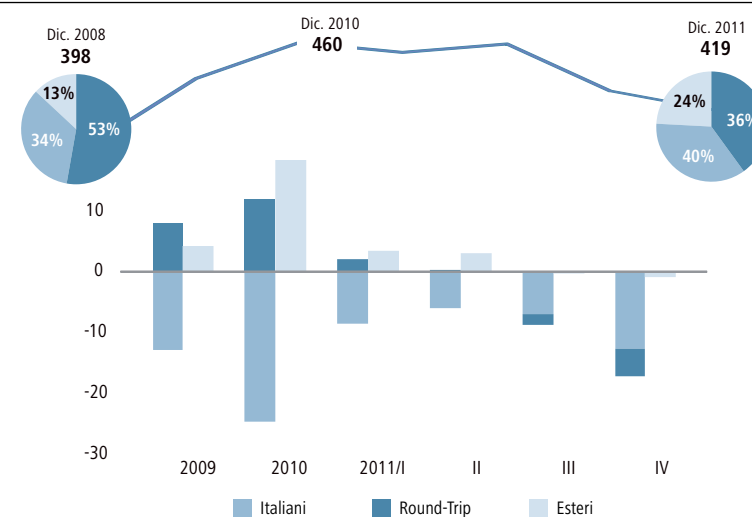
Fonte: Assogestioni



Il primo trend consiste in una ricomposizione delle tipologie all'interno dell'offerta dei fondi aperti, che si manifesta con una raccolta negativa da parte dei prodotti italiani cui fa da contrappeso (ormai solo parziale) l'afflusso di risparmio a favore dei fondi istituiti in altri Paesi (Lussemburgo in particolare) da intermediari appartenenti a gruppi italiani (fondi round-trip) o esteri ("puri"; si veda Figura 9).

Figura 9 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2009-2011.

Fonte: Assogestioni





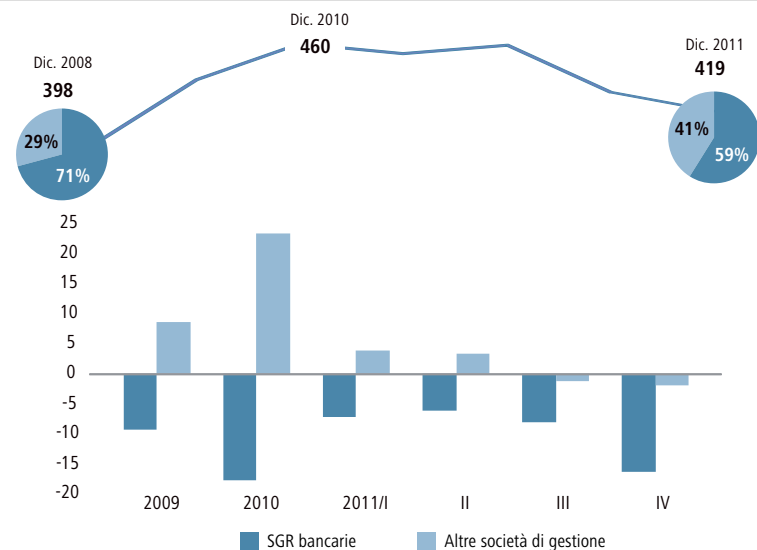
Lo scorso anno questo fenomeno, in atto quasi ininterrottamente dal 2001, si è ulteriormente evoluto nella direzione di un'ulteriore accelerazione dei deflussi dei prodotti domestici (-34 miliardi, contro i -24 del 2010), cui si sono contrapposti i fondi esteri "puri" che, nonostante le difficoltà attraversate nella seconda parte dell'anno, hanno mantenuto una raccolta positiva (+5,2 miliardi, contro i +18,5 del 2010); i prodotti esteri sponsorizzati da intermediari domestici, invece, sono scivolati in territorio negativo (-4 miliardi, contro i +11,9 del 2010). Questo ha portato il livello di penetrazione dei prodotti esteri alla fine del 2011 a valori attorno al 65% (24% la quota rappresentata da fondi di case straniere).

La ripartizione del dato di raccolta sulla base del domicilio del fondo e del gruppo di gestione, per molti aspetti, è sovrapponibile a quella basata sulla distinzione tra fondi promossi da SGR appartenenti a gruppi bancari italiani (-37,5 miliardi nel 2011, -17,6 nel 2010) e resto del mercato, formato dai prodotti promossi da intermediari esteri, indipendenti e/o il cui principale canale distributivo è rappresentato dalle reti di promotori finanziari (+4,5 miliardi nel 2011, +23,3 nell'anno precedente).

Da questi dati appare evidente la capacità del secondo insieme di società di mantenere nel tempo - anche in situazioni di difficoltà - un livello di raccolta complessivamente positivo, o comunque di limitare i deflussi (Figura 10).

Figura 10 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta suddivisi tra SGR bancarie e altre società di gestione (miliardi di euro). Anni 2009-2011.

Fonte: Assogestioni



Queste evidenze statistiche, pur nel loro carattere generale, dimostrano quanto sia urgente per i gestori italiani, che ancora collocano la gran parte dei propri prodotti tramite il canale bancario *captive*, differenziare le proprie politiche commerciali. A maggior ragione se si considera il rischio che la competizione con la raccolta bancaria diretta - e lo spiazzamento dei fondi e di altri prodotti d'investimento che a essa tende ad accompagnarsi - possa riprendere vigore.

A tale proposito, non è da sottovalutare la possibilità che l'accelerazione dei deflussi dai fondi aperti, iniziata a partire dal secondo semestre del 2011, sia da attribuire all'acuirsi delle difficoltà di *fundng* delle banche. Sul punto sarà interessante verificare se gli aiuti forniti di recente dalla BCE per allentare le tensioni sul mercato finanziario si rifletteranno anche sull'andamento della raccolta dei fondi delle SGR bancarie.

Il secondo *trend* che anche nel 2011 ha interessato il mercato del risparmio gestito va individuato sul piano della generale ripartizione dell'offerta dell'industria tra prodotti di gestione collettiva e gestioni di portafoglio.

Da alcuni anni, e in particolare a partire dalla crisi del 2008, la proporzione tra queste due macro tipologie di prodotti si è andata lentamente evolvendo a vantaggio della seconda, al punto che la differenza del tasso di raccolta dei mandati rispetto a quello della gestione collettiva ha portato, nel corso del 2010 e per la prima volta nella storia dell'industria italiana, al sorpasso delle masse gestite riferite al primo segmento su quelle del secondo.

Si è trattato di un sorpasso di piccola entità sotto il profilo quantitativo (confermato nel 2011: nonostante la raccolta molto modesta, a dicembre i mandati pesavano il 51% del mercato), che tuttavia assume un importante significato dal punto di vista qualitativo: l'industria dell'*asset management*, infatti, sembra cercare una via d'uscita dalla crisi puntando (anche) verso un maggior grado di istituzionalizzazione del proprio portafoglio clienti.

A questo proposito, e a complemento di quanto osservato in precedenza con riferimento al rapporto tra istituzionalizzazione del portafoglio e qualità del risparmio delle famiglie, è interessante notare come dalle statistiche internazionali emerga un legame robusto tra le dimensioni degli investitori istituzionali e il grado di sviluppo dell'industria locale del risparmio gestito (Tavola 3, pag.36).

Tavola 3 - Industria del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio). Patrimonio gestito da società residenti in percentuale del PIL (miliardi di euro) e peso percentuale degli investitori istituzionali. Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita. Anno 2009.

Fonte: Efama, Eurostat

	Mld €	% PIL	% investitori istituzionali	% att. finanz. famiglie in fondi pensione e ass. vita
Italia	658	43	51	16
Germania	1.460	61	62	33
Francia	2.816	148	64	34
Regno Unito	3.783	241	77	52

Le probabilità di successo di un percorso di ripresa e sviluppo del comparto italiano dipendono in maniera cruciale dalla crescita degli investitori istituzionali. Crescita che finora è risultata troppo timida, tanto in ottica comparativa (permane il *gap* con i principali Paesi sviluppati), quanto soprattutto alla luce della futura progressiva riduzione della copertura pubblica del sistema previdenziale.

### L'incentivazione del risparmio a lungo termine

La lunga serie d'interventi sul sistema previdenziale pubblico, che si sono succeduti a varie riprese nel corso degli ultimi quindici anni, avrà un duplice effetto nel medio e nel lungo termine. Da una parte, quello di riportare sotto controllo la spesa pensionistica in rapporto al PIL e di renderla quindi sostenibile anche nel lungo periodo; a questo proposito, gli interventi effettuati nel 2010 in materia di revisione periodica dei coefficienti di trasformazione, per adeguarli in maniera automatica alla speranza di vita, e i successivi interventi varati alla fine del 2011 hanno fornito un contributo fondamentale al contenimento della spesa prospettica (Figura 11).

Dall'altra parte (e per converso), questi interventi determineranno una considerevole riduzione del tasso di sostituzione, cioè del rapporto tra ultimo stipendio e prima pensione, che i lavoratori appartenenti alle coorti meno anziane si potranno ragionevolmente attendere all'età del pensionamento (Figura 12<sup>4</sup>).

<sup>4</sup> In questa figura non si tiene conto degli ulteriori effetti peggiorativi dei più recenti interventi approvati dal governo Monti, in particolare dell'estensione del sistema di calcolo contributivo pro-rata a tutti i lavoratori a partire dal 2012.

Figura 11 - Dinamica della spesa pensionistica in percentuale del PIL dopo le riforme del 2007, 2010 e 2011.

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

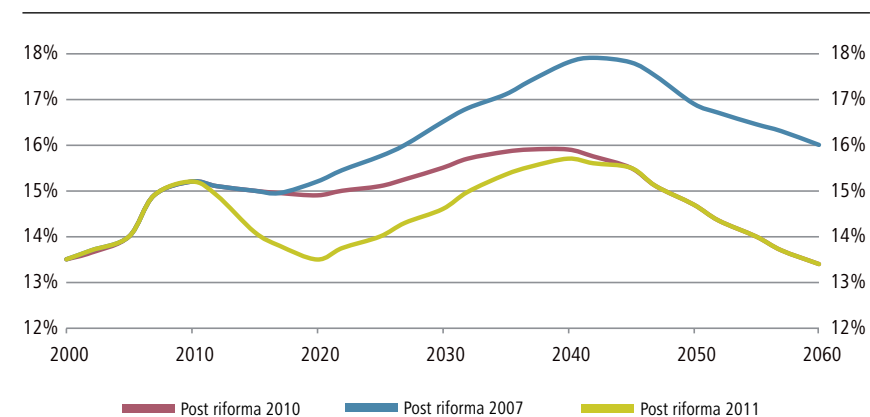
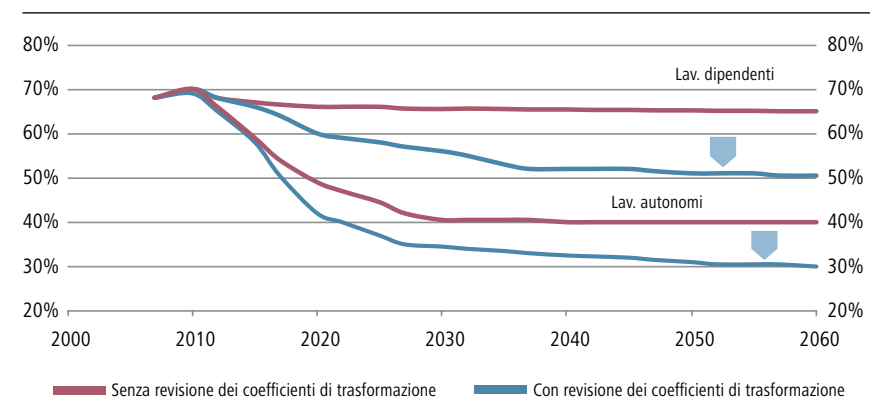


Figura 12 - Effetto della revisione dei coefficienti di trasformazione sui tassi di sostituzione del I pilastro.

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato



In questo contesto, il tradizionale scarso sviluppo nel nostro Paese degli strumenti di previdenza complementare, e più in generale degli investitori istituzionali, rappresenta una reale minaccia al futuro benessere dei lavoratori di oggi, purtroppo ancora troppo sottovalutata.

Da qui l'urgenza di una politica che riconosca un trattamento privilegiato al risparmio previdenziale e più in generale alle forme d'investimento di lungo termine, in virtù del loro evidente valore sociale, da attuarsi anche attraverso adeguati strumenti normativi che ne favoriscano lo sviluppo. Riguardo a

questo tema, sono due gli interventi prioritari che l'associazione ha ritenuto opportuno suggerire.

Il primo consiste nel rafforzamento e nella razionalizzazione del quadro disciplinare della previdenza complementare, che oggi, nonostante siano passati solo pochi anni dall'ultima importante riforma, risulta ancora troppo articolato e rappresenta un freno alla competizione, ponendo a volte seri ostacoli all'efficienza operativa delle forme previdenziali.

Il secondo intervento consiste nell'istituzione di uno specifico regime fiscale di favore per l'investimento del risparmio a lungo termine, sia che questo abbia natura prettamente previdenziale (accumulo per la vecchiaia) sia che venga realizzato con altre finalità non meno meritevoli (ad esempio a copertura delle spese per l'educazione dei figli).

L'esperienza dei Paesi in cui questa proposta è una realtà già da tempo (è il caso, ad esempio, degli *Individual Savings Accounts* – ISA nel Regno Unito o dei *Plans d'Épargne en Actions* – PEA in Francia) mostra chiaramente che i benefici derivanti dalle maggiori opportunità di rendimento per i propri risparmi si possono ben combinare con un'ampia dose di flessibilità delle possibilità di versamento o prelievo.

Anche i risparmiatori italiani avrebbero così la possibilità di allocare i propri risparmi in un conto sul quale, superato un certo periodo (ad esempio 5 anni), potrebbero godere di un'aliquota agevolata. Il titolare di un simile conto sarebbe libero, all'interno, di diversificare al meglio i propri investimenti e di cambiare le proprie scelte iniziali purché, ai fini dell'aliquota agevolata, mantenga nel tempo l'ammontare dei suoi risparmi.

A differenza della previdenza pubblica e di quella complementare non si tratterebbe di una forma di risparmio forzoso ma, piuttosto, di un risparmio volontario agevolato. Una soluzione che andrebbe a completare la gamma di strumenti a disposizione delle famiglie per investire sul lungo periodo, offrendo nuove e interessanti prospettive di rendimento per i propri risparmi.

## Conclusioni

Per l'industria della gestione del risparmio i prossimi mesi saranno cruciali per comprendere se le dinamiche che si sono evidenziate (o rafforzate) nel corso del-

la crisi si confermeranno anche nell'ambito di mercati finanziari più "normali".

In particolare, mentre si può ritenere probabile un consolidamento della positiva tendenza a una maggiore istituzionalizzazione del mercato, per converso è molto difficile fare previsioni sulla futura dinamica di sostituzione tra fondi italiani ed esteri, che nel corso degli ultimi anni ha progressivamente impoverito la nostra piazza finanziaria, sia pure in maniera non irreversibile.

A tale proposito si rivelerà fondamentale la capacità dell'industria italiana di cogliere tempestivamente le opportunità che emergeranno in occasione dell'imminente piena entrata in vigore della direttiva Ucits IV, così come nel contesto della futura evoluzione dell'assetto regolamentare in materia di distribuzione dei prodotti finanziari, che verrà a determinarsi sulla base dell'esito del vivace dibattito tutt'ora in corso attorno alla revisione della direttiva MiFID.

Calibrata su tempi inevitabilmente più lunghi, ma non per questo meno importante, è infine la sfida della crescita del risparmio a lungo termine. È infatti venuta l'ora che questo elemento, fondamentale per la crescita economica del nostro Paese e per la sua sostenibilità nel tempo, acquisisca centralità nel dibattito politico ed economico e trovi concrete politiche di incentivo e di protezione, in sintonia con il dettato della Costituzione che impegna lo Stato a incoraggiare e tutelare il risparmio.