

**Per un'allocazione efficiente del risparmio in Italia**

Progetto Federazione ABI-ANIA e Assogestioni

# **Il posizionamento strategico dell'industria finanziaria italiana**

Giuseppe Lusignani  
Università di Bologna

Roma, 16 marzo 2010

# Obiettivo del lavoro

- Analizzare i fattori di offerta e di domanda che possono aver portato, in Italia, alla prolungata crisi del comparto del risparmio gestito, iniziata molto prima della crisi finanziaria ed economica dell'ultimo biennio.
- Fornire elementi di analisi, finalizzati alla individuazione di possibili interventi per favorire in Italia un'allocazione efficiente del risparmio.

## Evoluzione del modello di intermediazione – flussi cumulati in miliardi di euro

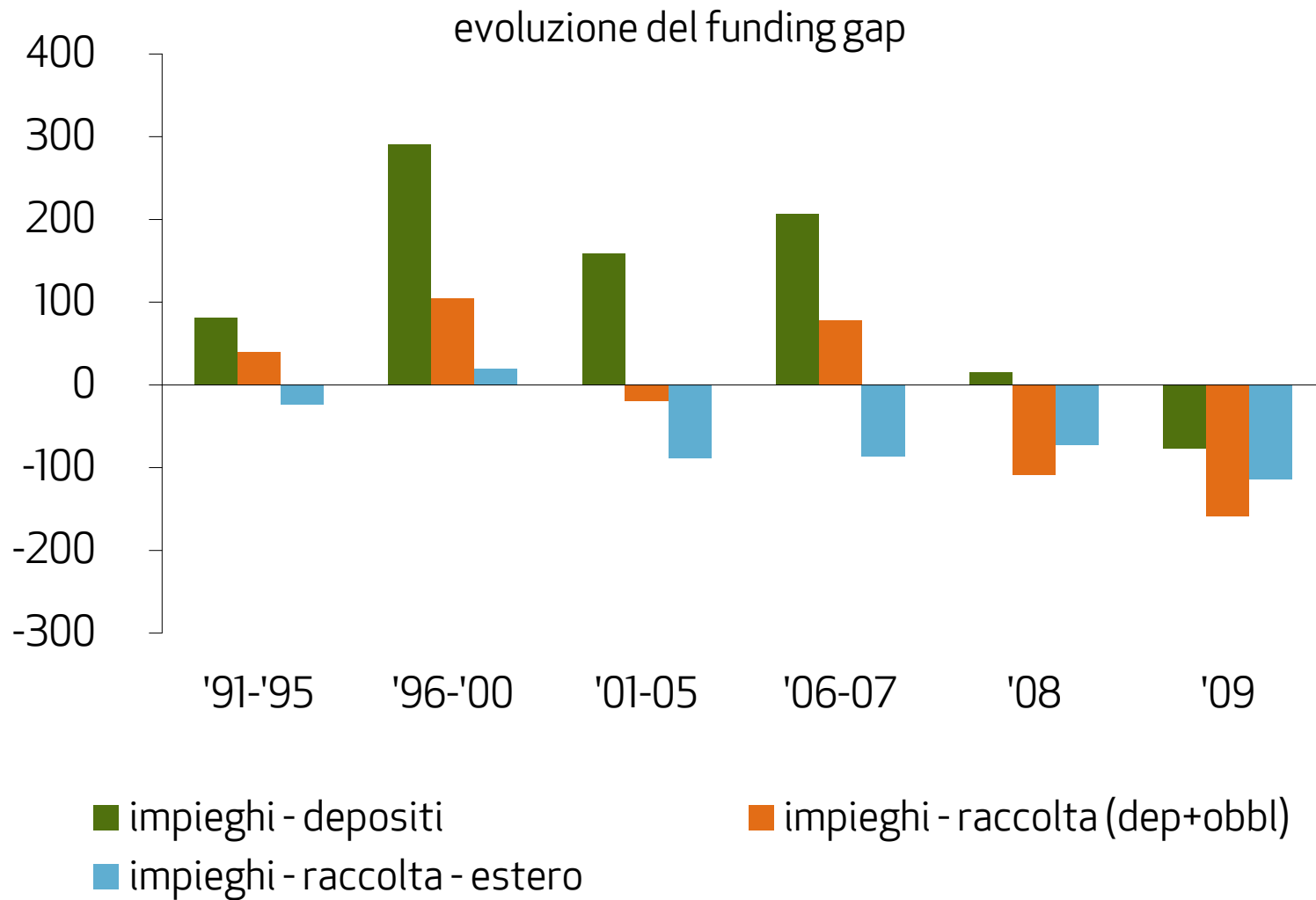
	1991-1995	1996-2000	2001-05	2006-07	2008	2009
impieghi bancari	187	278	327	259	63	24
<i>impieghi/pil %</i>	70.8	70.5	82.0	95.4	100.0	105.0
dep.c/c e rimb. preavviso <sup>1</sup>	17	129	193	56	45	86
dep. durata prestabilita <sup>2</sup>	89	-142	-25	-4	3	15
obbligazioni	41	187	179	129	124	82
provv. sull'estero	64	84	69	165	-36	-44
cartolarizzazioni	-	n.d.	32°	46	84	60
titoli/impieghi %	-	25 <sup>#</sup>	16	16	22	28
per memoria:						
titoli di Stato	413	106	130	58	62	88
obbl. di imprese non fin.	-	-	23	14	2	11*
raccolta netta fondi comuni <sup>3</sup>	27	416	55	-67	-140	1
raccolta netta polizze vita <sup>4</sup>	-	-	172	14	-9	29

(1) prima del 2008, Dep. risp. e c/c; (2) CD prima del 2008

(3) totale fondi comuni al netto di duplicazioni e comprensivi di una stima dei fondi esteri di intermediari esteri dal 1999

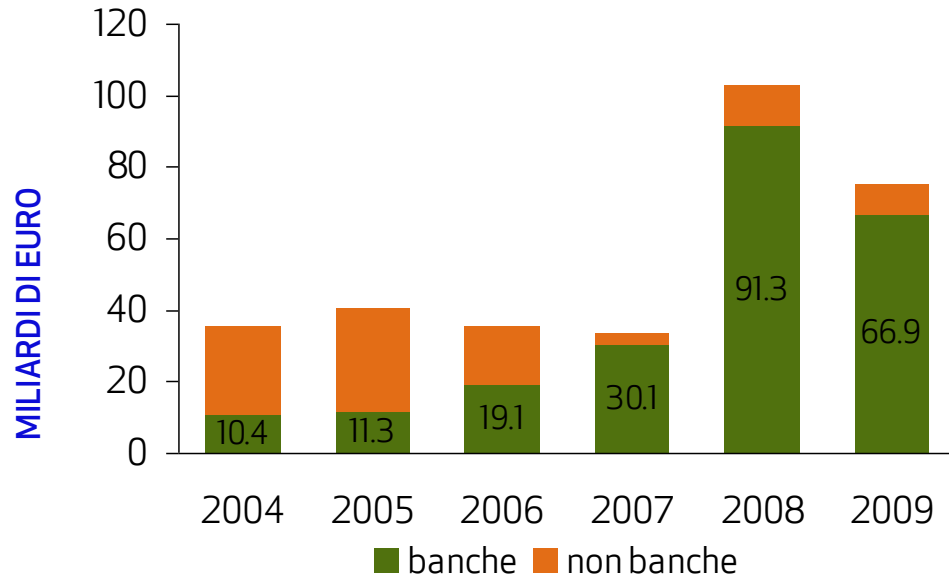
(4) compresa raccolta netta società cross-border dal 2004; 2009 stime prometeia

# Funding gap

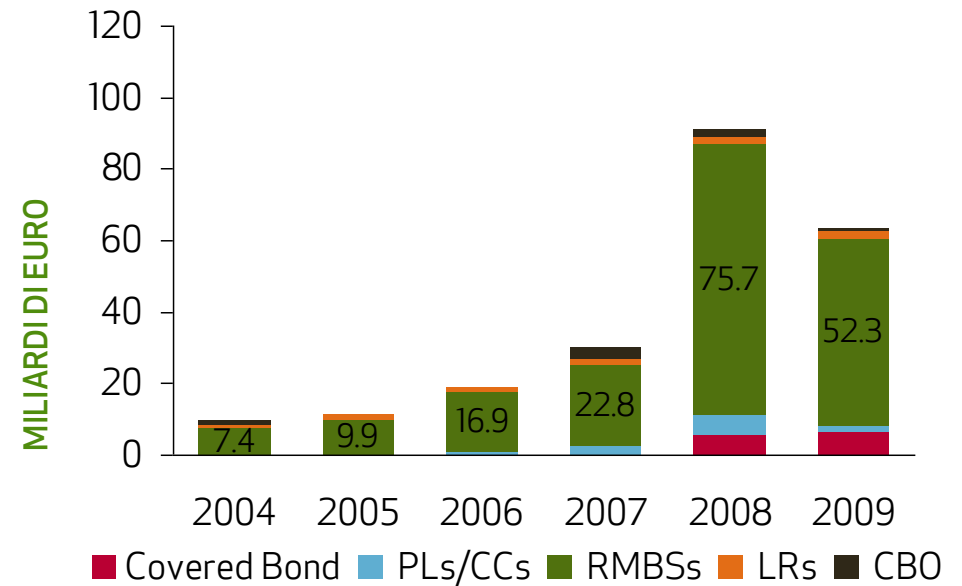


# Il ruolo delle cartolarizzazioni

volumi di impieghi cartolarizzati



volumi di impieghi cartolarizzati per tipologia - banche



fonte: elaborazioni su dati securitisation.it

## Composizione % dei portafogli finanziari delle famiglie

	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>set-09</b>
<b>att.tà liquide</b>	38.5	23.6	27.1	31.3	30.5
<b>- di cui a vista</b>	15.6	12.3	14.2	15.9	15.3
<b>titoli di debito</b>	24.8	16.2	19.6	22.8	21.4
<b>- di cui governativi</b>	<i>20.7</i>	<i>6.6</i>	<i>7.3</i>	<i>7.9</i>	<i>6.4</i>
<b>- di cui obbl. bancarie</b>	<i>2.1</i>	<i>6.8</i>	<i>8.5</i>	<i>10.8</i>	<i>10.8</i>
<b>azioni e part.</b>	19.1	29.6	26.1	20.0	21.8
<b>fondi comuni</b>	3.8	15.8	7.3	4.8	5.2
<b>riserve vita</b>	3.1	5.7	10.0	10.2	10.6
<b>f.pensione e TFR</b>	5.7	4.8	5.7	6.3	6.1
<b>altro</b>	5.0	4.2	4.2	4.6	4.4

fonte: elaborazioni e stime prometeia su dati Banca d'Italia

A due anni dall'inizio della crisi finanziaria, il sistema finanziario italiano (famiglie, imprese e intermediari finanziari) ripresenta alcune delle caratteristiche già presenti dieci anni prima, con alcune differenze:

- la componente dei titoli nel portafoglio delle famiglie è tornata su livelli elevati (inferiori a quelli del 1995), ma con meno titoli pubblici e più obbligazioni bancarie;
- le famiglie detengono più polizze assicurative, la cui quota è cresciuta nel medio periodo trovando un forte impulso nella domanda di protezione del valore degli investimenti e, dal lato dell'offerta, nella convenienza di natura commissionale;
- i fondi comuni, dopo essere cresciuti molto fino al 2000, sono tornati vicino ai livelli del 1995.

Il portafoglio dopo la crisi è meno diversificato rispetto agli inizi del decennio e verosimilmente più rischioso rispetto a quello del 1995, per la maggiore presenza di titoli di emittenti privati in luogo di quelli pubblici

## le attività finanziarie delle famiglie nei principali paesi europei e in USA

<b>(composizione % a set-09)</b>	<b>IT</b>	<b>FR</b>	<b>DE</b>	<b>ES</b>	<b>UK</b>	<b>USA</b>
<b>att.tà liquide</b>	30.5	29.6	38.1	47.2	29.0	14.4
- <b>di cui a vista</b>	15.3	7.9	13.3	17.1	25.5	0.8
<b>titoli di debito</b>	21.4	1.9	8.3	2.6	0.6	9.5
- <b>di cui governativi</b>	6.4	0.8°	n.d.	0.4	0.2	4.2
- <b>di cui obbl. bancarie</b>	10.8	0.9°	n.d.	1.0	0.1	n.d.
<b>azioni e part.</b>	21.8	16.0	7.4	23.6	10.7	31.3
- <b>di cui quotate</b>	4.0	3.5	n.d.	6.3	3.7	16.6
<b>risparmio gestito</b>	17.2	43.8	43.6	21.7	54.6	42.5
- <b>fondi comuni</b>	5.2	8.1	12.4	8.5	2.6	12.5
- <b>riserve vita</b>	10.6	35.7	25.4	7.0	52.0	4.0
- <b>f.pensione (ex TFR)</b>	1.4	n.d.	5.8	6.3	n.d.	26.0
<b>altro*</b>	9.1	8.6	2.6	4.8	5.1	2.3

(\*) dati di fine 2007; (\*) per l'Italia, compreso TFR

fonte: elaborazioni e stime prometeia su dati Banche Centrali



- Le banche sono tornate ad erogare credito a ritmi contenuti; stanno ricostituendo livelli di liquidità più adeguati; le obbligazioni hanno sostituito i certificati di deposito;
- E' aumentato il ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese, soprattutto di grande dimensione; le imprese di piccola e media dimensione continuano a finanziarsi esclusivamente presso il sistema bancario.
- Il sistema finanziario è quindi tornato ad essere molto "orientato alle banche"; rispetto a prima della crisi i rischi di credito e di trasformazione delle scadenze sono in parte ritornati in capo alle banche, rendendo necessario al sistema bancario livelli più elevati di capitale per fronteggiare i maggiori rischi.
- Nel medio periodo le banche saranno chiamate ad accrescere i requisiti di capitale, attraverso azioni sia di rafforzamento patrimoniale sia di riduzione dei rischi nel proprio bilancio.

- In prospettiva, le imprese di maggiore dimensione potranno aumentare il ricorso diretto al mercato (obbligazionario e azionario); chi sottoscrive i titoli emessi dalle imprese?
- Le imprese di media e piccola dimensione resteranno in gran parte dipendenti dal credito bancario; in Italia il sistema bancario continuerà a rappresentare la principale fonte dei finanziamenti del sistema delle imprese, anche a medio-lungo termine.
- Come si finanzia il sistema bancario?  
Strumenti di raccolta a media e lunga scadenza: obbligazioni, covered bond, cartolarizzazioni (semplici).
- Chi li sottoscrive?
- E' ipotizzabile un'ulteriore espansione delle obbligazioni bancarie nei portafogli retail?

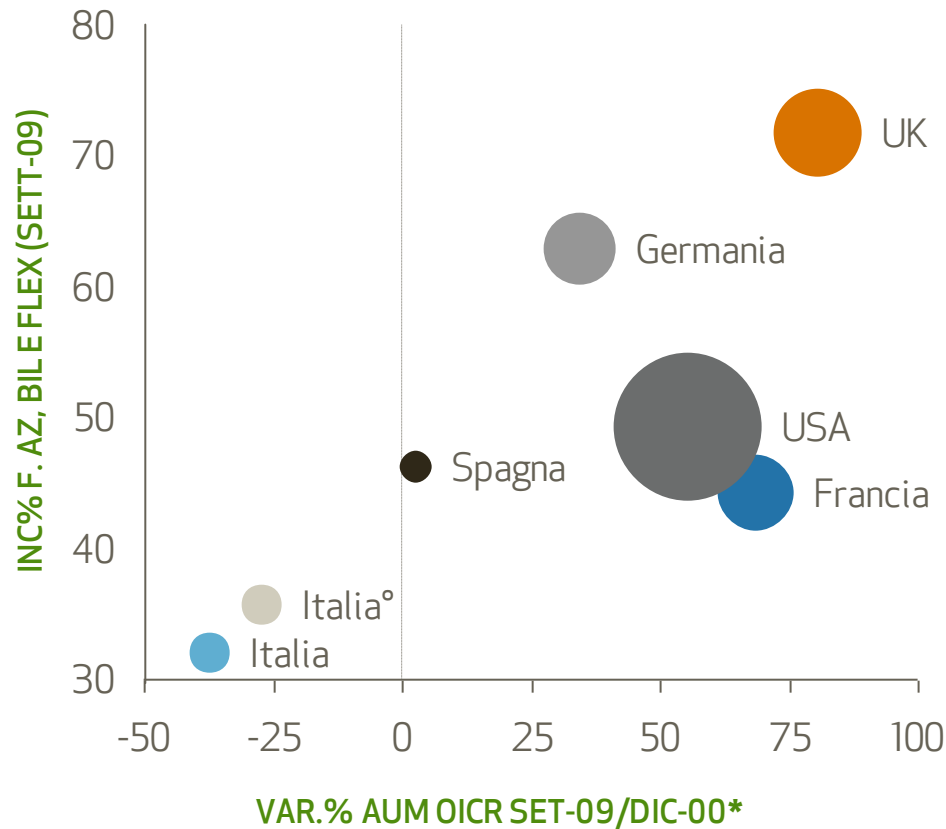
- In prospettiva, una parte dei rischi potrà (dovrà) tornare nei portafogli delle famiglie; con quali strumenti?
- le mutate condizioni di convenienza dell'offerta obbligazionaria retail (anche per effetto L3 Consob) e lo scarso sviluppo degli investitori istituzionali rendono percorribile (ed auspicabile) l'ipotesi che siano i prodotti di risparmio gestito, detenuti dalle famiglie, il veicolo attraverso cui assorbire i titoli emessi dai diversi emittenti migliorando al contempo il profilo di rischio-rendimento e la diversificazione dei portafogli delle famiglie.
- L'industria del risparmio gestito potrebbe tornare a svolgere il ruolo istituzionale che le è proprio, quello di valutare e selezionare titoli prevalentemente negoziabili e di combinarli per sfruttare i vantaggi della diversificazione.

- **Ma se lo sviluppo dei prodotti di risparmio gestito può dare impulso al ciclo dell'intermediazione, l'industria del risparmio gestito è in grado di fornire prodotti con profilo di rischio-rendimento adeguati a risparmiatori particolarmente avversi al rischio e che mostrano una scarsa fiducia verso il sistema finanziario?**
- **quale è oggi il livello di efficienza (e di costi) dell'industria dell'asset management italiana?**
- **Cosa può fare l'industria finanziaria per ristabilire la fiducia verso l'investimento sui mercati finanziari e, conseguentemente, verso i prodotti di risparmio gestito, e per porsi come interlocutore "credibile" nelle proprie proposte finanziarie alla clientela?**

# la crisi ormai decennale dei fondi comuni

- Il comparto italiano dei fondi comuni di investimento, prevalentemente retail e non alimentato da esigenze di allocazione durevole di risorse, esce oggi da una fase in cui ha perso significativamente masse ed è frammentato, piccolo e captive.
- L'industria dei FCI ha subito le necessità di ricomposizione dei flussi finanziari delle banche e sofferto la competizione di strumenti più opachi e con margini unitari più elevati.

## relazione tra dimensione degli investitori istituzionali e dinamica degli OICR



il comparto dei FCI italiano ha beneficiato solo parzialmente, rispetto ad altri paesi, della domanda dei servizi di gestione del patrimonio da parte degli investitori istituzionali di medio/lungo periodo, come le assicurazioni vita e i fondi pensione

(\*) calcolato in valuta locale per UK e USA; (°) compresa una stima dei fondi esteri di esteri; la bolla associata ai paesi rappresenta la dimensione delle attività finanziarie di assicurazioni e fondi pensione al 30/09/2009.

fonte: elaborazioni e stime prometeia su dati Efama, ICI, Banche Centrali, Office for National Statistic e Federal Reserve Bank

La contrazione del comparto dei FCI è stata dovuta anche ad alcune caratteristiche peculiari se confrontato con i principali paesi europei:

- riduzione della componente dei fondi obbligazionari tradizionali, estremamente sovrappesata nel caso italiano e non più in grado di produrre, redditività soddisfacente se non riducendo fortemente la struttura commissionale;
- difficoltà a ricostruire le consistenze del patrimonio in gestione verso prodotti azionari e bilanciati come investimenti di lungo periodo, per cui il peso rimane a livelli contenuti nel panorama europeo;
- concentrazione dell'offerta al mercato retail sui prodotti flessibili, a rendimento assoluto, la cui produzione generalizzata da parte di tutte le strutture captive delle banche non sempre ha significato un buon livello di qualità del prodotto.

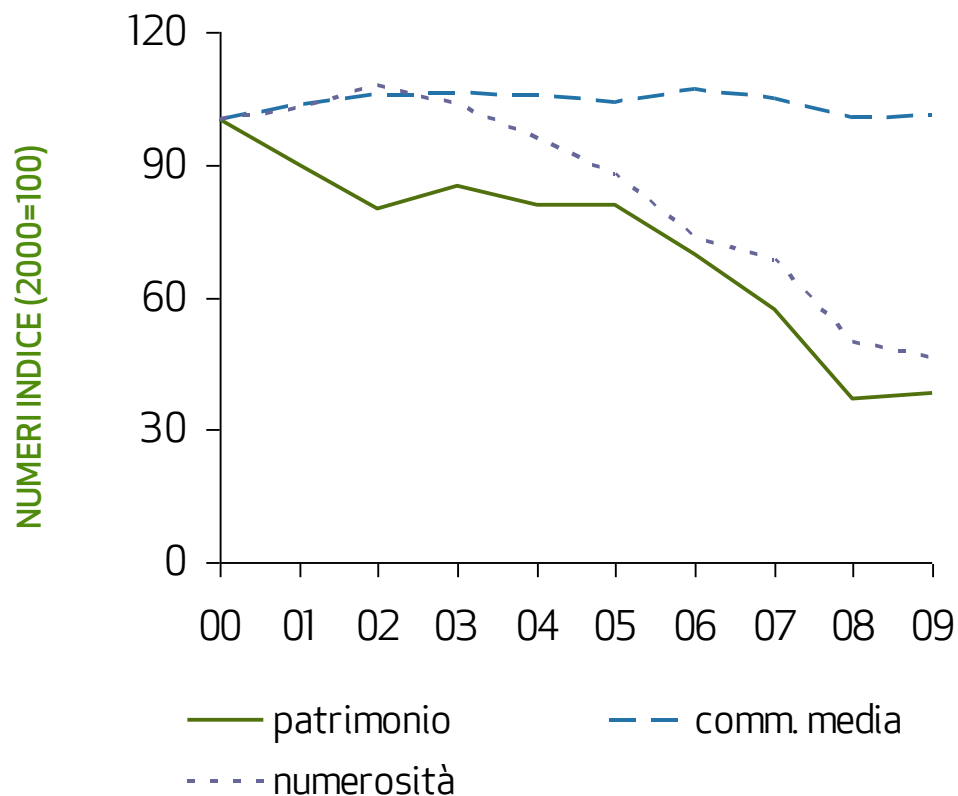
<b>(valori %)</b>	<b>Italiani + Esterovestiti</b>			<b>Media UE</b>		
	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2000</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>
<b>Azionari</b>	37.3	22.3	18.0	45.1	40.1	33.9
<b>Obbligazionari</b>	41.6	36.3	39.4	24.0	21.7	23.0
<b>Liquidità</b>	4.3	16.5	20.6	11.8	16.4	21.1
<b>Altro</b>	16.8	24.9	22.1	19.1	21.8	22.0

Quanto la dipendenza delle società di gestione dai gruppi di riferimento (e quindi la ridotta autonomia operativa delle stesse) ha condizionato le possibilità di evolvere verso un'offerta adeguata di strumenti finanziari con l'obiettivo di raggiungere la dimensione critica per svolgere efficacemente l'attività di gestione e con essa un contenimento dei costi di gestione?

Le commissioni sono andate prevalentemente a remunerare reti distributive poco efficienti, destinando una quantità di risorse insufficienti alle attività al servizio della gestione dei portafogli (produzione) con un impatto non indifferente sulla redditività dell'investitore finale, penalizzando le performance dei portafogli meno rischiosi e con un minor valore aggiunto dei servizi di gestione.



## commissioni di gestione medie, numerosità e patrimonio dei fondi italiani



## incidenza delle commissioni di distribuzione sulle commissioni complessive

	azionari	obbligazionari
<b>Italia</b>	74.7	68.8
<b>Germania</b>	63.5	27.3
<b>Francia</b>	46.1	34.5
<b>Spagna</b>	72.3	63.7
<b>Regno Unito</b>	55.8	43.9
<b>Irlanda</b>	62.5	45.0
<b>Lussemburgo</b>	64.4	46.9

fonte: elaborazioni prometeia su dati CRA International

## per tornare a svolgere il proprio ruolo istituzionale, l'industria del risparmio gestito si deve rinnovare

- nella fase di produzione
  - rimodulazione dei margini dell'industria a favore della fase produttiva
  - ridisegno dell'offerta in termini di maggiore semplicità e valorizzazione della funzione di diversificazione
- nella fase di distribuzione
  - innalzamento della qualità del servizio
  - efficientamento della rete di distribuzione
  - strutturazione portafoglio prodotti adeguato da proporre alla clientela
- nei presidi di governance
  - indipendenza delle strutture di asset management
  - rimozione dei conflitti di interesse



un ruolo rilevante può essere svolto dagli incentivi sia di natura regolamentare sia di natura fiscale volti a favorire l'inserimento nei portafogli delle famiglie di prodotti a medio/lungo termine e, soprattutto, di quelli a scopo previdenziale