



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani
del risparmio gestito

di Andrea Cardillo e Massimo Coletta

Novembre 2017

Numero

409



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani
del risparmio gestito

di Andrea Cardillo e Massimo Coletta

Numero 409 – Novembre 2017

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

GLI INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE ATTRAVERSO I PRODOTTI ITALIANI DEL RISPARMIO GESTITO

di Andrea Cardillo* e Massimo Coletta*

Abstract

Il lavoro analizza per la prima volta gli investimenti di portafoglio sottostanti i prodotti italiani del risparmio gestito detenuti dalle famiglie italiane nel periodo 2014-2016. Il portafoglio indiretto è risultato composto prevalentemente da titoli di Stato italiani, a fronte di una quota trascurabile delle obbligazioni private e delle azioni italiane. Nel triennio è aumentato il peso delle obbligazioni e delle azioni emesse da intermediari e imprese esteri: a fine 2016 le famiglie italiane investivano indirettamente nelle società non finanziarie francesi e statunitensi più di quanto investissero nelle società non finanziarie italiane. Per effetto della riclassificazione degli investimenti indiretti, aumenta la quota dei titoli di Stato italiani e degli investimenti in titoli di debito e quote di fondi comuni esteri sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane.

JEL Classification: G11, G23.

Keywords: risparmio gestito, investimenti delle famiglie, *look-through approach*.

Indice

1. Introduzione e principali conclusioni	5
2. Gli investimenti indiretti delle famiglie italiane	7
2.1 Gli investimenti indiretti tramite i fondi comuni italiani	8
2.2 Gli investimenti indiretti tramite i fondi pensione	10
2.3 Gli investimenti indiretti tramite i prodotti assicurativi	12
2.4 Gli investimenti indiretti tramite l'insieme dei prodotti del risparmio gestito	17
3. Il bilancio finanziario delle famiglie italiane prima e dopo <i>il look-through</i>	19
4. Gli investimenti indiretti delle famiglie italiane nel confronto internazionale	20
Appendice metodologica	24
Bibliografia	31

* Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e statistica, Servizio Analisi Statistiche, via Nazionale 91, 00184 – Roma, Italia.

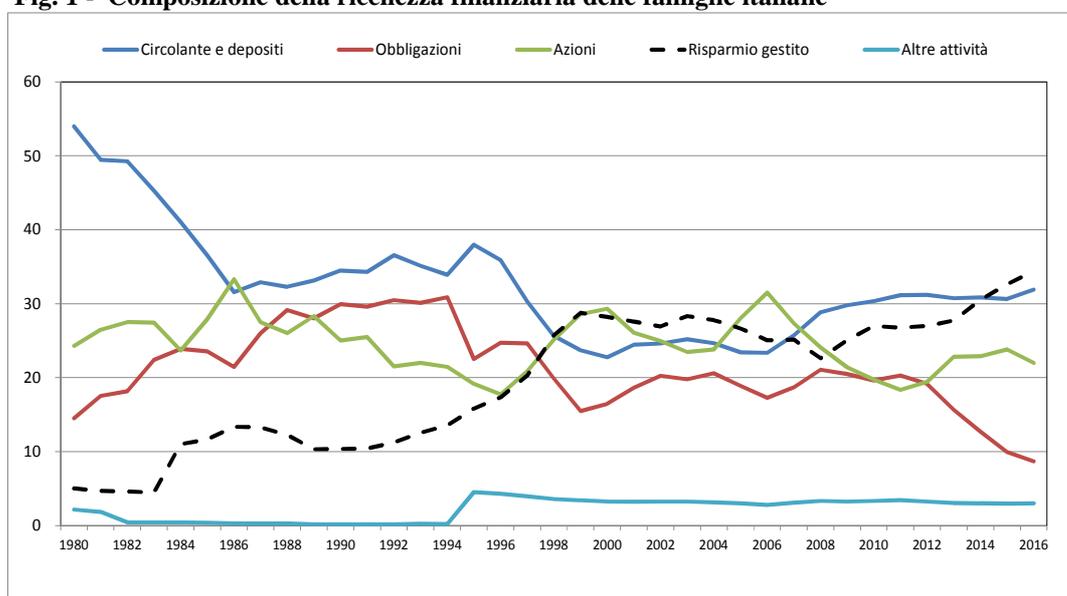
1. Introduzione e principali conclusioni¹

Per risparmio gestito si intende l'insieme dei prodotti assicurativi, dei fondi comuni di investimento e dei fondi pensione.

Fino all'introduzione dei fondi comuni nel 1984, le polizze assicurative hanno rappresentato l'unica forma di risparmio gestito detenuta dalle famiglie italiane, con una incidenza media del 7 per cento sulla ricchezza finanziaria totale del settore nel periodo 1950-1980. Con la riforma del sistema pensionistico dell'inizio degli anni novanta, si sono successivamente aggiunti i prodotti della previdenza complementare, che però continuano a rappresentare una quota modesta della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane.

Tra il 1998 e il 2006 la quota investita dalle famiglie italiane nel comparto gestito ha superato quella detenuta sotto forma di circolante e depositi, prima per i rilevanti investimenti nei fondi comuni, poi per la crescita dei prodotti assicurativi che ha compensato la progressiva uscita dai fondi comuni (fig. 1). Dal 2012 le famiglie italiane sono tornate ad aumentare il peso degli strumenti del risparmio gestito. A fine 2016 questi strumenti rappresentavano la componente più importante della ricchezza finanziaria con oltre il 34 per cento, contro il 32 per cento della somma di circolante e depositi. La composizione del bilancio finanziario delle famiglie italiane è così divenuta più simile a quella delle famiglie delle principali economie dell'area dell'OCSE, prevalentemente concentrata nei prodotti assicurativi e pensionistici e con peso ridotto per la componente obbligazionaria².

Fig. 1 - Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane



Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

¹ Si ringrazia Giorgio Albareto, Andrea Brandolini, Luigi Cannari, Gabriele Semeraro e Roberto Tedeschi per gli utili commenti.

² Sull'impatto della evoluzione delle assicurazioni e dei fondi pensione sulla ricchezza finanziaria delle famiglie nei paesi OCSE nel periodo 1995-2009 si veda Coletta e Zinni (2013).

Gli strumenti del risparmio gestito consentono alle famiglie di soddisfare molteplici esigenze: migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio finanziario attraverso la diversificazione, anche geografica, degli investimenti; accumulare risparmio a fini previdenziali; comprare protezione contro i rischi (es. morte, malattia, invalidità). Essi comprendono sia strumenti semplici e poco rischiosi come i fondi comuni monetari sia strumenti più complessi e rischiosi come i recenti prodotti assicurativi multiramo, che combinano polizze vita tradizionali con garanzia finanziaria da parte dell'impresa e polizze unit-linked in cui il rischio di investimento resta a carico dell'assicurato (Banca d'Italia, RSF, n. 1/2016).

Il risparmio gestito rappresenta una forma *indiretta* di partecipazione delle famiglie ai mercati finanziari, anche se il rischio sottostante gli strumenti finanziari presenti nei portafogli degli investitori istituzionali ricade interamente sulle famiglie solo nel caso dei fondi di investimento, dei fondi pensione a contribuzione definita e delle polizze assicurative unit e index-linked. Per quanto la differenza tra sottoscrizione diretta e indiretta non vada sopravvalutata³, le attività detenute indirettamente tramite i prodotti gestiti misurano il grado di "istituzionalizzazione" del risparmio delle famiglie.

Questo lavoro stima, per la prima volta, gli investimenti di portafoglio sottostanti i prodotti del risparmio gestito detenuti dalle famiglie italiane nel triennio 2014-2016, applicando il metodo del *look-through*. Questo metodo "guarda attraverso" i prodotti finanziari intermediati per mostrare la destinazione finale del risparmio delle famiglie e contestualmente fornire elementi per la valutazione dei vari tipi di rischio cui sono esposti i risparmiatori.

Gli strumenti del risparmio gestito analizzati nel lavoro includono le polizze assicurative, le quote di fondi comuni di investimento di diritto italiano e di fondi pensione. Le gestioni patrimoniali di banche, SIM e SGR sono escluse perché consistono nella gestione su base individuale di patrimoni e, secondo le regole di contabilità nazionale, gli strumenti nel loro portafoglio sono classificati direttamente tra le attività degli investitori finali. Sono esclusi i fondi chiusi di diritto italiano, che investono prevalentemente in immobili e in quote di fondi immobiliari, e i fondi di diritto estero per mancanza dei dati necessari⁴. Si utilizzano molteplici fonti statistiche sui portafogli finanziari delle famiglie e degli investitori istituzionali italiani, integrate dalle informazioni *security-by-security* contenute nel Centralised Securities Database (CSDB) della BCE.

³ Anche per l'investimento diretto le famiglie frequentemente si avvalgono di servizi finanziari (es. consulenza e gestione patrimoniale) prestati da intermediari che spesso partecipano attivamente alla definizione dei portafogli. Inoltre, sempre più spesso gli investitori istituzionali costruiscono portafogli finanziari adottando strategie passive di investimento, basate sulla replica di benchmark di mercato. Di recente, per la gestione del proprio portafoglio finanziario le famiglie possono avvalersi anche delle sofisticate applicazioni (robo-advisor) fornite dall'industria della tecnologia finanziaria (FinTech).

⁴ Della Corte et al. (2017) hanno applicato il metodo del *look-through* per stimare gli investimenti di portafoglio sottostanti i fondi esteri detenuti dal totale degli investitori italiani nel periodo 2009-2016 utilizzando i dati della bilancia dei pagamenti e le informazioni provenienti da Assogestioni. Una stima precedente era stata presentata nel lavoro di Felettigh e Monti (2008).

Le principali conclusioni del lavoro possono essere così riassunte:

- Nel triennio 2014-16 il portafoglio sottostante i prodotti italiani del risparmio gestito detenuti dalle famiglie italiane è aumentato del 12 per cento, da 712 a quasi 800 miliardi di euro; a fine 2016 rappresentava circa il 20 per cento della ricchezza finanziaria totale.
- Questo portafoglio è composto prevalentemente da titoli di Stato italiani (42 per cento a fine 2016), costituiti quasi interamente dai BTP. La quota delle obbligazioni private e delle azioni italiane è trascurabile.
- È aumentato il peso delle obbligazioni e delle azioni emesse da intermediari e imprese esteri: a fine 2016 le famiglie italiane investivano indirettamente nelle società non finanziarie francesi e statunitensi più di quanto investissero nell'insieme delle società non finanziarie italiane. Nel triennio vi è stata una ricomposizione a favore delle quote dei fondi comuni esteri, che a fine 2016 rappresentavano un quinto del portafoglio indiretto delle famiglie: l'aumento della quota è ascrivibile quasi interamente ai fondi esteri di diritto lussemburghese.
- Nei tre anni considerati la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane risultante dalla riclassificazione degli investimenti di portafoglio indiretti mostra un aumento della quota dei titoli di debito italiani, dovuto ai titoli di Stato, e un incremento della diversificazione geografica degli investimenti in titoli di debito e quote di fondi comuni. Questi risultati sono coerenti con l'evoluzione dell'intermediazione finanziaria avvenuta nell'area dell'euro negli ultimi anni, contrassegnata da un aumento del peso degli investitori istituzionali nel sistema finanziario, da un aumento degli investimenti *cross-border* e da un mercato obbligazionario più integrato di quello azionario.

Il lavoro si compone di quattro sezioni. La sezione 2 analizza in dettaglio gli investimenti sottostanti i prodotti del risparmio gestito detenuti dalle famiglie italiane. Nella sezione 3 i risultati del *look-through approach* vengono utilizzati per riclassificare il bilancio finanziario delle famiglie italiane e confrontarlo con quello precedente l'applicazione del metodo. Nella sezione 4 gli investimenti indiretti delle famiglie italiane tramite i prodotti del risparmio gestito sono confrontati con quelli delle famiglie residenti in alcune delle maggiori economie dell'area dell'OCSE. L'appendice metodologica chiude il lavoro.

2. Gli investimenti indiretti delle famiglie italiane

In questa sezione sono presentati i risultati dell'applicazione del metodo del *look-through* ai fondi di investimento di diritto italiano, ai fondi pensione e ai prodotti assicurativi detenuti dalle famiglie italiane. I livelli di intermediazione successivi al primo, rappresentati dagli investimenti in quote di fondi comuni (sia italiani, sia esteri), non sono stati invece resi trasparenti. Il metodo del *look-*

through, le fonti e i criteri adottati per la stima degli investimenti di portafoglio indiretti sono descritti nell'appendice metodologica.

2.1. Gli investimenti indiretti tramite i fondi comuni italiani

Nel triennio 2014-2016 il portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano riconducibile alle quote detenute dalle famiglie italiane è passato da 159 a 185 miliardi di euro; a fine 2016 rappresentava il 4,4 per cento della ricchezza finanziaria totale delle famiglie. Questo portafoglio è stato caratterizzato dalla sostituzione dei titoli di debito italiani con le quote di fondi comuni emesse da non residenti⁵. La ricomposizione, pari a otto punti percentuali, ha aumentato l'esposizione indiretta delle famiglie verso l'estero che, già prevalente nel 2014, a fine 2016 ha superato il 61 per cento⁶. I risultati del metodo del *look-through*, presentati in tavola 1, consentono di analizzare nel dettaglio le componenti del portafoglio e individuare i principali fattori della dinamica osservata.

I **titoli di debito** rappresentano circa i due terzi degli investimenti che le famiglie italiane detengono indirettamente tramite la partecipazione ai fondi comuni italiani. La contrazione della quota obbligazionaria registrata dal 2014 è stata determinata quasi interamente dalla flessione dei titoli pubblici, passati dal 48 al 39 per cento⁷. I titoli italiani prevalgono su quelli esteri, sebbene la differenza tra le due quote si sia ridotta nel triennio da 10 a 3 punti percentuali. La componente italiana è costituita prevalentemente dai titoli di Stato, in particolare dai BTP; il peso delle obbligazioni emesse da banche e da società finanziarie e non finanziarie residenti rimane invece trascurabile (circa 6 per cento). Al contrario, tra i titoli esteri prevalgono quelli emessi da banche e imprese, che nell'insieme rappresentano il 17 per cento del portafoglio contro il 12 per cento dei titoli pubblici⁸.

L'investimento indiretto in **azioni**⁹ è rimasto pressoché stabile intorno al 12 per cento; le azioni estere ne rappresentano oltre l'80 per cento. Le informazioni anagrafiche a livello di singolo titolo mostrano che gli investimenti azionari esteri sono diretti prevalentemente verso le società non finanziarie quotate residenti negli Stati Uniti, in Francia, in Germania e nel Regno Unito.

⁵ Dalle informazioni di vigilanza sul settore detentore delle quote di ciascun fondo comune risulta che le famiglie italiane nel triennio hanno detenuto in media circa il 90 per cento del totale delle quote emesse dai fondi italiani; la quota di partecipazione è stata molto bassa per i fondi speculativi e più elevata per le categorie di fondi con un profilo di rischio più contenuto (fondi obbligazionari, flessibili e bilanciati).

⁶ Poiché il metodo del *look-through* non viene applicato ai fondi esteri nel portafoglio degli investitori istituzionali italiani, il peso dell'esposizione indiretta verso l'estero derivante da questi fondi rappresenta una stima per eccesso (cfr. tavole 2, 3 e 4). Della Corte et al. (2017) e Felettigh e Monti (2008) hanno trovato che i fondi esteri detenuti dagli investitori italiani investono quasi interamente all'estero il risparmio raccolto in Italia.

⁷ La componente italiana e quella estera vi hanno contribuito rispettivamente per sette e due punti percentuali. La contrazione dei titoli pubblici italiani è da attribuire principalmente ai titoli a breve termine (BOT e CTZ), mentre quella dei titoli pubblici esteri al disinvestimento dai titoli di Stato dell'area dell'euro, in parte compensata dall'aumento dei titoli pubblici dei paesi extra-UE, soprattutto statunitensi.

⁸ All'interno di questa componente si osserva un aumento della quota investita nei titoli degli intermediari non bancari, in particolare olandesi.

⁹ Costituite quasi esclusivamente da azioni quotate.

Tavola 1 - Fondi comuni di diritto italiano detenuti dalle famiglie italiane: composizione portafoglio per strumento e residenza dell'emittente (valori percentuali).

	2014	2015	2016
Titoli di debito	69,7	63,6	61,8
Emessi da residenti	39,9	34,3	32,9
di cui: amm. pubbliche	33,7	28,3	27,2
<i>BOT</i>	8,8	4,0	3,3
<i>BTP</i>	19,8	20,2	19,6
<i>CCT</i>	1,8	1,5	2,1
<i>CTZ</i>	2,9	2,1	1,9
<i>Altri</i>	0,4	0,5	0,3
di cui: banche	3,7	3,5	3,2
di cui: soc. finanziarie	0,5	0,6	0,6
di cui: soc. non finanziarie	2,0	1,9	1,8
Emessi da non residenti	29,8	29,3	28,9
di cui: amm. pubbliche	14,4	14,1	12,3
emessi da paesi UM	9,7	8,5	6,0
emessi da altri paesi UE	0,7	0,5	0,5
emessi da paesi non UE	4,0	5,1	5,9
<i>Stati Uniti</i>	1,6	3,1	3,2
<i>Messico</i>	0,3	0,2	0,3
di cui: banche	4,2	4,0	4,5
<i>Regno Unito</i>	1,3	0,9	1,0
<i>Francia</i>	0,9	0,8	0,6
di cui: soc. finanziarie	5,7	5,6	6,8
<i>Lussemburgo</i>	1,4	1,1	1,6
<i>Paesi Bassi</i>	0,8	1,0	1,4
<i>Stati Uniti</i>	0,8	0,8	0,7
di cui: soc. non finanziarie	5,5	5,6	5,3
<i>Francia</i>	1,1	1,1	1,4
<i>Stati Uniti</i>	0,9	0,8	1,0
<i>Paesi Bassi</i>	0,6	0,6	0,6
Azioni	12,2	13,0	12,1
Emesse da residenti	2,1	2,5	2,1
di cui: banche	0,6	0,7	0,5
di cui: soc. finanziarie	0,3	0,2	0,2
di cui: soc. non finanziarie	1,3	1,6	1,5
Emesse da non residenti	10,1	10,5	10,0
<i>Stati Uniti</i>	2,8	2,8	2,7
<i>Francia</i>	1,0	1,3	1,4
<i>Germania</i>	1,0	1,1	1,1
<i>Regno Unito</i>	0,8	1,0	0,8
di cui: banche	0,6	0,5	0,8
di cui: soc. finanziarie	1,6	1,6	1,4
di cui: soc. non finanziarie	8,0	8,4	7,9
<i>Stati Uniti</i>	2,4	2,2	2,2
<i>Germania</i>	0,8	1,1	1,1
<i>Francia</i>	0,8	0,9	1,0
<i>Regno Unito</i>	0,7	0,8	0,6
Quote di fondi comuni	18,1	23,4	26,1
Emesse da residenti	1,9	3,2	3,9
Emesse da non residenti	16,2	20,2	22,2
<i>Lussemburgo</i>	9,7	14,0	16,3
<i>Irlanda</i>	3,7	4,0	4,1
Portafoglio totale	100,0	100,0	100,0
- milioni di euro	158.661	178.360	184.571
- peso su totale attività finanziarie delle famiglie	3,9	4,3	4,4

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

Nei tre anni considerati l'investimento in **quote di fondi comuni** ha registrato un aumento significativo, dal 18 al 26 per cento del portafoglio, che si è concentrato sulle quote dei fondi esteri. A fine 2016 la quota dei fondi italiani, sebbene in aumento, rimaneva trascurabile rispetto a quella dei fondi esteri, costituiti quasi interamente dai fondi di diritto lussemburghese e irlandese.

Nel complesso, la composizione del portafoglio dei fondi comuni italiani attribuibile alle famiglie italiane è prevalentemente orientata verso gli investimenti esteri ed è coerente con un mercato finanziario italiano caratterizzato da uno spessore elevato del mercato dei capitali pubblici, da un mercato dei capitali privati poco sviluppato e da una ridotta capitalizzazione del mercato borsistico.

2.2. Gli investimenti indiretti tramite i fondi pensione

Nel triennio considerato le risorse gestite dai fondi pensione per conto delle famiglie italiane alle quali è stato applicato il metodo di indagine sono aumentate da 86 a 95 miliardi di euro; la loro incidenza sulla ricchezza finanziaria totale delle famiglie rimane contenuta (2,3 per cento a fine 2016). La composizione per tipologia di strumento e per residenza della controparte degli investimenti detenuti indirettamente dalle famiglie per il tramite dei fondi pensione è rimasta sostanzialmente stabile: i titoli di debito rappresentano la gran parte del portafoglio totale gestito, che è investito prevalentemente all'estero.

I risultati del metodo del *look-through*, presentati in tavola 2, mostrano che il peso preponderante dei **titoli di debito** è ascrivibile ai titoli pubblici, che costituiscono l'investimento prevalente dei fondi pensione (il 50 per cento a fine 2016). Nel corso del triennio, l'incidenza dei titoli pubblici esteri ha superato quella dei titoli pubblici italiani¹⁰. E' quasi interamente estero l'investimento in obbligazioni di banche e di società finanziarie e non finanziarie; in particolare, a fine 2016 le famiglie italiane investivano indirettamente nelle obbligazioni di società non finanziarie statunitensi e francesi più di quanto investissero nell'insieme delle società non finanziarie italiane (rispettivamente, 2,4, 1 e 0,6 per cento del portafoglio totale).

L'investimento indiretto delle famiglie in **azioni** ammonta a circa il 20 per cento del portafoglio; per oltre il 90 per cento è costituito da azioni emesse da non residenti. Oltre il 50 per cento di queste ultime è emesso da società non finanziarie residenti negli Stati Uniti, in Francia, in Germania e nel Regno Unito.

Pressoché stabile l'investimento in **fondi comuni**, con una incidenza di circa il 12 per cento sul portafoglio totale: le quote sono emesse quasi interamente da intermediari esteri che risiedono prevalentemente in Lussemburgo e Irlanda.

¹⁰ Circa l'85 per cento dei titoli pubblici esteri sono emessi dai principali paesi dell'area dell'euro, dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, mentre i titoli pubblici italiani sono rappresentati dai BTP.

Tavola 2 - Fondi pensione delle famiglie italiane: composizione portafoglio per strumento e residenza dell'emittente (valori percentuali).

	2014	2015	2016
Titoli di debito	68,6	69,4	67,3
Emessi da residenti	29,3	27,2	26,0
di cui: amm. pubbliche	27,4	25,5	24,3
<i>BOT</i>	1,6	0,7	0,0
<i>BTP</i>	25,8	24,8	24,3
di cui: banche	1,1	0,9	0,9
di cui: soc. finanziarie	0,2	0,3	0,2
di cui: soc. non finanziarie	0,6	0,5	0,6
Emessi da non residenti	39,4	42,2	41,3
di cui: amm. pubbliche	26,6	25,7	26,0
<i>Francia</i>	6,8	<i>Francia</i> 6,1	<i>Francia</i> 6,4
<i>Spagna</i>	5,0	<i>Spagna</i> 5,5	<i>Spagna</i> 5,4
<i>Germania</i>	4,3	<i>Germania</i> 3,6	<i>Germania</i> 3,9
<i>Stati Uniti</i>	2,6	<i>Stati Uniti</i> 2,7	<i>Stati Uniti</i> 3,4
<i>Belgio</i>	2,0	<i>Regno Unito</i> 1,8	<i>Regno Unito</i> 1,5
<i>Regno Unito</i>	1,6	<i>Belgio</i> 1,6	<i>Belgio</i> 1,4
di cui: banche	4,5	2,7	4,7
di cui: soc. finanziarie	5,0	9,3	5,4
<i>Paesi Bassi</i>	0,9	<i>Guernsey</i> 3,1	<i>Paesi Bassi</i> 1,1
<i>Enti internazionali</i>	0,8	<i>Paesi Bassi</i> 1,4	<i>Stati Uniti</i> 1,1
<i>Lussemburgo</i>	0,7	<i>Stati Uniti</i> 0,8	<i>Lussemburgo</i> 0,7
di cui: soc. non finanziarie	3,3	4,5	5,2
<i>Stati Uniti</i>	1,1	<i>Francia</i> 1,9	<i>Stati Uniti</i> 2,4
<i>Francia</i>	1,0	<i>Stati Uniti</i> 1,4	<i>Francia</i> 1,0
Azioni	19,4	19,0	20,4
Emesse da residenti	1,0	1,1	1,2
Emesse da non residenti	18,4	17,9	19,2
<i>Stati Uniti</i>	6,7	<i>Stati Uniti</i> 6,4	<i>Stati Uniti</i> 7,2
<i>Francia</i>	2,2	<i>Francia</i> 2,1	<i>Francia</i> 2,2
<i>Germania</i>	2,2	<i>Germania</i> 1,9	<i>Germania</i> 1,9
<i>Regno Unito</i>	1,7	<i>Regno Unito</i> 1,8	<i>Regno Unito</i> 1,6
di cui: banche	1,5	1,4	1,5
di cui: soc. finanziarie	2,2	2,3	2,6
di cui: soc. non finanziarie	14,6	14,2	15,0
<i>Stati Uniti</i>	5,6	<i>Stati Uniti</i> 5,2	<i>Stati Uniti</i> 5,7
<i>Germania</i>	1,8	<i>Germania</i> 1,7	<i>Germania</i> 1,8
<i>Francia</i>	1,7	<i>Francia</i> 1,6	<i>Francia</i> 1,7
<i>Regno Unito</i>	1,3	<i>Regno Unito</i> 1,4	<i>Regno Unito</i> 1,3
Quote di fondi comuni	11,9	11,6	12,3
Emesse da residenti	0,8	1,0	0,9
Emesse da non residenti	11,2	10,7	11,4
<i>Lussemburgo</i>	6,9	<i>Lussemburgo</i> 7,9	<i>Lussemburgo</i> 9,1
<i>Irlanda</i>	3,1	<i>Irlanda</i> 1,9	<i>Irlanda</i> 1,6
Portafoglio totale	100,0	100,0	100,0
- milioni di euro	85.995	90.002	95.047
- peso su totale attività finanziarie delle famiglie	2,1	2,2	2,3

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

In conclusione, se si escludono i titoli pubblici, tramite l'*asset allocation* adottata dai gestori dei fondi pensione le famiglie italiane presentano un'esposizione elevata verso l'estero e modesta verso l'economia italiana. "Tra le cause che fin qui possono aver ostacolato gli investimenti in titoli di imprese italiane [...] figurano: la replica di benchmark di mercato diversificati su scala internazionale nei quali il peso assegnato all'Italia è marginale; lo scarso sviluppo dei mercati dei capitali privati e il numero limitato di imprese quotate; le difficoltà nella valorizzazione e nella liquidabilità di strumenti non quotati" (Covip, 2017)¹¹.

2.3. Gli investimenti indiretti tramite i prodotti assicurativi

La riattribuzione alle famiglie delle attività sottostanti i prodotti assicurativi è più complessa e presenta maggiori gradi di libertà rispetto al caso dei fondi di investimento e dei fondi pensione. Le assicurazioni sono infatti interpretabili come un "velo" tra famiglie ed emittenti solo per una frazione delle polizze vendute: rientrano in questa categoria le polizze unit e index-linked, il cui peso sul totale delle riserve del ramo vita era pari a circa il 20 per cento a fine 2016. Per le altre polizze, il grado di retrocessione dei rischi di portafoglio sulla clientela è solo parziale: il rischio finanziario del portafoglio investito continua a gravare sull'assicuratore, rendendo arbitraria la riattribuzione dell'investimento all'assicurato. Per le polizze assicurative, il metodo del *look-through* può essere quindi applicato in due modi: all'intero portafoglio a copertura di tutte le polizze, se si è interessati a identificare i beneficiari indiretti dei fondi raccolti presso le famiglie (*lending-through approach*) oppure al solo portafoglio a copertura delle riserve della parte indicizzata delle polizze del ramo vita, assimilabile ai fondi trattati nei paragrafi precedenti, se si è interessati al profilo di rischio e rendimento (*risk-through approach*). Nel presente paragrafo vengono presentati i risultati delle due versioni del metodo.

a) Il lending-through approach

Il portafoglio a copertura delle riserve tecniche del ramo vita e del ramo danni costituite dalle compagnie di assicurazione per garantire gli obblighi nei confronti delle famiglie italiane è aumentato nel triennio in esame dell'11 per cento (da 467 a 518 miliardi di euro); a fine 2016 rappresentava il 12,4

¹¹ Nelle considerazioni sulla Relazione per l'anno 2015, il Presidente della Covip sottolineava l'esigenza di "un progressivo ampliamento dell'offerta di appropriati strumenti finanziari che permettano ai fondi pensione [...] di potenziare il ruolo di investitori istituzionali nell'economia del Paese, circostanza che può concorrere al consolidamento della ripresa economica e occupazionale". Il presidente è tornato sull'argomento nelle considerazioni sulla Relazione per l'anno 2016, richiamando "le disposizioni introdotte con la Legge di bilancio per il 2017, volte a favorire investimenti nel capitale delle imprese da parte dei fondi pensione e delle casse professionali, attraverso lo strumento della fiscalità e la semplificazione dei meccanismi amministrativi [...] e le iniziative più recenti volte ad estendere a fondi pensione e casse professionali la possibilità di investire nei Piani Individuali di Risparmio".

per cento della ricchezza finanziaria totale delle famiglie. Analogamente a quanto trovato per i fondi comuni e i fondi pensione, i titoli di debito costituiscono la voce più importante del portafoglio finanziato dalle famiglie tramite le polizze assicurative (80 per cento a fine 2016). Diversamente dagli altri intermediari, le attività verso residenti prevalgono su quelle emesse da soggetti esteri.

Passando a esaminare i risultati di dettaglio dell'approccio *lending-through*, presentati in tavola 3, troviamo che a fine 2016 i titoli pubblici rappresentano oltre due terzi dei **titoli di debito**, con prevalenza di quelli italiani, che costituiscono anche la voce più importante dell'intero portafoglio a copertura delle riserve tecniche (51 per cento). Questi ultimi sono composti da BTP; quelli esteri sono quasi interamente emessi da paesi membri dell'Unione monetaria: circa la metà di questi è costituita da titoli emessi dal governo spagnolo. Le obbligazioni private pesano per il 24 per cento del portafoglio; l'incidenza della componente italiana, emessa in prevalenza da banche e da società non finanziarie, è scesa nel triennio dal 9 al 6 per cento, mentre quella della componente estera è rimasta prevalente ed è salita dal 15 al 17 per cento del portafoglio. Rispetto al 2014, il peso delle obbligazioni emesse da società non finanziarie estere ha registrato un aumento del 46 per cento; è invece rimasto pressoché stabile quello delle obbligazioni di banche e di altri intermediari finanziari esteri. Riguardo alla localizzazione geografica degli emittenti, le banche e le imprese francesi continuano ad essere quelle maggiormente rappresentate, con una quota complessiva del portafoglio del 3 per cento.

Il **portafoglio azionario** rimane sostanzialmente trascurabile (inferiore all'uno per cento) ed è costituito dalle sole azioni estere.

L'investimento delle compagnie di assicurazione in **fondi comuni** è salito dal 17 al 20 per cento; la dinamica è stata sostenuta esclusivamente dalla sottoscrizione di quote di fondi esteri lussemburghesi e irlandesi.

In sintesi, tramite le polizze assicurative le famiglie italiane finanziano prevalentemente investimenti in titoli di Stato, soprattutto italiani, e in misura minore in obbligazioni di imprese finanziarie e non finanziarie, in questo secondo caso con un rapporto di quasi tre a uno tra quelle estere e quelle italiane (fine 2016; il rapporto era inferiore a due nel 2014). Questi risultati sono dovuti innanzitutto alla prevalenza nel portafoglio assicurativo delle famiglie italiane di polizze del ramo vita di tipo tradizionale, che implicano per la compagnia stipulante un impegno ad acquistare una copertura sicura, tradizionalmente rappresentata dai titoli di Stato italiani.

Tavola 3 – Riserve tecniche delle famiglie italiane: composizione portafoglio a copertura per strumento e residenza dell'emittente (valori percentuali).

	2014	2015	2016
Titoli di debito	83,1	81,0	79,7
Emessi da residenti	63,5	59,4	57,4
di cui: amm. pubbliche	54,6	51,4	51,1
<i>BOT</i>	1,2	0,8	0,0
<i>BTP</i>	53,4	50,6	51,1
di cui: banche	5,3	4,4	3,1
di cui: soc. finanziarie	0,7	0,7	0,7
di cui: soc. non finanziarie	2,8	2,9	2,7
Emessi da non residenti	19,7	21,6	22,3
di cui: amm. pubbliche	4,8	4,8	5,0
emessi da paesi UM	4,3	4,1	4,2
<i>Spagna</i>	1,7	<i>Spagna</i> 2,0	<i>Spagna</i> 2,2
emessi da altri paesi UE	0,1	0,2	0,2
emessi da paesi non UE	0,4	0,4	0,5
di cui: banche	4,7	5,2	5,1
<i>Francia</i>	1,0	<i>Francia</i> 1,1	<i>Francia</i> 1,2
<i>Regno Unito</i>	0,9	<i>Regno Unito</i> 1,1	<i>Regno Unito</i> 1,1
<i>Stati Uniti</i>	0,8	<i>Stati Uniti</i> 1,0	<i>Stati Uniti</i> 0,8
di cui: soc. finanziarie	6,2	6,4	6,4
<i>Paesi Bassi</i>	1,7	<i>Paesi Bassi</i> 1,7	<i>Paesi Bassi</i> 1,7
<i>Irlanda</i>	0,8	<i>Irlanda</i> 0,7	<i>Regno Unito</i> 0,7
<i>Spagna</i>	0,7	<i>UK</i> 0,7	<i>Stati Uniti</i> 0,6
<i>Lussemburgo</i>	0,6	<i>Spagna</i> 0,6	<i>Lussemburgo</i> 0,6
<i>Regno Unito</i>	0,6	<i>Lussemburgo</i> 0,6	<i>Spagna</i> 0,6
di cui: soc. non finanziarie	4,0	5,1	5,8
<i>Francia</i>	1,8	<i>Francia</i> 1,9	<i>Francia</i> 1,8
<i>Stati Uniti</i>	0,5	<i>Stati Uniti</i> 1,0	<i>Stati Uniti</i> 1,3
<i>Germania</i>	0,4	<i>Germania</i> 0,4	<i>Regno Unito</i> 0,5
Azioni	0,3	0,4	0,4
Emesse da residenti	0,0	0,0	0,0
Emesse da non residenti	0,3	0,4	0,4
Quote di fondi comuni	16,5	18,6	19,9
Emesse da residenti	0,5	0,7	0,7
Emesse da non residenti	16,0	17,9	19,2
<i>Lussemburgo</i>	10,4	<i>Lussemburgo</i> 12,4	<i>Lussemburgo</i> 13,6
<i>Irlanda</i>	4,2	<i>Irlanda</i> 4,1	<i>Irlanda</i> 4,2
Portafoglio totale	100,0	100,0	100,0
- milioni di euro	467.300	514.216	517.615
- peso su totale attività finanziarie delle famiglie	11,6	12,4	12,4

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

b) Il *risk-through approach*

Sebbene il criterio di indagine sia identico a quello del *lending-through approach*, la sua applicazione è limitata ai soli prodotti per i quali il rischio ricade interamente o prevalentemente sulle famiglie. Tale metodo consente di valutare non solo la destinazione finale del risparmio delle famiglie ma anche il profilo di rischio/rendimento delle attività sottostanti, in analogia con il caso dei fondi di investimento e fondi pensione (cfr. par. 2.1 e 2.2).

I risultati ottenuti, presentati in tavola 4, confermano la crescente diffusione presso le famiglie delle polizze indicizzate, che consentono di coniugare la ricerca di maggiori rendimenti con l'esigenza di disporre di una copertura assicurativa. Dal 2014 il portafoglio a copertura delle riserve costituite per le polizze unit e index-linked è cresciuto del 21 per cento a 129 miliardi di euro, a fronte di un aumento dell'11 per cento del portafoglio totale (cfr. punto a di questo paragrafo)¹²; è aumentata la sua incidenza sulla ricchezza finanziaria totale delle famiglie (3,1 per cento a fine 2016).

Rispetto al portafoglio a copertura di tutte le polizze detenute dalle famiglie, si riduce significativamente il peso dei titoli di debito, che rimangono prevalentemente costituiti dai titoli pubblici italiani; aumenta l'incidenza delle azioni, emesse prevalentemente da società non finanziarie non residenti, che però rimane trascurabile; le quote dei fondi di investimento, coerentemente con la natura di queste polizze, rappresentano la componente di gran lunga prevalente con una incidenza dell'80 per cento a fine 2016.

L'aspetto che rileva maggiormente è la quota di attività estere, che risulta essere più elevata di quella che caratterizza l'intero portafoglio a copertura (cfr. tav. 3). Gli investimenti sottostanti le polizze indicizzate sono quasi interamente effettuati presso emittenti non residenti, rappresentati soprattutto dai fondi di investimento di diritto lussemburghese e irlandese. Come spiegato nell'introduzione, le statistiche disponibili non consentono di identificare gli ulteriori passaggi operati dall'intermediario estero e di fornire una valutazione completa del rischio derivante dalle attività indirettamente detenute (cfr. Appendice A.1).

¹² Le attività a copertura sono espresse ai valori di mercato e non eguagliano il valore delle riserve costituite presso le assicurazioni. Ciò vale anche per alcuni prodotti indicizzati: in particolare per le polizze index-linked con garanzia di risultato, che richiedono per le compagnie l'accantonamento di una riserva aggiuntiva, calcolata in relazione al rischio di credito e liquidità.

Tavola 4 – Riserve tecniche relative alle polizze indicizzate delle famiglie italiane: composizione portafoglio a copertura per strumento e residenza dell'emittente (valori percentuali).

	2014	2015	2016
Titoli di debito	24,5	18,4	17,4
Emessi da residenti	17,4	13,4	12,6
di cui: amm. pubbliche	15,3	12,9	12,1
<i>BOT</i>	0,0	0,0	0,4
<i>BTP</i>	15,3	12,9	11,7
di cui: banche	1,9	0,4	0,3
di cui: soc. finanziarie	0,0	0,0	0,0
di cui: soc. non finanziarie	0,1	0,1	0,1
Emessi da non residenti	7,1	5,0	4,9
di cui: amm. pubbliche	3,6	3,1	2,7
<i>Spagna</i>	0,9	1,1	0,9
<i>Francia</i>	0,9	0,6	0,6
<i>Germania</i>	0,6	0,4	0,4
<i>Belgio</i>	0,4	0,2	0,2
<i>altri</i>	0,8	0,7	0,6
di cui: banche	2,2	1,2	1,1
<i>Regno Unito</i>	1,4	0,7	0,7
di cui: soc. finanziarie	0,9	0,6	0,7
di cui: soc. non finanziarie	0,4	0,2	0,3
Azioni	2,5	2,5	2,4
Emesse da residenti	0,2	0,2	0,1
Emesse da non residenti	2,3	2,4	2,2
di cui: soc. non finanziarie	1,8	1,7	1,8
Quote di fondi comuni	73,0	79,1	80,2
Emesse da residenti	2,3	2,9	2,7
Emesse da non residenti	70,7	76,2	77,5
<i>Lussemburgo</i>	46,0	52,8	55,0
<i>Irlanda</i>	18,5	17,5	17,1
Portafoglio totale	100,0	100,0	100,0
- milioni di euro	106.295	121.634	128.738
- peso su totale attività finanziarie delle famiglie	2,6	2,9	3,1

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

2.4. Gli investimenti indiretti tramite l'insieme dei prodotti del risparmio gestito

Sommando i tre portafogli analizzati nei paragrafi 2.1, 2.2 e 2.3a, si ottiene il portafoglio totale finanziato indirettamente dalle famiglie italiane tramite i prodotti italiani del risparmio gestito. Dal 2014 questo portafoglio è aumentato del 12 per cento, da 712 a quasi 800 miliardi di euro; nel 2016 rappresentava circa il 19 per cento della ricchezza finanziaria totale delle famiglie italiane.

La sostituzione dei titoli di debito italiani con le quote dei fondi di investimento esteri ha quasi annullato la prevalente incidenza della componente italiana su quella estera, superiore a dieci punti nel 2014.

I **titoli di debito** rimangono la forma preponderante di investimento indiretto delle famiglie italiane. L'aumento del peso dei titoli esteri ha in parte compensato la riduzione dei titoli italiani, connessa alla contrazione dei titoli di Stato: i BTP restano però lo strumento più importante dell'intero portafoglio con una quota ancora superiore al 40 per cento¹³. I dettagli presentati in tavola 5 mostrano che mentre i titoli corporate italiani, già trascurabili, si sono contratti, l'incidenza di quelli esteri è salita al 17 per cento, soprattutto per il contributo dato dalla componente riconducibile alle società non finanziarie. A queste ultime è riconducibile anche gran parte del peso delle **azioni**, che è rimasto stabile intorno al 5 per cento. In particolare, dai dati emerge che le famiglie italiane a fine 2016 investivano indirettamente nei titoli di debito e di capitale delle società non finanziarie francesi e statunitensi quasi il doppio di quanto investissero indirettamente nelle società non finanziarie italiane (rispettivamente, 4,7 e 2,7 per cento dell'intero portafoglio).

Nel triennio è aumentata di quattro punti percentuali l'incidenza degli investimenti in **fondi comuni**, rappresentati quasi interamente dai fondi esteri di diritto lussemburghese e irlandese. Mentre le famiglie italiane partecipano in modo diretto quasi in egual misura nei fondi comuni italiani e esteri (rispettivamente 51 e 49 per cento del totale strumento), l'investimento indiretto è quasi totalmente concentrato nei fondi esteri.

¹³ L'aumento della tassazione delle rendite finanziarie al 26 per cento in vigore dal 1° luglio 2014 non è stato applicato ai titoli di Stato italiani e dei paesi della cosiddetta White list, a quelli degli enti locali italiani e degli enti sovranazionali, che continuano a beneficiare di un trattamento fiscale di favore (12,5 per cento) anche quando costituiscono il sottostante di altri strumenti finanziari, come i fondi di investimento e le polizze vita.

Tavola 5 – Portafoglio indiretto totale delle famiglie italiane: composizione per strumento e residenza dell'emittente (valori percentuali).

	2014	2015	2016
Titoli di debito	78,4	75,7	74,1
Emessi da residenti	54,1	50,0	48,0
di cui: amm. pubbliche	46,6	43,1	42,4
<i>BOT</i>	2,9	1,5	0,8
<i>BTP</i>	42,6	40,7	40,6
<i>CCT</i>	0,4	0,3	0,5
<i>CTZ</i>	0,6	0,5	0,4
Altri	0,1	0,1	0,1
di cui: banche	4,5	3,8	2,9
di cui: soc. finanziarie	0,6	0,6	0,6
di cui: soc. non finanziarie	2,4	2,4	2,2
Emessi da non residenti	24,3	25,7	26,1
di cui: amm. pubbliche	9,6	9,3	9,2
emessi da paesi UE	7,4	6,8	6,4
emessi da paesi non UE	2,2	2,5	2,7
<i>Stati Uniti</i>	0,7	<i>Stati Uniti</i> 1,0	<i>Stati Uniti</i> 1,1
di cui: banche	4,6	4,7	4,9
di cui: soc. finanziarie	5,9	6,6	6,4
di cui: soc. non finanziarie	4,2	5,2	5,6
<i>Francia</i>	1,5	<i>Francia</i> 1,7	<i>Francia</i> 1,6
<i>Stati Uniti</i>	0,7	<i>Stati Uniti</i> 1,1	<i>Stati Uniti</i> 1,3
Azioni	5,3	5,4	5,5
Emesse da residenti	0,6	0,7	0,7
di cui: banche	0,2	0,2	0,2
di cui: soc. finanziarie	0,1	0,1	0,1
di cui: soc. non finanziarie	0,4	0,4	0,4
Emesse da non residenti	4,7	4,7	4,8
di cui: banche	0,3	0,3	0,4
di cui: soc. finanziarie	0,6	0,7	0,7
di cui: soc. non finanziarie	3,7	3,7	3,8
Quote di fondi comuni	16,3	18,9	20,4
Emesse da residenti	0,9	1,3	1,4
Emesse da non residenti	15,5	17,6	19,0
<i>Lussemburgo</i>	9,8	<i>Lussemburgo</i> 12,3	<i>Lussemburgo</i> 13,7
<i>Irlanda</i>	4,0	<i>Irlanda</i> 3,8	<i>Irlanda</i> 3,9
Portafoglio totale	100,0	100,0	100,0
- milioni di euro	711.956	782.578	797.234
- peso su totale attività finanziarie delle famiglie	17,6	18,8	19,1

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

3. Il bilancio finanziario delle famiglie italiane prima e dopo il *look-through*

A completamento dell'analisi presentata nella sezione 2, è stato condotto un esercizio di riclassificazione degli strumenti finanziari sottostanti gli strumenti del risparmio gestito nelle corrispondenti categorie del bilancio finanziario per confrontare la composizione delle attività finanziarie delle famiglie prima e dopo il *look-through*, nella versione estesa al totale delle polizze assicurative¹⁴.

I risultati mostrano due principali cambiamenti nella composizione della ricchezza finanziaria (cfr. la tavola 6 e l'Appendice A.2): l'aumento del peso dei titoli di debito italiani dovuto soprattutto al significativo investimento in titoli pubblici da parte delle imprese di assicurazione (cfr. par. 2.3); l'aumento dell'incidenza delle attività estere tramite i titoli di debito e i fondi di investimento¹⁵. Sebbene le attività verso i settori residenti rimangano largamente prevalenti, in ciascuno dei tre anni le attività finanziarie verso i non residenti dopo la riclassificazione registrano un aumento di circa l'80 per cento; a fine 2016, le attività detenute direttamente e indirettamente verso l'estero passano da 464 a 823 miliardi di euro.

Il quadro che emerge è coerente con quello risultante dall'analisi dell'evoluzione dell'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro (BCE, 2016a e 2016b)¹⁶: negli ultimi anni i fondi di investimento, le imprese di assicurazione e i fondi pensione hanno accresciuto il loro ruolo nell'intermediazione finanziaria dell'area¹⁷; questi intermediari, e in particolare i fondi di investimento, hanno svolto un ruolo decisivo nel favorire i movimenti di capitale *cross-border*; l'integrazione finanziaria si è realizzata maggiormente attraverso il mercato dei titoli di debito.

¹⁴ Sono stati riclassificati solo gli strumenti presenti nei portafogli analizzati nel paragrafo 2 del lavoro. Non sono state quindi considerate le altre attività finanziarie, quali depositi e altre attività residuali (il cui peso è generalmente trascurabile), in cui i gestori investono i risparmi delle famiglie.

¹⁵ E' molto probabile che la quota di titoli e di azioni estere detenute indirettamente sia destinata a salire quando si renderanno trasparenti anche gli investimenti di portafoglio dei fondi di diritto estero partecipati dalle famiglie italiane (Felettigh e Monti, 2008, e Della Corte et al., 2017).

¹⁶ In particolare, si veda lo *Special feature D* del rapporto *Financial integration in Europe* su "*New financial integration indicators built from Securities Holdings Statistics*".

¹⁷ Tra la fine del 2008 e il 2015, gli intermediari non bancari nell'area dell'euro hanno accresciuto la loro quota delle attività finanziaria detenute dal totale delle società finanziarie dal 42 al 57 per cento (BCE, 2016a).

Tavola 6 – Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane prima a dopo il look-through approach: quote su totale attività finanziarie.

	2014		2015		2016	
	prima	dopo	prima	dopo	prima	dopo
Attività verso residenti						
Circolante e depositi	29,9	29,9	29,9	29,9	31,2	31,2
Titoli di debito	10,3	19,8	7,8	17,2	6,6	15,7
Azioni	21,4	21,5	22,1	22,3	20,3	20,4
Fondi di investimento	4,8	1,0	5,7	1,7	5,9	1,7
Assicurazioni e fondi pensione¹	20,8	7,1	21,7	7,1	22,9	8,2
Altre attività finanziarie²	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	3,0
Totale	90,2	82,4	89,4	81,0	88,9	80,2
<i>Totale in milioni di euro</i>	<i>3.644.338</i>	<i>3.327.746</i>	<i>3.714.360</i>	<i>3.367.752</i>	<i>3.703.680</i>	<i>3.344.658</i>
Attività verso non residenti						
Circolante e depositi	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Titoli di debito	2,4	6,7	2,2	7,0	2,1	7,1
Azioni	1,5	2,4	1,7	2,6	1,7	2,6
Fondi di investimento	4,9	7,6	5,3	8,6	5,6	9,2
Altre attività finanziarie¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale	9,8	17,6	10,6	19,0	11,1	19,8
<i>Totale in milioni di euro</i>	<i>393.980</i>	<i>710.572</i>	<i>440.910</i>	<i>787.518</i>	<i>464.405</i>	<i>823.427</i>
Totale attività finanziarie (milioni di euro)	4.038.318		4.155.270		4.168.085	

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

¹ Per dettagli sulle componenti che restano attribuite alla voce dopo la riclassificazione si rimanda alla nota alla tavola in Appendice A.2.

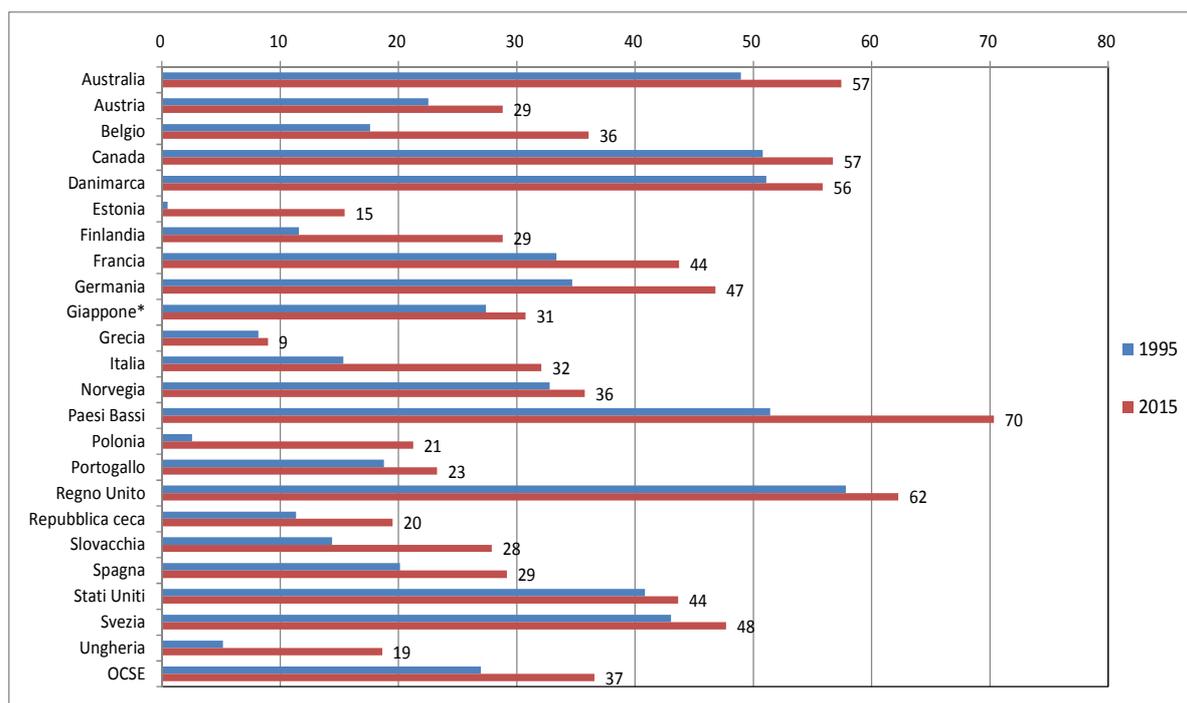
² Derivati, prestiti, crediti commerciali e voci residuali.

4. Gli investimenti indiretti delle famiglie italiane nel confronto internazionale

Dal 1995 al 2015 la quota di ricchezza investita dalle famiglie residenti nei paesi membri dell'OCSE¹⁸ nelle forme di risparmio gestito è aumentata in media di 10 punti percentuali, dal 27 al 37 per cento. Per le famiglie italiane la quota è salita dal 15 (tra le più basse) al 32 per cento; l'aumento è risultato inferiore solo a quello delle famiglie dei Paesi Bassi, della Polonia e del Belgio e pari a quello delle famiglie finlandesi. Rimane comunque basso il numero dei paesi dell'OCSE in cui le famiglie detengono più della metà della ricchezza finanziaria investita negli strumenti del risparmio gestito (cfr. fig. 2).

¹⁸ Sono stati considerati i 23 (dei 35) paesi membri dell'OCSE per i quali sono disponibili i bilanci finanziari completi del settore famiglie per il periodo considerato.

Figura 2 – Ricchezza finanziaria delle famiglie investita nei prodotti del risparmio gestito nel 1995 e nel 2015 (quote percentuali).



* Giappone: 1995 e 2014

Investimenti diretti: circolante e depositi, titoli di debito, azioni e altre partecipazioni.

Investimenti indiretti: riserve assicurative, quote di fondi di investimento e di fondi pensione.

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

Tramite l'uso congiunto dei bilanci finanziari dei settori istituzionali e delle statistiche di dettaglio sugli investitori istituzionali (cfr. Appendice A.2) è stato possibile produrre per l'anno 2014 una stima degli investimenti sottostanti i prodotti del risparmio gestito detenuti dalle famiglie residenti in alcuni dei principali paesi OCSE¹⁹. Le attività indirette sono state riclassificate nelle principali voci di bilancio ed è stata calcolata la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie dopo il *look-through*. Pur in mancanza delle informazioni di dettaglio che sono disponibili per le famiglie italiane, è stato possibile individuare, anche se solo a livello aggregato, la destinazione finale del risparmio delle famiglie degli altri paesi (cfr. tavola 7).

In base alla composizione a fine 2014 del bilancio finanziario delle famiglie prima della rimozione del velo dell'intermediazione finanziaria, i dieci paesi possono essere suddivisi in tre gruppi:

- i paesi in cui, soprattutto per la rilevanza delle forme pensionistiche complementari, le famiglie investono oltre la metà della ricchezza nei prodotti del risparmio gestito (Australia, Canada, Paesi Bassi, Regno Unito);

¹⁹ La selezione dei paesi è stata effettuata sulla base dei seguenti criteri (in ordine di rilevanza): disponibilità dei bilanci finanziari completi; importanza del sistema finanziario; peso del risparmio gestito sulla ricchezza delle famiglie.

- i paesi in cui, pur prevalendo il peso dei prodotti gestiti, la composizione della ricchezza delle famiglie è più equilibrata (Francia, Germania, Stati Uniti);
- i paesi in cui la ricchezza finanziaria delle famiglie risulta meno intermediata e prevale la componente più liquida (Giappone, Italia, Spagna)²⁰.

La riclassificazione degli strumenti sottostanti i prodotti del risparmio gestito mostra che:

- nella maggior parte dei paesi considerati i titoli di debito rappresentano la destinazione finale prevalente del risparmio gestito delle famiglie;
- in Australia, Canada e Stati Uniti le azioni sono la forma sottostante di investimento prevalente;
- nei Paesi Bassi²¹ le compagnie di assicurazione e le società di gestione investono i risparmi delle famiglie prevalentemente in fondi di investimento.

Tavola 7. Attività finanziarie delle famiglie dei paesi OCSE: composizione prima e dopo il look-through
(percentuali a fine 2014)

	Australia		Canada		Francia		Germania		Giappone*		Italia		Paesi Bassi		Regno Unito		Spagna		Stati Uniti	
	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo	Prima	Dopo
Totale attività finanziarie	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Circolante e depositi	22	29	23	24	29	30	39	45	53	54	31	31	20	20	24	26	43	46	13	14
Titoli di debito	0	7	2	16	2	26	4	11	2	17	13	27	0	20	2	17	1	14	5	19
Azioni e partecipazioni	18	48	19	42	20	25	10	13	10	12	23	24	8	17	7	16	26	27	34	50
Quote di fondi di investimento	0	0	18	6	6	9	10	13	5	2	10	9	3	32	4	16	11	7	13	6
Assicurazioni, pensioni e schemi di garanzia standard	57	13	35	4	37	4	37	12	26	0	21	7	66	0	60	16	17	2	34	6
Altre attività	2	3	3	9	6	7	1	5	4	16	3	3	3	11	3	8	2	3	2	5

*Anno 2013

Altre attività: prestiti, derivati, crediti commerciali e altre voci residuali.

Per le fonti e i metodi cfr. Appendice A.2.

L'analisi condotta sulle famiglie italiane (cfr. sezione 3) e sulle famiglie francesi (Marionnet, 2009 e Bachelier, 2016) ha mostrato che l'investimento nei prodotti del risparmio gestito ha come principale effetto l'aumento della diversificazione geografica del portafoglio finanziario. La maggiore

²⁰ La detenzione diretta di titoli di debito continua a rappresentare un tratto distintivo della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Sebbene sia in costante riduzione, l'incidenza dei titoli sul totale delle attività finanziarie rimane tra le più alte nel confronto internazionale; a fine 2016 il loro peso era sceso sotto il 10 per cento (superava il 22 per cento a fine 1995).

²¹ Unico paese insieme al Giappone per il quale è stato possibile stimare l'intero portafoglio sottostante le polizze assicurative e le quote dei fondi pensione.

esposizione verso l'estero attraverso gli strumenti sottostanti consente un miglioramento del profilo di rischio/rendimento del portafoglio ma allo stesso tempo può comportare un aumento del rischio cui le famiglie sono esposte e costituire un fattore di vulnerabilità. Sebbene sia molto probabile che questo fenomeno interessi anche le famiglie degli altri paesi esaminati, considerata la maggiore propensione a investire nei mercati esteri da parte degli investitori istituzionali, l'indisponibilità nelle statistiche ufficiali di dati di dettaglio sulla residenza della controparte emittente non consente al momento di verificare tale ipotesi.

La ricomposizione della ricchezza finanziaria a favore degli strumenti del risparmio gestito ha avvicinato la struttura della ricchezza delle famiglie italiane a quella delle famiglie delle economie finanziariamente più sviluppate. Il confronto internazionale mostra però che il livello di "istituzionalizzazione" del risparmio delle famiglie italiane rimane ancora tra i più bassi. Tra i fattori di domanda e offerta che potrebbero favorire un ulteriore aumento dell'incidenza della componente gestita, in particolare di quella a fini previdenziali, vi è l'accrescimento del livello di educazione finanziaria, campo in cui sono state avviate diverse iniziative volte a colmare le carenze mostrate dai risparmiatori italiani (Visco, 2017).

Appendice metodologica

A.1 Il metodo del *look-through*

Il metodo del *look-through* consiste nel “guardare attraverso” i prodotti finanziari intermediati per individuare le caratteristiche delle attività sottostanti e valutare il rischio finale sopportato dall’investitore.

Nel perimetro di applicazione del metodo rientrano le polizze assicurative, i fondi di investimento e i fondi pensione, cioè la componente gestita della ricchezza, mentre vanno esclusi i depositi²², sebbene rappresentino come le precedenti una forma di investimento intermediato (Bartiloro et al., 2005)²³.

L’esclusione dei depositi è dovuta a due motivazioni: 1) le banche²⁴ non costituiscono un portafoglio di attività a garanzia delle obbligazioni verso i depositanti²⁵; l’applicazione del metodo ai depositi implicherebbe pertanto l’attribuzione pro quota alle famiglie di tutte le attività di bilancio delle banche, indipendentemente dalla loro riconducibilità ai depositi al passivo; 2) gli schemi di garanzia dei depositi, previsti da numerose legislazioni nazionali, proteggono i depositanti – fino a una soglia prestabilita - in caso di crisi di una banca indipendentemente dalle caratteristiche e dal valore degli asset in cui i depositi sono investiti; qualora si adottasse la stima pro quota delle attività sottostanti i depositi - prevalentemente prestati a medio e lungo termine all’economia - la loro riclassificazione nel bilancio delle famiglie implicherebbe una ingiustificata trasformazione del profilo di rischio²⁶.

Anche per le polizze del ramo vita le famiglie possono contare sulla garanzia di restituzione del capitale versato; oltre ai prodotti tradizionali, anche i prodotti index e unit-linked possono infatti prevedere una garanzia a copertura del rischio finanziario dell’investimento. Questa caratteristica accumuna le polizze ai depositi bancari e rende quindi discutibile l’indagine sugli investimenti sottostanti. Tuttavia, l’applicazione del *look-through* anche a questa categoria di prodotti appare giustificata dalle seguenti motivazioni: 1) l’intensificazione del processo di finanziarizzazione

²² Marionnet (2009), nell’applicare il metodo alla ricchezza delle famiglie francesi, esclude i depositi dalla sua analisi affermando che “..*extending the transparency making process to this part of the households’ financial wealth doesn’t seem straightforward and would deserve in-depth deliberations*”.

²³ Nel caso delle famiglie italiane restano esclusi dall’analisi anche i portafogli delle gestioni patrimoniali promosse da banche, SGR e SIM (cfr. par. 1)

²⁴ I bilanci finanziari nazionali normalmente non forniscono il dettaglio sulla controparte dei depositi detenuti dalle famiglie; è però plausibile che essi siano prevalentemente presso il sistema bancario. In Italia, alla fine di dicembre 2016 le famiglie detenevano circa il 90 per cento dei depositi presso le banche.

²⁵ Come invece avviene nel caso dei covered bond.

²⁶ A seguito dell’introduzione delle nuove regole sul risanamento e la risoluzione delle banche, i depositi delle famiglie che eccedono la soglia garantita potrebbero essere soggetti all’applicazione del “bail-in”. E’ stato stimato che questi depositi rappresenterebbero circa il sei per cento della ricchezza finanziaria totale delle famiglie (a fine 2015) e che in base ai dati dell’Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nel 2014 sarebbero detenuti prevalentemente dalle famiglie appartenenti al decile più elevato della distribuzione della ricchezza (Banca d’Italia, RSF, n. 1/2016).

dell'industria assicurativa tramite l'offerta di prodotti a prevalente contenuto finanziario (es. polizze unit-linked) ha significativamente aumentato la componente di rischio a carico degli assicurati; 2) la disponibilità di informazioni consente di collegare le attività a copertura delle riserve tecniche alle polizze distinguendo tra quelle assistite e quelle non assistite da garanzie, permettendo il confronto tra la destinazione finale e il profilo di rischio delle attività sottostanti nei due casi; 3) mentre le banche nell'impiego dei depositi realizzano un significativo processo di trasformazione delle scadenze, gli assicuratori adottano invece una gestione integrata degli attivi e dei passivi volta a minimizzare i rischi connessi ai *mismatches* (cd. *asset-liability management*).

Le interconnessioni tra gli intermediari, come ad esempio nel caso delle imprese di assicurazione che investono in fondi comuni o quello più ricorrente dei fondi di fondi, implicano la reiterazione del metodo per la completa rimozione dei livelli di intermediazione e la costruzione della relativa *asset allocation* finale. La reiterazione del metodo va però valutata in funzione della rilevanza del fenomeno e della quantità e qualità delle informazioni disponibili. In questo lavoro, i livelli di intermediazione successivi al primo, costituiti dagli investimenti in quote di fondi comuni, non sono stati resi trasparenti per tre ordini di motivi: 1) la mancanza di informazioni sul portafoglio dei fondi di diritto estero in cui gli intermediari italiani investono una quota rilevante del risparmio raccolto dalle famiglie; 2) il peso trascurabile dei fondi italiani nel portafoglio degli investitori istituzionali italiani; 3) la decisione di non appesantire la componente stimata facendo ricorso al metodo ricorsivo²⁷.

Il metodo del *look-through* non è una novità. Allen e Gale (2001) lo hanno applicato trovando che a metà degli anni '90 le famiglie del Regno Unito detenevano indirettamente azioni più che altrove per la maggiore importanza delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione. Boutillier et al. (2002 e 2007) lo hanno adottato per stimare la destinazione finale della ricchezza finanziaria delle famiglie nelle maggiori economie per studiare la trasformazione del ruolo degli intermediari finanziari. Subito dopo l'avvio della crisi globale, Palumbo e Parker (2008) hanno auspicato un'applicazione di questo metodo per accrescere la capacità delle statistiche di contabilità nazionale di segnalare una crisi²⁸. Tra le banche centrali, questo metodo è applicato dalla Federal Reserve statunitense (FED) dal 1998²⁹ e dalla Banque

²⁷ Ad esempio, nel caso dei fondi di fondi, l'importo totale investito dalle famiglie in uno strumento finale può essere stimato applicando in modo ricorsivo alla quota detenuta dalle famiglie nel primo fondo di investimento 1) la quota che il fondo investe in un altro fondo e 2) la quota che il primo fondo investe in un asset finale (Marionnet, 2009).

²⁸ Essi affermano che “*when a mutual fund or hedge fund purchases a security, that security should appear on the household balance sheet, not on the balance sheet of the financial sector. Only firms that provide a significant level of financial intermediation and are not simply conduits for households should be in the financial sector*” (Palumbo e Parker, 2008, p. 13).

²⁹ Nel bollettino statistico trimestrale, la FED pubblica dati sulla detenzione indiretta di azioni da parte delle famiglie tramite assicurazioni, fondi comuni e fondi pensione (cfr. tavola “Balance sheet of Households and Non profit Organizations with equity detail, B.101.e) con l'obiettivo di misurare l'impatto della volatilità del mercato azionario sulla ricchezza finanziaria delle famiglie tenendo conto anche della detenzione indiretta. Negli Stati Uniti la crescita della componente indiretta è iniziata nel corso degli anni '80; nei primi anni del duemila le famiglie statunitensi erano ugualmente esposte sul mercato azionario in modo diretto e indiretto (Hume McIntosh, 2010). Alla fine del 2016 la componente indiretta rappresentava il 38 per cento dell'intero possesso azionario.

de France più di recente³⁰. La normativa e la prassi di vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione prevedono l'applicazione per la valutazione dei rischi associati agli investimenti indiretti tramite i fondi di investimento. La direttiva europea 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (cd. Solvency II³¹) dispone che il requisito patrimoniale di solvibilità sia calcolato tenendo conto anche delle attività sottostanti gli organismi di investimenti collettivo e gli altri investimenti "confezionati" come fondi in cui investono le imprese di assicurazione³². L'obiettivo è quello di assicurare che le compagnie siano consapevoli dei rischi sottostanti gli asset in cui investono³³. L'autorità italiana di vigilanza sui fondi pensione (Covip) chiede agli enti previdenziali privati di segnalare, anche ai fini della verifica del rispetto dei limiti di investimento, i titoli di debito e di capitale sottostanti le quote di OICR detenute qualora il loro peso superi il 10 per cento delle attività totali del singolo ente³⁴.

La ricchezza di dettagli ottenuti attraverso l'applicazione del metodo del *look-through* consente numerosi utilizzi per finalità di policy e di studio in campo economico e finanziario:

- individuare elementi di vulnerabilità nel bilancio delle famiglie, che potrebbero costituire fonte di contagio da e verso il sistema economico e finanziario, al fine di consentire un'azione tempestiva da parte delle autorità di policy³⁵. La crisi finanziaria, mostrando l'inadeguatezza delle informazioni sull'esposizione diretta e indiretta dei settori verso gli

³⁰ In alcuni studi sono stati analizzati gli investimenti indiretti delle famiglie francesi tramite assicurazioni e fondi di investimento (Rincon, 2007; Marionnet, 2009; Bachelier et al., 2010 e 2016). In Francia le forme pensionistiche private sono gestite interamente dalle compagnie di assicurazione. I risultati delle analisi condotte hanno mostrato che le famiglie francesi detengono indirettamente per lo più titoli di debito e azioni quotate e che la detenzione indiretta di questi strumenti aumenta la loro esposizione ai rischi di mercato e la diversificazione geografica del loro portafoglio.

³¹ Come modificata dalla Direttiva 2014/51/CE. Si veda il Template S.06.03.

³² Il metodo del *look-through* è espressamente richiamato nell'articolo 84 del Regolamento delegato (UE) n. 2015/35 della Commissione del 10 ottobre 2014 che integra la direttiva 2009/138/CE.

³³ Le compagnie di (ri)assicurazione devono inviare segnalazioni distinte per categoria di investimento, per paese e valuta di emissione. Questo approccio deve essere seguito anche per i fondi di fondi. Inoltre, le compagnie devono eseguire un numero sufficiente di reiterazioni del *look-through* per catturare tutti i rischi reali.

³⁴ A partire dalle segnalazioni relative al 2016, la Covip chiede agli enti di applicare il principio del *look-through*, oltre che agli OICVM detenuti, anche ai fondi di investimento alternativi (FIA) immobiliari il cui valore superi il 10 per cento del totale delle attività del singolo ente. Per maggiori informazioni si rimanda alla Circolare Covip del 20 marzo 2017 n. 1127.

³⁵ L'approccio *look-through* può rappresentare una naturale evoluzione del *Balance sheet approach* (BSA) adottato nel 2002 dal Fondo Monetario Internazionale in risposta alle crisi finanziarie degli anni novanta per rafforzare la capacità di individuare l'emergere nei bilanci dei settori nuovi rischi e canali di trasmissione all'interno e tra le economie (FMI, 2015). La *Data Gaps Initiative* del G20, adottata a seguito della crisi 2007/2008 e giunta alla seconda fase (DGI-2) lanciata nel settembre 2015, ha ulteriormente rafforzato il ruolo del BSA nell'azione di sorveglianza del Fondo. In questi anni molti progressi, sebbene lenti, sono stati conseguiti sui conti settoriali (cfr. Heath e Goksu, 2016). La raccomandazione II.8 della DGI-2 chiede alle economie del G-20 "to compile and disseminate, on a quarterly and annual frequency, sectoral accounts flows and balance sheet data, based on the internationally agreed template, including data for the other (non-bank) financial corporations sector, and develop from-whom to-whom matrices for both transactions and stocks to support balance sheet analysis."

strumenti finanziari riconducibili al mercato dei mutui *subprime* statunitense, ha impresso una accelerazione ai lavori volti a colmare le lacune informative sulla detenzione dei titoli (BCE, 2015);

- verificare l'effettivo grado di diversificazione del portafoglio che le famiglie realizzano attraverso l'investimento nei prodotti del risparmio gestito;
- confrontare la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie prima e dopo il *look-through* e misurare, ad esempio, l'esposizione complessiva delle famiglie verso gli emittenti non residenti tenendo conto anche della componente estera detenuta tramite gli investitori istituzionali, i cui portafogli presentano tipicamente una diversificazione geografica maggiore di quella dei settori non finanziari;
- valutare a livello aggregato la coerenza tra il rischio sopportato dalle famiglie e la performance dei portafogli costituiti dai gestori del risparmio;
- permettere previsioni più accurate dell'impatto delle decisioni di policy sulla ricchezza finanziaria delle famiglie: ad esempio, delle variazioni dei tassi di politica monetaria³⁶;
- fornire ulteriori evidenze per l'analisi della ricchezza finanziaria quale indicatore di benessere presente e futuro delle famiglie³⁷; in questo ambito, l'approccio *look-through* può contribuire, unitamente ai dati delle indagini campionarie, al dibattito sui profili di allocazione della ricchezza lungo il ciclo di vita dei risparmiatori³⁸.

A.2 Le fonti statistiche e i criteri di stima

Per l'analisi degli investimenti indiretti delle famiglie italiane sono state utilizzate le seguenti fonti statistiche: le segnalazioni di vigilanza trasmesse dalle Società di Gestione del Risparmio (SGR) alla Banca d'Italia; le statistiche sulle disponibilità in titoli (SHS, secondo l'acronimo inglese); il Centralised Securities DataBase (CSDB).

Le statistiche SHS sono raccolte dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC) con cadenza trimestrale e riguardano i titoli di debito e le azioni (comprese le quote di fondi di investimento). Le statistiche sono raccolte a livello di singolo titolo (*security-by-security*). La raccolta dei dati è

³⁶ La BCE (Bollettino economico, n. 4/2016) ha segnalato che “è necessario valutare il crescente ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie, soggette a una regolamentazione e a una vigilanza meno stringenti, al fine di determinarne le possibili ripercussioni sulla trasmissione della politica monetaria. Occorre inoltre monitorare l'interazione tra l'insieme degli intermediari finanziari in un'ottica di politica monetaria.”

³⁷ La *Commission on the measurement of economic performance and social progress*, anche nota come Commissione Stiglitz/Sen/Fitoussi, nel report pubblicato nel 2009 ha sottolineato che “*Income and consumption are crucial for assessing living standards, but in the end they can only be truly gauged in conjunction with information on wealth. [...] Measures of wealth are central to measuring sustainability. What is carried over into the future necessarily has to be expressed as stocks – of physical, natural, human and social capital*”.

³⁸ La review della letteratura e del dibattito e le recenti evidenze sul comportamento dei risparmiatori sono contenute in Guiso e Sodini (2013) e Guiso (2016).

disciplinata da due testi legislativi: il regolamento della BCE n. 2012/24 e l'indirizzo della BCE n. 2013/7 (BCE, 2015).

Il CSDB è un archivio statistico gestito congiuntamente dai membri del SEBC. Il database contiene informazioni di riferimento (ad esempio ISIN, nome dell'emittente, prezzo, importo in essere e rendimento a scadenza), disponibili dalla fine del 2008, su tutti i titoli emessi, detenuti e scambiati da residenti dell'UE e sui titoli denominati in euro indipendentemente dalla residenza dell'emittente o del detentore. Attualmente contiene dati su oltre sette milioni di titoli di debito, azioni e quote di fondi comuni non scaduti, oltre a circa nove milioni di titoli scaduti o "non vivi" (come ad esempio i titoli delle società fallite). Il CSDB è disciplinato dall'indirizzo della BCE n. 2012/21³⁹.

Di seguito vengono fornite informazioni sulle fonti e i criteri di stima utilizzati nelle figure e nelle tavole del lavoro.

Figura 1. La fonte dei dati sono i conti finanziari del settore famiglie elaborati dalla Banca d'Italia; in particolare, i dati dal 1980 al 1994 sono tratti dalla ricostruzione storica dei conti finanziari dei settori istituzionali dal 1950 (Bonci e Coletta, 2005).

Tavola 1. La fonte dei dati sul portafoglio dei **fondi di investimento di diritto italiano** sono le segnalazioni di vigilanza trasmesse dalle SGR alla Banca d'Italia sugli investimenti di portafoglio di ogni singolo fondo gestito⁴⁰. Sono esclusi dal processo di trasparenza i fondi chiusi di diritto italiano, che investono prevalentemente in immobili e in quote di fondi immobiliari, e i fondi di diritto estero per i quali le informazioni sul portafoglio sono incomplete e formeranno oggetto di un approfondimento successivo. L'ammontare delle attività dei fondi comuni detenute indirettamente dalle famiglie italiane è stato calcolato a livello di singolo fondo applicando la quota di partecipazione delle famiglie al fondo a ogni strumento finanziario detenuto dal fondo stesso. Le informazioni di dettaglio sui singoli titoli provengono dal CSDB.

Tavola 2. La composizione del portafoglio dei **fondi pensione** è stata stimata a partire dalle statistiche pubblicate nella Relazione annuale della Covip. L'analisi riguarda gli investimenti di portafoglio dei fondi negoziali, dei fondi aperti e dei fondi preesistenti autonomi; sono esclusi quelli dei fondi interni alle società e enti, quelli riconducibili alle risorse costituite presso imprese di assicurazione, per le quali le scelte di investimento non fanno capo ai fondi pensione, e quelli sottostanti i piani individuali pensionistici di tipo assicurativo, considerati nell'analisi del portafoglio delle imprese di assicurazione.

³⁹ Per maggiori informazioni, cfr. la pubblicazione "The centralised securities database in brief" disponibile sul sito Internet della BCE.

⁴⁰ Non è stato possibile utilizzare le informazioni dell'archivio SHS perché, coerentemente con il criterio che ne regola l'alimentazione, il detentore del titolo risulta essere l'intermediario segnalante, cioè la SGR, e non il fondo. Ciò non consente di ricondurre il portafoglio di ciascun fondo alle famiglie che lo posseggono. I dati SHS sono coerenti con quelli sul portafoglio delle SGR presenti nelle segnalazioni di vigilanza.

Dal perimetro dell'indagine sono pertanto esclusi i depositi, gli investimenti diretti e indiretti nel mercato immobiliare, presenti quasi esclusivamente nei fondi preesistenti, e le attività residuali. La scomposizione del portafoglio per tipologia di strumento finanziario con indicazione del settore e della residenza della controparte emittente è stata stimata sulla base delle informazioni contenute nell'archivio SHS alimentato con le segnalazioni di vigilanza sui titoli a custodia presso le banche⁴¹. Per coerenza con l'analisi condotta sulle assicurazioni e i fondi comuni, non sono state utilizzate le stime della Covip sulla composizione del portafoglio titoli per area geografica comprendente anche la componente detenuta indirettamente tramite gli OICR. Le informazioni di dettaglio a livello di singolo titolo provengono dal CSDB. I titoli di debito e di capitale e le quote di fondi comuni sono al valore di mercato tranne nei casi in cui tale valutazione non è disponibile in SHS.

Tavola 3 e 4. I dati sul portafoglio delle **imprese di assicurazione** provengono dall'archivio SHS alimentato con le segnalazioni trimestrali che l'Istituto di vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) trasmette alla Banca d'Italia sulla base degli obblighi derivanti dal Regolamento UE n. 2015/730 della Banca centrale europea che ha modificato il Regolamento n. 1011/2012 relativo alle statistiche sulla disponibilità in titoli. In particolare, è stato considerato il solo portafoglio a copertura delle riserve tecniche del ramo vita e del ramo danni che le assicurazioni costituiscono per far fronte al pagamento delle prestazioni dovute agli assicurati. Le segnalazioni sono aggiornate al terzo trimestre 2016. Gli investimenti a copertura del ramo danni sono stati corretti per tenere conto della componente destinata a garantire le prestazioni non spettanti alle famiglie. In mancanza di informazioni di dettaglio sulle quote del portafoglio riconducibili ai singoli settori assicurati, la parte di attività a copertura delle riserve del ramo danni delle famiglie è stata stimata usando la quota dei premi versati dalle famiglie italiane nell'anno risultanti nella contabilità nazionale (65 per cento)⁴². Le informazioni di dettaglio sugli strumenti in portafoglio a copertura delle riserve tecniche provengono dal CSDB. Gli investimenti di portafoglio relativi alle polizze tradizionali sono valutati al valore nominale mentre quelli a copertura delle polizze indicizzate sono valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Tavola 5. Cfr. note alle tavole da 1 a 4 e alla figura 1.

Tavola 6. La composizione delle attività finanziaria delle famiglie italiane è stata calcolata sulla base dei dati dei conti finanziari pubblicati nel fascicolo di giugno 2017. La composizione dopo il *look-through* è ottenuta riclassificando gli investimenti indiretti nelle categorie principali di bilancio. Le fonti e i metodi

⁴¹ Il portafoglio a custodia presso le banche rappresenta circa il 60 per cento di quello riportato nella Relazione della Covip; i due portafogli mostrano però una composizione analoga. L'alimentazione dell'archivio SHS con le segnalazioni dirette da parte dei fondi pensione sarà disciplinato da un apposito regolamento della BCE atteso nel corso del 2017.

⁴² Si tratta della voce D.71 "Premi netti di assicurazione contro i danni".

di stima sono illustrati nelle note alle tavole e alle figure della sezione 2. La riclassificazione degli investimenti di portafoglio indiretti non ha consentito di rendere completamente trasparenti i fondi di investimento italiani e le riserve assicurative. In particolare, dopo la riclassificazione:

- i fondi di investimento italiani includono le quote di fondi chiusi, le attività finanziarie diverse dagli investimenti di portafoglio detenute dai fondi aperti (prevalentemente depositi) e le quote di fondi comuni italiani detenuti dagli investitori istituzionali;
- la voce “Assicurazioni e fondi pensione” include le attività finanziarie a copertura delle riserve diverse dagli investimenti di portafoglio, i fondi di quiescenza detenuti dalle famiglie presso le imprese e le discrepanze statistiche tra i conti finanziari e le altre fonti.

Figura 2; Tavola 7. Per il calcolo del peso dei prodotti del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie e per la composizione delle attività finanziarie prima del *look-through* sono state utilizzate le tavole dei conti finanziari pubblicate nella sezione *Annual National Accounts* del database dell’Eurostat, per i paesi europei, e nella sezione *National Accounts* del database dell’OCSE (*OECD.Stat*), per i rimanenti paesi. Per la stima degli investimenti indiretti, usati per il calcolo della composizione della ricchezza finanziaria dopo il *look-through*, le fonti precedenti sono state integrate con i bilanci degli investitori istituzionali disponibili nella sezione *National Accounts* di *OECD.Stat*, tranne per l’Australia (Australian Bureau of Statistics).

Per le famiglie italiane sono stati utilizzati i risultati presentati nella sezione 3 del lavoro.

Come per l’Italia, anche per gli altri paesi sono state considerate solo le attività detenute indirettamente dalle famiglie tramite i prodotti gestiti emessi da intermediari residenti nell’economia.

Le attività indirette sono state stimate applicando agli investimenti finanziari all’attivo degli intermediari la quota di partecipazione detenuta dalle famiglie nei prodotti emessi dagli stessi intermediari. Nel dettaglio, la procedura utilizzata è stata la seguente:

- le attività finanziarie detenute dagli intermediari residenti sono state considerate fino a concorrenza del valore delle riserve tecniche e delle quote dei fondi comuni e dei fondi pensione registrati al passivo del loro bilancio. Sono state pertanto escluse, pro-quota, le attività acquisite dagli intermediari tramite altre forme di raccolta (es. titoli di debito e di capitale). Questo criterio di ripartizione è stato usato anche per le assicurazioni poiché per le famiglie degli altri paesi non si dispone, come per quelle italiane, delle statistiche sul portafoglio a copertura delle riserve tecniche;
- alle attività indicate al punto precedente sono state applicate le quote di partecipazione delle famiglie nei prodotti del risparmio gestito emessi dagli intermediari residenti. Nel caso di indisponibilità nei bilanci finanziari dell’ammontare detenuto, la partecipazione delle famiglie è stata stimata tramite la quota calcolata per il totale dell’economia;
- il metodo del *look-through* non è stato applicato in modo ricorsivo ai fondi di investimento detenuti indirettamente (cfr. Appendice A.1).

Bibliografia

- Allen F. e D. Gale (2001), *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.
- Bachelier A. e O. Birouk(2010), *Households' investments: financing of economy and risk analysis perspectives*, Banque del France, presentazione tenuta al Working Party on Financial Statistics dell'OCSE. Pubblicato con il titolo *La destination finale des placements financiers des ménages français* in Le Bulletin de la Banque de France, n. 184, 2° trimestre 2011.
- Bachelier A., Charavel C. e C. Pfister (2016), *La destination finale des placement financiers des menages avant et pendant la crise*, in Le Bulletin de la Banque de France, n. 205, Maggio-Giugno.
- Banca d'Italia (RA), *Relazione annuale*, vari anni.
- Banca d'Italia (RSF), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, vari anni.
- Bartiloro L., Coletta M., De Bonis R e A. Mercatanti (2012), *Household wealth in a cross-country perspective*, in The Financial systems of industrialized countries, De Bonis and Pozzolo editors, Springer.
- Bartiloro L., De Bonis R., Generale A. e I. Longhi (2005), *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, in Atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Banca d'Italia.
- BCE (2015), *Chi detiene cosa? Le nuove informazioni sulle disponibilità in titoli*, in Bollettino economico, n. 2, Marzo.
- BCE (2016a), *Il ruolo delle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro per l'intermediazione finanziaria*, in Bollettino Economico, n. 4.
- BCE (2016b), *Financial integration in Europe*, Aprile.
- Bonci R. e M. Coletta (2005), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950*, in Atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Banca d'Italia.
- Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Lévy N., Mpacko Priso A., Oheix V., Justeau S. e B. Séjourné (2002), *Placements des ménages en Europe: le role des intermédiaires financiers se transforme en profondeur*, Economie et Statistique, n. 354.
- Boutillier M., Lévy N. e V. Oheix (2007), *Financial intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer*, EconomiX Working paper, n. 22.
- Coletta M. e B. Zinni (2013), *Insurance corporations and pension funds in OECD countries*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e finanza, n.165, Giugno.
- Coletta M. e R. Santioni (2016), *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 359, Ottobre.
- Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip, 2017), *Relazione per l'anno 2016*, Giugno.

- Della Corte V., Federico S. e A. Felettigh (2017), *Gli investimenti in fondi comuni esteri: andamenti recenti e impatto sul portafoglio dei residenti*, mimeo, Banca d'Italia.
- Eurostat, *Sistema Europeo dei Conti 2010*.
- Fache Rousova L. e A. Rodriguez Caloca (2016), *New financial integration indicators built from Securities Holdings Statistics*, in ECB Financial Integration Report in Europe 2016, Aprile.
- Felettigh A. e P. Monti (2008), *How to interpret the CPIS data on the distribution of foreign portfolio assets in the presence of sizeable cross-border positions in mutual funds. Evidence for Italy and the main euro-area countries*, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 16, Agosto.
- Fondo monetario internazionale (2015), *Balance sheet analysis in fund surveillance*, Policy Paper, Giugno.
- Guiso L. (2016), *L'allocazione del portafoglio nel ciclo di vita*, Quaderno di ricerca Assogestioni, n. 3.
- Guiso L. e P. Sodini, (2013), *Household Finance: An Emerging Field*, in *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier.
- Heath R. e E.B. Goksu (2016), *G-20 Data Gaps Initiative II: Meeting the Policy Challenge*, IFM Working Paper, WP/16/43.
- Hume McIntosh S. (2010), *Equity exposure of the U.S. household sector*, Federal Reserve USA, presentazione tenuta al Working Party on Financial Statistics dell'OCSE, Dicembre.
- Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass, 2016), *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2015 e Considerazioni conclusive del Presidente*, Giugno.
- Marionnet D. (2009), *The final financial investment of French households*, OECD Statistics Working Papers 2009/02.
- Palumbo M. e J.A. Parker. (2009), *The Integrated Financial and Real System of National Accounts for the United States: Does It Presage the Financial Crisis?*, NBER Working Paper No. 14663, Gennaio.
- Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress (2009), disponibile all'indirizzo:
<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/118025/118123/Fitoussi+Commission+report>
- Rincon A. (2007), *La destination finale de l'épargne des ménages*, *Bulletin de la Banque de France*, n. 167, Novembre.
- United Nations, *System of National Accounts 2008*.
- Visco I. (2017), Intervento al convegno "La ricchezza della nazione - Educazione finanziaria e tutela del risparmio" organizzato dalla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, Roma, Marzo.