



**Assicurazioni  
Finanza**

# Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide

 **BANCARIA  
EDITRICE**



**Banche  
Assicurazioni  
Finanza**

Il risparmio  
degli italiani:  
tendenze  
e nuove sfide

 **BANCARIA  
EDITRICE**

# Sommario

<b>Prefazione</b>	9
<i>Corrado Faissola</i>	
<b>Introduzione</b>	11
<i>Ignazio Visco</i>	
<b>1. Crisi del mercato e tutela dei risparmiatori: appunti per una discussione</b>	15
<i>Vittorio Conti</i>	
1.1 Premessa	15
1.2 Tutela degli investitori e implicazioni operative	17
1.3 Sviluppi regolamentari: alla ricerca di un compromesso praticabile	21
1.4 Alcune considerazioni conclusive	25
<b>2. Il risparmio e la sua gestione: situazione e sfide del mercato italiano</b>	29
<i>Domenico Siniscalco</i>	
2.1 Premessa	29
2.2 L'industria del risparmio gestito attraverso la crisi	30
2.3 L'emergere di un level playing field europeo	35
2.3.1 La direttiva Ucrs IV	35
2.3.2 La nuova fiscalità dei fondi	37
2.4 L'incentivazione del risparmio a lungo termine	38
2.5 Conclusioni	41
<b>3. Risparmio e ricchezza delle famiglie italiane. Tendenze, allocazione, prospettive</b>	43
<i>Enrico Giovannini e Andrea de Panizza</i>	
3.1 Premessa	43
3.2 L'evoluzione del tasso di risparmio delle famiglie e le sue cause	43
3.3 Da formiche a cicale: alcune ulteriori evidenze	46
3.4 La capacità di risparmio, una merce rara	52
3.5 La ricchezza delle famiglie: elevata e relativamente diffusa	55
3.6 La ricchezza finanziaria e l'indebitamento: abbienti, ma molto prudenti	58
3.7 Uno sguardo al futuro	63
Bibliografia	65

<b>4. Risparmio e allocazione della ricchezza in Italia: spunti di riflessione</b>	67
<i>Daniele Terlizzese</i>	
4.1 Premessa	67
4.2 Calo della crescita economica e flessione del tasso di risparmio delle famiglie	67
4.3 Grado di sofisticazione finanziaria delle famiglie	69
Bibliografia	70
<b>5. La ricchezza delle famiglie: un asset strategico dell'equilibrio finanziario dell'Italia</b>	71
<i>Marco Fortis</i>	
5.1 Introduzione	71
5.2 La ricchezza delle famiglie italiane	74
5.3 Crescere per diventare più poveri?	77
5.4 L'equilibrio tra reddito e patrimonio nella crescita economica: i casi di USA, Irlanda, Italia e Germania	78
5.5 Come valutare più correttamente il debito pubblico?	82
5.6 L'importanza di tenere sotto controllo la dinamica delle passività finanziarie delle famiglie	85
5.7 Perché l'Italia dovrebbe valorizzare meglio l'indicatore della ricchezza delle famiglie	86
<b>6. Problemi connessi alle reti di distribuzione dei servizi finanziari</b>	91
<i>Chiara Fornasari</i>	
6.1 Introduzione	91
6.2 Evoluzione e peculiarità dei canali distributivi di prodotti di risparmio in Italia	93
6.2.1 Composizione dei portafogli delle famiglie: un confronto internazionale	93
6.2.2 La struttura di offerta per tipologia di prodotto e canale distributivo	94
6.2.2.1 La raccolta diretta bancaria: un confronto europeo	97
6.2.3 Effetti della distribuzione sulla struttura del mercato dei prodotti di risparmio gestito	99
6.2.3.1 Il collocamento di prodotti assicurativi e pensionistici: un confronto europeo	106
6.2.4 I cambiamenti in atto nella distribuzione alle famiglie	111
6.2.4.1 Struttura fisica e articolazione dei canali distributivi	111
6.2.4.2 Le strategie di offerta nel periodo più recente	118
6.3 L'evoluzione dei modelli di business e l'organizzazione dei modelli di servizio	124
6.3.1 L'evoluzione dei modelli di business	124
6.3.2 Le riflessioni in atto nell'industria: i risultati di una survey condotta presso gli operatori bancari	126
6.4 Conclusioni	129

<b>7. La distribuzione dei servizi finanziari in Italia: alcuni spunti di riflessione</b>	133
<i>Giorgio Girelli</i>	
7.1 Premessa	133
7.2 L'equazione dei diversi interessi nella distribuzione dei servizi finanziari	133
7.3 La consulenza nei servizi finanziari	134
7.4 Conclusioni	139
<b>8. Educazione finanziaria e scelte finanziarie</b>	141
<i>Luigi Guiso</i>	
8.1 Premessa	141
8.2 Scelte finanziarie, informazione e conoscenza finanziaria	141
8.3 Misure di conoscenza finanziaria	142
8.3.1 Un indice di base: la conoscenza dell'esistenza dei vari strumenti finanziari	142
8.3.2 Test di educazione finanziaria	145
8.3.3 Correlazioni tra educazione finanziaria e caratteristiche degli investitori	149
8.3.3.1 Financial awareness	149
8.3.3.2 Indice di educazione finanziaria	152
8.3.3.3 Misure oggettive e misure soggettive di educazione finanziaria	154
8.3.3.4 Abilità finanziaria: raffronti internazionali	156
8.4 Educazione finanziaria e scelte finanziarie	157
8.4.1 Educazione finanziaria e partecipazione al mercato finanziario	158
8.4.2 Educazione finanziaria e diversificazione del portafoglio	159
8.4.3 Educazione finanziaria ed efficienza del portafoglio	160
8.4.4 Educazione finanziaria e market timing: evidenza dalla crisi	162
8.5 La valutazione delle politiche e dei programmi di educazione finanziaria	164
8.5.1 Quali nozioni insegnare?	165
8.5.2 Come veicolare le nozioni?	165
8.5.3 Quale effetto hanno i programmi di educazione finanziaria?	166
8.5.4 Su quali dimensioni delle scelte possono agire i programmi di educazione finanziaria?	167
8.5.5 Chi esporre a programmi di educazione finanziaria?	168
Bibliografia	169
<b>9. Le politiche per l'educazione finanziaria</b>	171
<i>Marco Cecchini</i>	
9.1 La crisi e l'educazione finanziaria	171
9.2 L'educazione finanziaria e il problema della fiducia	172
9.3 Politiche di educazione finanziaria	173
9.4 Il ruolo degli intermediari	174

# Introduzione

*Ignazio Visco*

Quando ci incontrammo l'anno passato, ancora incombeva la crisi finanziaria. Permanevano timori sulla solvibilità di alcune banche internazionali, europee in particolare; si percepivano i primi segnali di quello che sarebbe poi stato identificato come il problema del debito sovrano in Europa. Non si era ancora delineata una prospettiva di ripresa dell'attività produttiva e di investimento.

Nel corso dell'ultimo anno un'accelerazione sostenuta dell'attività economica si è manifestata in alcuni paesi industrializzati, soprattutto in Germania e negli Stati Uniti. Si è confermata la tenuta dell'economia dei paesi emergenti, in particolare della Cina, dove ancora si prospetta per l'anno in corso un tasso di crescita superiore al 10%.

I tassi di cambio, nonostante gli sforzi di coordinamento del G20, si sono mossi in maniera non coerente con il recupero americano o con la crescita in Cina. I governi, fra questi soprattutto quello degli Stati Uniti, hanno attuato interventi non convenzionali di bilancio di importo considerevole. Questi interventi hanno tuttavia avuto un impatto relativamente contenuto sulla enorme crescita del debito pubblico in rapporto al prodotto rispetto alla stessa caduta del PIL, ai salvataggi delle banche, agli stabilizzatori automatici.

Il G20 ha svolto invece un ruolo determinante per quel che riguarda la ristrutturazione del sistema finanziario, con l'elaborazione di nuove regole e con l'impulso impresso dal Financial Stability Board e dal Comitato di Basilea alla revisione della regolamentazione sul capitale delle banche (Basilea 3): muovendo da una valutazione di debolezza degli assetti di bilancio degli intermediari, causa fra le principali della crisi, si è mirato a promuovere un'azione di rafforzamento dei profili patrimoniali e di stabilizzazione dei mercati.

Un anno fa discutevamo del posizionamento strategico dell'industria finanziaria italiana. Veniva evidenziato come il modello di intermediazione di stampo tradizionale, incentrato sulla raccolta al dettaglio e il finanziamento degli investimenti di imprese produttive, fosse stato in grado di resistere alla crisi. Allo stesso tempo, si sottolineavano sia l'aumento dell'avversione al rischio nelle decisioni di risparmio e investimento delle famiglie sia la necessità di assecondare questa trasformazione, evitando però una contrazione dell'offerta di capitale di rischio a lungo termine alle imprese. Ci si era perciò confrontati sulla opportunità di interventi regolamentari e fiscali volti a migliorare il grado di efficienza del mercato dei capitali e la capacità delle imprese di raccogliere fondi.

Quest'anno, nella cornice del nuovo assetto istituzionale della vigilanza che sta prendendo forma in Europa, discuteremo ancora delle conseguenze, anche

macroeconomiche, della crisi finanziaria e del tema della tutela del risparmio e dell'educazione finanziaria.

Un tema di natura macroeconomica ha di recente assunto rilevanza: quanto è importante la dimensione relativa e assoluta del debito privato rispetto a quello pubblico? O, per dirla diversamente: un paese con elevato debito pubblico e debito privato molto contenuto sta meglio o peggio di un paese che ha una ripartizione opposta? Anche di questo si occupano la relazione di Enrico Giovannini e Andrea de Panizza sull'evoluzione della ricchezza degli italiani e i commenti di Marco Fortis e Daniele Terlizzese.

Dal punto di vista metodologico, credo che per affrontare l'argomento occorra aggiungere nell'analisi il tema della crescita, ossia considerare sia il vincolo di bilancio a un dato istante sia il vincolo di bilancio intertemporale. Così come per valutare la solidità patrimoniale di una famiglia occorre conoscerne sia la ricchezza sia la capacità di produrre reddito, per valutare quella di una economia si devono giudicare il livello del debito e del patrimonio, ma anche le prospettive di crescita.

L'Italia è un paese ricco. Siamo la settima economia mondiale, ma abbiamo un significativo problema di crescita. Se non riusciamo a innalzare il tasso di crescita dell'economia corriamo rischi gravi; esattamente come una famiglia si impoverisce se non produce un reddito.

Il rapporto tra ricchezza e reddito è aumentato dagli anni Novanta, non solo in Italia, ma anche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altri paesi europei. La crescita del rapporto ha un'accezione positiva se è di natura reale, ossia se dipende dall'accumulazione del risparmio, come già tanti anni fa mettevano in luce le analisi di Guiso, Jappelli e Terlizzese. Se, invece, l'aumento dipende dalle variazioni di valore dello stock di ricchezza, il rischio è di trovarsi nel mezzo di una bolla. In Italia la variazione dei prezzi, soprattutto quelli immobiliari, non è stata trascurabile tra il 2000-2008, anche se il loro contenuto ridimensionamento nell'ultimo biennio può far ritenere che si sia trattato di variazione di prezzi relativi che, finché sono garantiti dalla capacità produttiva del Paese, probabilmente si possono mantenere.

Anche per questo, bisogna che la nostra economia cresca di più e meglio. Abbiamo infatti un problema di qualità oltre che di quantità nei servizi pubblici e privati. Se ne parla da oltre vent'anni e credo che il basso tasso di produttività dei servizi alla lunga determini costi molto elevati al tessuto industriale e all'intera economia.

Non so se si possono sommare debito pubblico e debito privato. Certamente nel biennio passato abbiamo verificato che la stabilità finanziaria è importante e questa può dipendere dal debito privato, soprattutto dalla sua concentrazione e dalla qualità dei cespiti con i quali il debito viene ad essere garantito. In ogni caso penso che contino la domanda di risparmio e la propensione a investire nella carta di un paese; in altri termini, conta il merito di credito di un paese, che non è indipendente dalla dinamica del suo indebitamento e dal livello del suo debito pubblico.

Bisogna perciò tenere sotto controllo i conti pubblici. Ridurre il debito pubblico e migliorare i servizi pubblici è fondamentale per un paese come l'Italia che, per riprendere uno slogan che ho utilizzato in vari scritti pubblicati negli

ultimi venti anni con Fabrizio Barca e Federico Signorini, è caratterizzato da “eccesso di debito e carenza di Stato”.

Non è semplice farlo, anche per l'esistenza del problema demografico. La demografia è la determinante principale del passaggio dalle pensioni pubbliche alla previdenza privata, dai benefici definiti alle contribuzioni definite. Il rischio tende a spostarsi sempre più verso le famiglie e, sia per questo motivo sia perché la popolazione italiana sarà sempre più anziana, potremmo avere una carenza di risparmio.

Un ruolo importante lo giocherà l'offerta degli strumenti finanziari. Se il rischio si sposta sempre più verso le famiglie, diviene ancor più importante il tema della tutela del risparmiatore. La relazione di Vittorio Conti ci guida attraverso le profonde modifiche regolamentari decise – o in avanzato stato di progettazione – in Europa, come risposta alle lezioni impartite dalla crisi finanziaria. L'obiettivo della tutela dei consumatori è perseguito con forza dalla Consob ma anche dalla Banca d'Italia, alla luce delle nuove responsabilità in materia.

Domenico Siniscalco nel suo intervento considera poi le sfide poste, in un contesto di mercati finanziari più “normali” che negli ultimi tre anni, all'industria della gestione del risparmio. Particolare importanza sarà rivestita dalla rete di distribuzione dei servizi finanziari, dalla qualità dei prodotti, dall'efficienza del circuito di distribuzione e dalla capacità di sopportare i crescenti costi di compliance. L'interessante relazione di Chiara Fornasari su questi temi è commentata da Giorgio Girelli.

Per chiudere, le scelte finanziarie dipendono da tanti fattori: tra l'altro, dipendono dalla qualità dell'offerta e dalla capacità di chi investe, in particolare, di capire di che investimento si tratti.

L'educazione finanziaria è diventata di grande attualità, è una parola d'ordine per i policy maker; anche se non sono ancora bene definiti i limiti e l'efficacia degli interventi in materia. Ne discutono Luigi Guiso e Marco Cecchini.

Il focus dell'azione deve essere concentrato, a mio giudizio, sul rendere tutti consapevoli che, oggi, a rendimenti superiori al 3 o 4% è associato un grado di rischio molto elevato. È una banalissima considerazione che però la gente non sembra comprendere chiaramente.

Pesa il ricordo di tempi non lontani. Con il rientro dell'inflazione e la partecipazione all'Unione monetaria abbiamo di gran lunga ridotto una fonte di reddito per le famiglie che avevano investito in titoli di Stato. Le famiglie ritenevano che i titoli del Tesoro rendessero tanto e fossero molto sicuri. Non si rendevano conto che se i tassi erano molto più elevati che altrove, forse i titoli tanto sicuri non erano. È però rimasta la convinzione che condizioni sui tassi d'interesse quali quelle prevalenti in passato non siano da considerare irripetibili.

Concludo parlando di immigrazione; nel 2050, con i 200.000 ingressi all'anno previsti dall'ISTAT, avremo un terzo degli italiani sotto i 15 anni e quasi il 40% tra i 15 e i 54 anni che o sono nati all'estero o sono nati in Italia da genitori immigrati. Queste percentuali sono superiori a quelle americane e simili a quelle canadesi. Bisogna guardare quindi con grande attenzione anche all'educazione di questi nuovi consumatori e risparmiatori, che certamente giocheranno un ruolo cruciale per il risparmio e la crescita.

© Copyright 2011  
Bancaria Editrice

BANCARIA EDITRICE  
Divisione di ABIServizi S.p.A.  
Via delle Botteghe Oscure, 54  
00186 Roma  
Tel. (06) 6767.391-2-3-4-5  
Fax (06) 6767.397  
**[www.bancariaeditrice.it](http://www.bancariaeditrice.it)**  
[servizioclienti@bancariaeditrice.it](mailto:servizioclienti@bancariaeditrice.it)

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, anche ad uso interno o didattico, non autorizzata.  
L'editore potrà concedere a pagamento l'autorizzazione a riprodurre una porzione non superiore a un decimo del presente volume. Le richieste vanno inoltrate a:  
Associazione Italiana per i Diritti di Riproduzione delle Opere dell'Ingegno (AIDRO)  
Corso di Porta Romana, 108 - 20122 Milano  
[segreteria@aidro.org](mailto:segreteria@aidro.org)

Finito di stampare nel mese di maggio 2011  
presso Varigrafica Alto Lazio S.r.l.  
Via Cassia bis km 36,300 - Zona Ind.le  
Settevene  
01036 - Nepi (VT)