

Quella pericolosa disaffezione nei confronti del rischio

di Emilio Barucci

L'argomento è quasi un luogo comune e ha trovato spazio nei programmi di tutti i governi degli ultimi venti anni: per favorire la crescita del Paese occorre rafforzare gli investitori istituzionali, sviluppare il mercato finanziario, spostare parte del risparmio dai titoli di Stato a strumenti finanziari capaci di finanziare l'economia reale. Di fronte ad una tesi divenuta oramai quasi un "luogo comune" è lecito porsi almeno due quesiti: a) l'argomento ha davvero un fondamento? b) Cosa è successo in Italia?

La tesi risale ad uno dei maggiori economisti del XX secolo: secondo Schumpeter un mercato finanziario sviluppato favorisce una efficiente allocazione delle risorse finanziarie e riduce i problemi che le imprese incontrano nel finanziare gli investimenti diminuendo le asimmetrie informative e i problemi di azzardo morale. Un mercato finanziario sviluppato in particolare aiuta la crescita dell'economia via aumento della produttività dei fattori, accumulo del capitale, innalzamento del saggio di risparmio. L'evidenza empirica, seppur non sempre in modo forte, conferma la validità della tesi.

Veniamo al secondo quesito. Fino al 2000/2001 sembrava che l'evoluzione fosse positiva, ma da allora il vento sembra esser cambiato. Mettiamo in fila qualche dato:

1. secondo l'indagine sui bilanci delle famiglie italiane di Banca d'Italia, tra la popolazione che detiene attività finanziarie la quota che investe in azioni è passata dal 6% nel 1995 all'11.6% nel 2002 per scendere poi all'8.6% nel 2004, la percentuale delle famiglie che investe in fondi comuni è passata dal 6% al 16% per poi scendere all'11%;

2. le privatizzazioni hanno portato un grande contributo alla diffusione del possesso azionario: secondo uno studio di Borsa Italiana⁽¹⁾, circa il 70% dei risparmiatori che si è avvicinato all'investimento azionario lo ha fatto in corrispondenza delle privatizzazioni della fine degli anni '90, negli anni successivi la quota di società privatizzate posseduta nel portafoglio dei piccoli risparmiatori è diminuita in modo significativo;

3. l'industria del risparmio gestito in Italia, che si collocava al terzo posto in Europa alla fine degli anni '90 è oggi al sesto posto in termini di patrimoni;

4. nel periodo 2001-2006 abbiamo osservato i seguenti flussi nelle attività finanziarie delle famiglie italiane: fondi comuni di investimento (-52 miliardi), depositi e titoli a breve termine (perlopiù di Stato) (+237 miliardi), polizze assicurative ramo vita e fondi pensioni (+265 miliardi), titoli a medio e lungo termine (+202 miliardi), investimento in azioni (+35 miliardi). Il 2007 conferma questi dati con un flusso di 70 miliardi verso i titoli pubblici a breve e i depositi.

Assistiamo quindi a due fenomeni macro:

a) ricomposizione del risparmio delle famiglie collocato presso investitori istituzionali con uno spostamento dai fondi comuni di investimento verso polizze assicurative e in parte gestioni patrimoniali e solo in misura molto limitata verso i fondi pensione;

b) disintermediazione degli investitori istituzionali con un ritorno ad un investimento a basso rischio (titoli di Stato) e obbligazioni bancarie (dei 202 miliardi dei titoli a medio e lungo termine ben 130 fanno riferimento alle obbligazioni bancarie).

Questi fenomeni chiamano in causa sia il lato della domanda che il lato dell'offerta di servizi finanziari. Sembra di poter affermare che siamo in presenza di un cambiamento nella propensione al rischio dei piccoli risparmiatori con un loro riposizionarsi verso strumenti finanziari poco rischiosi, ma non solo: negli ultimi anni si osserva un innalzamento dell'età media degli investitori in strumenti finanziari rischiosi, una diminuzione della propensione ad investire da parte di chi svolge un lavoro autonomo e quindi è esposto a rischio di reddito elevato. L'investimento è inoltre diminuito in misura più significativa nelle regioni meridionali del Paese e sono i meno abbienti a conoscere la diminuzione più significativa. Perché questo cambiamento? Sicuramente lo sbom della new economy ma anche le vicende dei bond argentini, Parmalat, Cirio che hanno portato ad una sfiducia verso l'investimento "rischioso" e gli intermediari. Sul fronte dell'offerta. I fondi comuni di investimento e i fondi pensione hanno costi elevati e non hanno una performance molto soddisfacente ma le obbligazioni bancarie, le gestioni patrimoniali e le polizze assicurative non sono né più redditizie né meno costose, anzi sicuramente sono meno trasparenti e più illiquide. Perché questo spostamento del risparmio? La ragione è probabilmente da ricercare nella politica dell'offerta da parte degli intermediari che mirano a massimizzare il flusso delle commissioni nel breve periodo.

Per fare fronte a questi problemi occorre agire in più direzioni:

- a) innalzare il grado di cultura finanziaria degli investitori, compito che non può essere assolto tramite una campagna pubblicitaria occasionale per l'affidamento del TFR;
- b) con la legge sul risparmio si è agito nella direzione giusta sul lato della governance delle società e della tutela delle minoranze ma sono stati dati segnali contraddittori sul falso in bilancio e con l'istituzione di un fantomatico fondo di garanzia per i risparmiatori truffati;
- c) con la legge sul risparmio si è messo un tappo alla disinvoltata vendita di corporate bonds da parte delle banche, ma questo ha significato curare un sintomo più che la malattia: occorre limitare la ricerca del rendimento elevato nel breve periodo da parte degli intermediari che è foriero di tanti problemi. Le banche, esaurito il canale corporate bonds, si sono orientate verso strumenti finanziari redditizi, complessi ed opachi (obbligazioni, polizze assicurative, derivati) che non fanno sicuramente l'interesse del risparmiatore. Occorre quindi agire sulla struttura degli incentivi degli intermediari. La MIFID è un passo significativo ma non basta;
- d) gli intermediari debbono lavorare sull'innovazione finanziaria interpretando i cambiamenti che si sono verificati nella propensione all'investimento e favorendo l'investimento da parte degli investitori con un basso profilo di rischio e meno addentro agli strumenti finanziari.

Attenzione: i dati sono preoccupanti. Suonerà forse strano ma la propensione all'investimento di una comunità è un bene pubblico che va incoraggiato e tutelato con ricadute nel lungo periodo, ignorando il problema si corre il rischio di accorgersene quando è troppo tardi.