Credito e risparmio

INVESTIMENTI E STRATEGIE

Le scelte di portafoglio

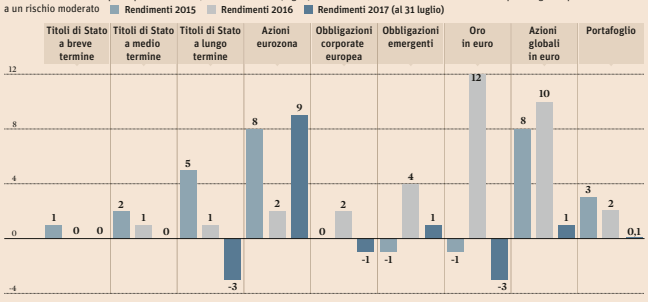
Il «premio al rischio» non attira gli italiani, che preferiscono rinunciare ai rendimenti

Fisco e mercati

Tassazione sul capital gain correlata ai mercati. Il fenomeno Pir al test fiscale

La fotografia del risparmio

IL RENDIMENTO DEL PORTAFOGLIO
I rendimenti lordi delle principali asset class, 2015-2016-2017 (luglio). Stima del rendimento % medio lordo di un portafoglio esposto a un rischio moderato — Rendimenti 2015 — Rendimenti 2016 — Rendimenti 2017 (al 31 luglio)



Fonte: elaborazioni Centro Einaudi su dati www.bullbear.it, elaborazione Il Sole 24 Ore su dati Mef

FISCO E RISPARMIO
Il gettito fiscale nel 2016. **In miliardi di euro**

Investimenti finanziari	9,015
Imposte per riorganizzazione imprese	1,308
Dividendi societari	1,133
Assicurazioni vita	0,977
Rendimenti annui fondi pensione	0,677
Vincite lotterie e riscatto polizze vita	0,525
Tobin Tax	0,400
Tfr	0,319
Imposte su attività finanziarie detenute all'estero	0,145
Imposta di bollo	0,003
Prestazioni pensionistiche	0,003
Plusvalenze su redditi diversi	0,002
Totale	**14,507**

Risparmio, soffrono famiglie e Erario

Il tasso medio del rendimento scende allo 0,1% - Il gettito per lo Stato in calo a 14,5 miliardi

Marco Lo Conte

Minor propensione a risparmiare, rendimenti in calo per il portafoglio degli italiani nei primi mesi dell'anno e gettito per l'Erario che conseguentemente da rivedere al ribasso per il 2017. Con un'incognita: il successo dei Pir, i piani individuali di risparmio, che in ragione del loro inatteso successo - presumibilmente a svantaggio dei fondi comuni di investimento azionari e bilanciati -, ridurranno ulteriormente il gettito per il Fisco.

Messi in fila, i numeri relativi all'andamento delle finanze delle famiglie italiane per l'anno che si avvia alla conclusione, fotografano un quadro in cui prevalgono le incertezze sulle buone notizie. La riduzione dal 40 al 37% di coloro i quali sono riusciti nell'ultimo anno a risparmiare, secondo l'indagine Ipsos per Acri diffusa alla vigilia della Giornata Mondiale del Risparmio, rappresenta un campanello di allarme da non sottovalutare. Anche se correlato - ma solo in parte - ad una maggior propensione ai consumi e una riduzione al 21% dal 26 di chi spende più di ciò che guadagna: segno di un miglioramento del clima, ma eccessivamente limitato per invertire la tendenza: il 66% degli interpellati dal sondaggio ritiene che gli strumenti di tutela del pubblico risparmio siano inefficaci (dal 74% del 2016), effetto palpabile delle crisi delle banche venete e delle quattro banche in risoluzione. Casi limitati e isolati, il cui clamore ha frenato la propensione di gran parte dei risparmiatori a diventare investitori, rinunciando alle certezze del deposito bancario e postale, a vantaggio di scelte di medio e lungo termine coerenti con le proprie esigenze.

La conseguenza inevitabile della fuga dal rischio è rappresentata da rendimenti sempre più bassi: il portafoglio benchmark esposto a un "rischio moderato", messo a punto dal Centro Einaudi (sulla base dei pesi delle differenti asset class presenti nei portafogli delle famiglie italiane), evidenzia una compressione dei rendimenti fino allo 0,1% per il periodo gennaio-luglio 2017, contro il 2% del 2016, il 3% del 2015. Hanno inciso negativamente gli effetti della crisi politica e del cambio di governo, che aveva portato lo spread fino a quota 201, e delle crisi bancarie che hanno peggiorato i corsi delle banche quotate e del Ftse Mib. Dinamiche ampiamente compensate nei mesi successivi sui mercati, dove lo spread è sceso a quota 145 e l'indice principale di Piazza Affari ora sale di oltre il 30% da inizio anno. Ma non tali da invertire il clima di fiducia e compiere il grande passo da risparmiatori a investitori, grazie a una migliore diversificazione di portafoglio: gli studiosi del Centro Einaudi hanno evidenziato gli effetti positivi dell'introduzione di asset class come le azioni europee (salite del 9% nei primi sette mesi dell'anno) per migliorare la salute del salvadanaio degli italiani.

Che non mostrano finora grande propensione ad abbracciare il premio al rischio, se non con un'unica importante eccezione: i Pir, piani individuali di risparmio, introdotti con la legge di bilancio 2017 hanno riscosso un successo di raccolta ben superiore alle attese di inizio anno, quando si ipotizzava di raggiungere i 15 miliardi in 5 anni. Secondo le indicazioni del capo della segreteria tecnica del Mef Fabrizio Pagani, la norma potrebbe arrivare a quota dieci miliardi l'anno, con un obiettivo ambizioso di 70 miliardi nell'arco di cinque anni. Una prospettiva molto positiva per uno strumento che investe nelle imprese italiane quotate sull'Aim e sullo Star, fornendo loro un canale di finanziamento complementare a quello bancario. Si tratterà tuttavia di capire se il successo dei Pir sarà a danno di analoghi strumenti di risparmio gestito come i fondi comuni azionari. E in che misura. Sì, perché dal punto di vista fiscale il tema non è certo neutro: per coloro che li mantengono in portafoglio per cinque anni i Pir offrono un'esenzione fiscale importante, stimata nella Relazione tecnica di accompagnamento alla norma che li ha introdotti, a circa 9,4 milioni per l'anno in corso, per salire fino a 24,5 l'anno prossimo fino ai 100,4 al 2021, ossia alla fine del quinquennio. Nel caso in cui venissero confermate le previsioni di raccolta indicate in questo periodo, l'impatto per l'Erario potrebbe iniziare a farsi consistente, con ripercussioni nell'immediato non indifferenti per i conti dello Stato, che punta evidentemente a beneficiare dell'effetto prodotto dagli investimenti nelle aziende target dei Pir. Già ora il Fisco soffre: il calo dei rendimenti e degli accantonamenti nel 2016 si rispecchia in minor gettito per circa mezzo miliardo rispetto all'anno precedente, andando a chiudere a 14, 5 miliardi, due terzi dei quali prodotti dalla tassazione sul capitalgaine per un quinto dalle imposte di bollo e 400 milioni di Tobin tax. Comprensibile che si fosse pensato di aprire questo delicato dossier in sede di manovra 2018, con l'ipotesi di introdurre l'imposta di bollo anche sulle polizze di ramo I. Così com'è stato altrettanto comprensibile il dietro front del governo, per evitare di penalizzare ulteriormente il salvadanaio degli italiani. Appeso a un filo sottile di fiducia.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ALLARME
Dall'indagine Ipsos per Acri scende dal 40 al 37% la quota di famiglie che riesce a risparmiare. Cala al 21% chi spende più del proprio reddito

LA FOTOGRAFIA
Migliorano le condizioni economiche nel Nord Est e nel Nord Ovest
Ancora difficile la situazione al Centro e al Sud del Paese

L'altra faccia del risparmio. Indagine di Itinerari Previdenziali

DOVE FINISCE IL TFR ITALIANO
Come sono stati investiti i soldi usciti dalle aziende



TOTALE del 2007 ad oggi:
243,04 mld €

50,48 mld €
Sono confluiti nella previdenza complementare

56,41 mld €
Sono confluiti al Fondo Tesoriera Inps

136,15 mld €
Sono accantonati presso le imprese

2,5 mld €
Al 2016 solo **2,5 miliardi** (lo 0,15 del Pil) erano rientrati nel sistema produttivo sotto forma di investimenti in economia reale da parte di Fondi Pensione

Fonte: Itinerari previdenziali

Come viene investito il Tfr dei lavoratori? Su 50 miliardi solo 2,5 nell'economia italiana

di **Morya Longo**

Rappresenta il futuro di molti lavoratori italiani. Però non costituisce il futuro dell'economia della Penisola. Solo una piccolissima parte del Tfr che gli italiani hanno deciso di accantonare nella previdenza complementare, infatti, viene reinvestito dai fondi pensione in azioni e obbligazioni di aziende nazionali. Dei 50 miliardi di euro di Tfr usciti dalle aziende dal 2007 a oggi e finiti nei fondi pensione, calcola il Centro Studi di Itinerari Previdenziali, solo 2,5 miliardi sono stati infatti reinvestiti nell'economia reale italiana. Cioè nelle imprese. Insomma: il Tfr che esce dalle aziende non torna nell'economia italiana, ma viene in buona parte investito all'estero. E proprio questo è il paradosso del Trattamento di fine rapporto: il futuro previdenziale dei lavoratori italiani finisce a finanziare il presente delle aziende internazionali.

Nella giornata del risparmio non è possibile non guardare a questa particolare forma di risparmio rappresentata dal Tfr. Da quando è possibile accantonare la vecchia "liquidazione" fuori dall'azienda, molti italiani hanno infatti scelto la strada dei fondi pensione. Così dal 2007 ad oggi, il Tfr maturato è stato così ripartito: 136,15 miliardi di euro sono rimasti nelle aziende di piccole dimensioni (sotto i 50 dipendenti), 56,41 miliardi sono finiti nel Fondo di Tesoreria Inps (Tfr di addetti in imprese con oltre 50 dipendenti), mentre 50,47 miliardi sono confluiti nella previdenza complementare. Di fatto, dunque, 106 miliardi sono stati "persi" dal nostro sistema produttivo in questo decennio. Si tratta del 6,4% del Pil annuo. Non poco. Soprattutto perché solo una piccola porzione è stata reinvestita nell'economia reale. E ce ne sarebbe stato un gran bisogno in un decennio in cui le aziende italiane hanno visto ridursi il credito bancario a causa della crisi.

La possibilità di accantonare il Tfr in un fondo pensione è stata data ai lavoratori italiani per permettere loro di rimpolpare questa forma previdenziale integrativa, in vista anche del "dimagrimento" dell'assegno futuro dell'Inps. Ma una motivazione era anche quella di far crescere il mercato finanziario italiano, che in tutto il mondo ha i fondi pensione come grandi investitori. Ebbene: in Italia questo secondo obiettivo non è stato centrato. Anni fa era stata tentata anche la strada "di sistema": incentivando fiscalmente i soggetti previdenziali intenzionati ad investire nell'economia reale, in infrastrutture in particolare, e nel lungo termine. Una mossa naufragata quando il precedente Governo ha deciso di innalzare la tassazione sui rendimenti annui dall'11,5 al 20%. Così all'economia italiana continua a finire ben poco di questa massa di denaro. Inclusa quella dei Tfr.

«Il modo in cui il Tfr viene investito dipende in parte dalla scelta che a monte fa il lavoratore - spiega Alessandro Bugli del centro Studi Itinerari Previdenziali -. Del resto sarebbe imprudente che il Tfr venisse investito tutto nell'economia italiana, dato che logica vuole che venda diversificato su tutti i mercati. Detto questo, però, sarebbe auspicabile che una fetta maggiore di questo denaro venisse impiegato per far crescere le imprese nazionali, perché aiuterebbe l'Italia a svilupparsi». Il paradosso è che il Tfr degli italiani va a dare risorse alle imprese estere, rendendo meno competitive le aziende italiane dove gli stessi lavoratori vivono.

Questi numeri sul Tfr non fanno altro che confermare i dati che la stessa Covip comunica ogni anno. A fine 2016 i fondi pensione italiani avevano un patrimonio di 117 miliardi. Di questi, solo 3,4 miliardi sono stati investiti in azioni e obbligazioni di imprese italiane. La prudenza è giusta, ci mancherebbe. Diversificare gli investimenti è corretto, ovvio. Ma in Italia forse si esagera forse un po': nei maggiori Paesi europei - certifica una ricerca del Mefop di qualche anno fa - i fondi pensione investono infatti in media il 46,5% del patrimonio in azioni della propria Borsa nazionale. Anche per questo il mercato finanziario italiano stenta a svilupparsi: se non ci sono investitori, e se quelli che esistono sono molto "freddi" nei confronti dell'Italia, allora le imprese stenteranno sempre ad usare i mercati finanziari come canali validi per raccogliere debito o capitale. In un periodo storico come quello attuale, in cui le banche non riescono più a sostenere le imprese come facevano un tempo, avere un mercato finanziario sviluppato sarebbe importante per garantire al sistema produttivo italiano le risorse necessarie per svilupparsi. I Pir vanno in questa direzione. Ma il Tfr - per mille ragioni - va dalla parte opposta.

m.longo@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA PAROLA CHIAVE
Tfr

Il Tfr, cioè il «Trattamento di fine rapporto», è la somma di denaro che spetta al lavoratore dipendente quando finisce di lavorare per un'azienda. Un tempo veniva chiamata «liquidazione»: è di fatto una prestazione al cui pagamento è tenuto il datore di lavoro nel momento in cui cessa il rapporto stesso. Con il decreto legislativo del 5 dicembre 2005 n. 252 è stata emanata la nuova riforma della previdenza complementare: è ora previsto che il Tfr possa essere destinato ai fondi pensione complementari, tramite il meccanismo del silenzio-assenso.

LISTA ESTERO
Dal 2007 le aziende hanno perso 106 miliardi di Tfr, ma solo una piccola parte è stata usata per finanziare il sistema produttivo italiano

FOCUS. ATTIVI IN GESTIONE A 145MILA MILIARDI $ NEL 2025

Fintech, blockchain e big data: così cambia l'industria del settore

di **Maximilian Cellino**

L'avanzata delle tecnologie, il peso crescente della regolamentazione e la competizione serrata in uno scenario caratterizzato da tassi zero e margini sempre più ristretti ha mutato il volto dell'industria del risparmio gestito negli ultimi dieci anni. I cambiamenti susseguenti la grande crisi finanziaria rischiano però di risultare modesti rispetto all'autentica rivoluzione che ci si appresta a vivere negli anni a venire: sviluppi non necessariamente negativi, se è vero che - come stima PwC nello studio «Asset & Wealth Management Revolution» appena pubblicato - a livello globale gli attivi in gestione sono destinati quasi a raddoppiare, passando da 84,9 a 145,4 migliaia di miliardi di dollari da fine 2016 al 2025.

Uno scenario in decisa crescita quindi, guidato dalle aree emergenti (Asia-Pacifico, Medio Oriente e Africa, Sud America) ma anche sempre più competitivo, soprattutto nei Paesi sviluppati. All'interno del quale, nel rispetto delle più classiche teorie di derivazione darwiniana, a sopravvivere non saranno necessariamente soltanto i soggetti più grandi, ma anche chi saprà adattarsi in modo migliore ai mutamenti radicali. Fra le sfide che gli operatori si troveranno inevitabilmente di fronte spicca l'evoluzione tecnologica, che avanza a grandi passi impattando su ogni aspetto della gestione del risparmio: dalla ricerca e dalla costruzione del portafoglio all'interazione con il cliente e alla distribuzione, passando attraverso i processi produttivi intermedi.

«Intelligenza artificiale, robotica, *big data* e *blockchain* stanno trasformando l'industria e saranno determinanti nel contribuire a selezionare le società di successo in uno scenario in rapido cambiamento», conferma Mauro Panebianco, responsabile PwC per l'Italia dei servizi di Consulenza al settore Asset & Wealth Management. E in un mondo che cambia in modo così veloce, le stesse Fintech company più note potrebbero fare ingresso nell'arena, non tanto nell'asset management puro quanto nella distribuzione, sfruttando cioè i canali estremamente efficienti finora utilizzati nei settori in cui operano.

Tecnologia e digitalizzazione sono temi che prendono sopravvento nei report e nei business plan, ma non sono certo le uniche tendenze di sviluppo di un settore proiettato sempre più a caccia della ricchezza dei clienti e in particolare del denaro che gran parte di essi sposta sempre più verso previdenza contributiva e piani di accumulo. Uno degli elementi di novità più interessanti è sicuramente rappresentato dal crescente ruolo che gli operatori del settore del risparmio rivestono nel finanziare l'economia reale.

Non che gli asset manager stiano cambiando pelle, si tratta semplicemente di una reazione a uno scenario di mercato che propone tassi vicino allo zero ormai da tempo. «La continua caccia ai rendimenti, soprattutto da parte degli istituzionali, ha spinto gli operatori a creare prodotti alternativi che in molti casi vanno a finanziare grandi progetti infrastrutturali o anche piccole e medie imprese», sottolinea Panebianco, ricordando non soltanto il fenomeno Pir, ma anche l'ingresso delle Sgr in settori quali *private debt*, *trade finance*, nel *peer-to-peer* o appunto negli investimenti in infrastrutture.

In un simile contesto l'industria italiana si pone in posizione intermedia: il gap da recuperare in termini di attività finanziarie gestite da parte delle famiglie (30% sugli asset complessivi, contro una media europea del 41%) permette di immaginare tassi potenziali di crescita delle masse gestite superiori al resto del Continente, anche se non ai livelli più dinamici dei Paesi emergenti. «Ci attendiamo un incremento medio annuo del 7-8%, in base a quale nel 2021 l'ammontare complessivo delle gestioni individuali e di quelle collettive potrebbe raggiungere i 3.200 miliardi di euro rispetto ai 2.400 miliardi attuali», precisa Panebianco, che non dimentica però le eterne sfide di poste dal nostro sistema, prima fra tutte «la sostenibilità dei margini, che diventerà un fattore centrale nella definizione delle nuove strategie aziendali».

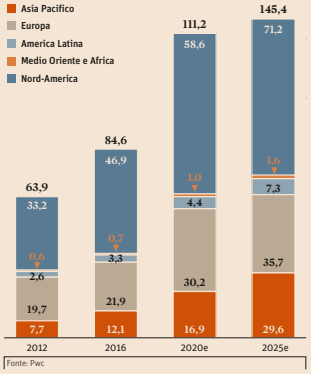
Inevitabile in un simile contesto che il processo di consolidamento proceda anche a un ritmo superiore rispetto al resto d'Europa. Con una differenza significativa però: «nel nostro Paese - avverte Panebianco - non esistono e difficilmente nasceranno player specializzati in prodotti a strategia passiva come gli Etf, che rappresentano al momento la componente più dinamica del mercato». Su questo piano il divario resta incolmabile, e toglie forse un briciolo di appeal in più all'industria nazionale del risparmio gestito.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LO SCENARIO
Secondo PwC in Italia masse complessive in crescita del 7-8% annuo
Nel 2021 raggiungeranno 3.200 miliardi di euro

Obiettivo raddoppio

Gli asset di risparmio gestiti a livello globale.
Dati in migliaia di miliardi di dollari.



Fonte: Pwc