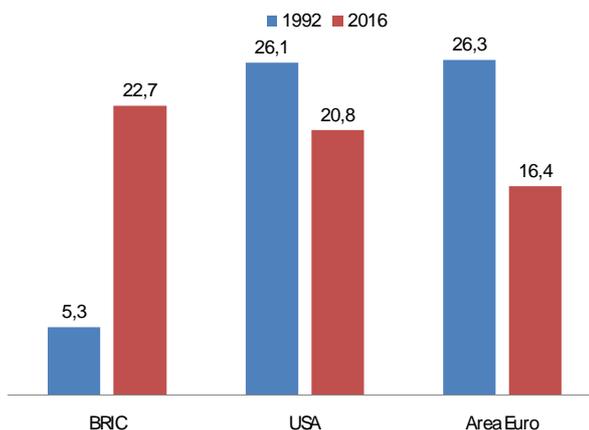


# focus

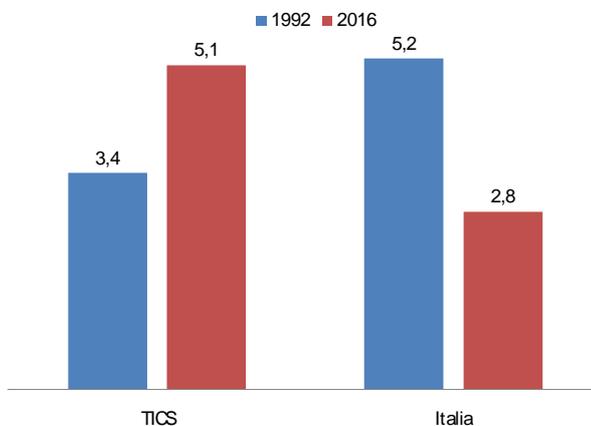
settimanale del Servizio Studi BNL

**Peso sul PIL del Mondo**  
(BRIC: Brasile, Russia, India, Cina; %)



Fonte: FMI

**Peso sul PIL del Mondo**  
(TICS: Turchia, Indonesia, Corea, Sud Africa; %)



Fonte: FMI

La crescita dell' **economia mondiale** conferma la sua svolta policentrica. Le nuove previsioni del Fondo monetario attestano tra il 4 e 5% il saggio reale di espansione del PIL globale nel prossimo quinquennio. Nel 2016 il peso dei BRIC sul prodotto mondiale potrebbe salire intorno al 23%, oltre il quadruplo di quanto registrato all'inizio degli anni Novanta.

Il mercato dei **fondi comuni di investimento** nei primi tre mesi del 2011 sembra aver interrotto il trend di ripresa che aveva caratterizzato i dodici mesi precedenti. Per rilanciare i fondi italiani è stato deciso di uniformare la tassazione di questi ultimi a quella dei fondi esteri a partire dal prossimo primo luglio.

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas  
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma  
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

17

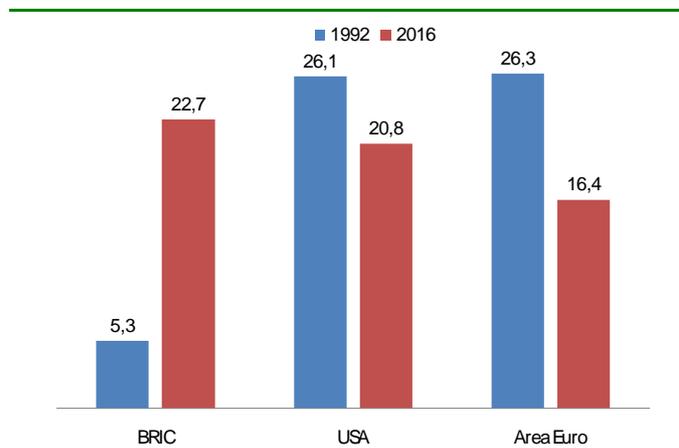
29 aprile

2011

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

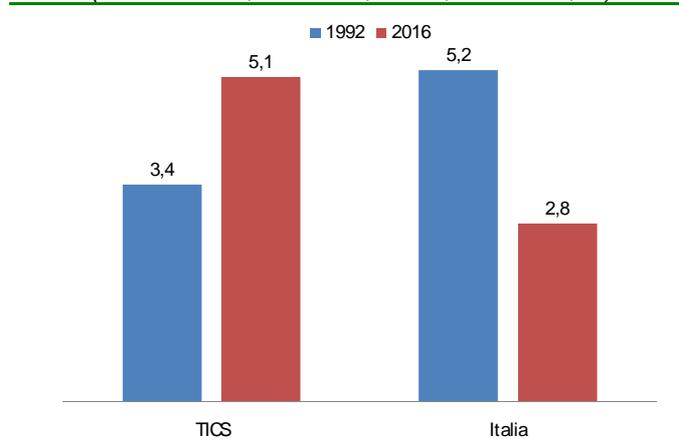
## Editoriale: Non solo BRIC

**Peso sul PIL del Mondo**  
(BRIC: Brasile, Russia, India, Cina; %)



Fonte: FMI

**Peso sul PIL del Mondo**  
(TICS: Turchia, Indonesia, Corea, Sud Africa; %)



Fonte: FMI

*Il cambio del lessico non è casuale. Nei vocaboli che tratteggiano il quadro corrente e prospettico dell'economia globale il termine "fragilità" cede il passo alla parola "tensioni". Accade, ad esempio, nell'edizione di aprile 2011 del World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale. La lettura che a Washington oggi si fa dello scenario mette da parte i rischi di "double-dip", di ritorno alla recessione, per sottolineare tre cose fondamentali. La prima è che la crescita del PIL mondiale rimane tonica, con un ritmo complessivo di sviluppo che rimane al di sopra del 4% annuo, in questo esercizio come pure nei prossimi cinque anni. La seconda cosa riguarda il carattere policentrico o, almeno, dualistico della crescita che viaggia al +6,5% medio nel mondo "emergente" e al +2,5% medio in quello cosiddetto "avanzato". La terza, fondamentale, notazione sottolinea il consolidarsi di tutta una serie di situazioni di*

*tensione che riguardano tre principali capitoli: prezzi e disponibilità delle materie prime, occupazione, movimenti di capitale.*

*Il rischio non è più quello che la crescita mondiale venga meno, che la “grande recessione” del 2008-09 (“grande” per noi, non altrettanto certo per cinesi & co ...) degeneri nella “grande depressione” della prima metà del secolo scorso. La fragilità cede il passo alla tensione. Il pericolo è ora quello che la crescita, consistente in quantità, non si riveli altrettanto buona in qualità. Una crescita dove nuove bolle speculative rischiano di essere inflazionate, dove gli squilibri storici dei pagamenti internazionali non vengono contenuti, dove le diseguaglianze e le tensioni sui mercati locali del lavoro si acuiscono invece di lenirsi. Potrà la grande quantità della crescita economica mondiale compensare i deficit nella sua qualità? Potrà la forte espansione sedare le insidiose tensioni? Probabilmente sì, ma solo in un quadro di ulteriori cambiamenti. Viviamo in un mondo che cambia, e che cambia più velocemente.*

*Di certo, la prima, forte impressione che si ha guardando le proiezioni del Fondo monetario è che la crescita economica mondiale ha la forza di un Caterpillar. Non si ferma davanti a niente. Il terremoto, lo tsunami e il fallout di Fukushima solo rallentano la crescita economica del Giappone, il cui aumento di PIL reale passa dal +3,9% del 2010 all'1,4% previsto per quest'anno per poi risalire al +2,1% atteso per il 2012. Le rivolte nel Nord Africa e nel Medio Oriente costano una revisione al ribasso di solo mezzo punto percentuale alle proiezioni di sviluppo che il Fondo monetario compie per l'area dei paesi MENA (Middle East and North Africa) il cui tasso reale di crescita del PIL rimane comunque non inferiore ai quattro punti percentuali l'anno. All'interno dell'area, Tunisia ed Egitto pagano il prezzo più forte del cambiamento politico nei termini di una riduzione all'1% del tasso di crescita atteso per quest'anno. Ma già nel 2012, secondo le previsioni degli esperti del Fondo, la crescita egiziana dovrebbe tornare al quattro per cento, quella tunisina salirebbe addirittura al +5,6%. Colpisce, alla pagina 84 del rapporto dell'FMI, il dato riportato sul livello del tasso di disoccupazione giovanile raggiunto in Tunisia: il 30%. La disoccupazione giovanile è in Tunisia praticamente la stessa che in Italia. Ma in Tunisia, a differenza che in Italia, la ricchezza patrimoniale delle famiglie non può certo esercitare quel formidabile ruolo di ammortizzatore sociale che svolge da noi.*

*Il policentrismo dello sviluppo si accentua. Il policentrismo – di cui, con provvida lungimiranza, la lettera enciclica “Caritas in Veritate” sottolineava anni or sono la centralità prospettica – arricchisce di nuovi nomi il plotone delle nuove locomotive che tirano la crescita dell'economia mondiale. Ci sono i BRIC, ovvero il ben noto acronimo che mette insieme Brasile, la Russia, l'India e la Cina. Ma, con loro, si impongono all'attenzione dei mercati anche quelli che potremmo raggruppare nei TICS – Turchia, Indonesia, Corea e Sud Africa – e molti, molti altri paesi ancora. Qualche numero può aiutare. Fatta pari a 100 la situazione del 2006 il PIL reale del Mondo raggiunge quota 118 nel 2011 ed è previsto portarsi a 148 nel 2016. Nell'arco di un decennio, tra il 2006 e il 2016, il Mondo sarà quindi cresciuto del 50% al netto dell'inflazione. Un risultato formidabile considerato il peso della crisi 2007-09. Un risultato dovuto alla spinta della Cina, il cui PIL è cresciuto del 65% tra il 2006 e il 2011 e, secondo le previsioni del Fondo, aumenterà di altri cento punti nel breve volgere dei prossimi cinque anni. Dopo la Cina, l'India registrerà una crescita reale sul decennio che è stimata in 120 punti percentuali. Sul fronte delle altre e più piccole locomotive, Turchia e Sud Africa sono attese crescere di 40 punti percentuali, l'Indonesia di 85 punti, il Vietnam di poco meno di cento punti percentuali. Più in basso, tra il 2006 e il 2016 la crescita reale degli USA dovrebbe raggiungere il totale di venti punti. La Germania segnerà in dieci anni un incremento di circa quindici punti percentuali. L'Italia, secondo le previsioni del Fondo*

*monetario, vedrà il proprio PIL reale aumentare di soli quattro punti in dieci anni. Crescere di più, e meglio, rappresenta per l'Italia un obiettivo primario, anche alla luce delle nuove aritmetiche della sostenibilità tratteggiate dal "Patto per l'euro plus". Il policentrismo dello sviluppo mondiale può aiutarci nella ripresa, posto di saperne cogliere i vantaggi.*

Giovanni Ajassa

## Fondi comuni italiani: la leva della fiscalità per il rilancio

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Il mercato dei fondi comuni di investimento nei primi tre mesi del 2011 sembra aver interrotto il trend di ripresa che aveva caratterizzato i dodici mesi precedenti. Tra gennaio e marzo 2011 la raccolta netta è stata negativa per 6,5 mld di euro, mentre il patrimonio gestito ha evidenziato un calo a 450 mld di euro dai 452 mld di fine 2010.

A marzo 2011 i rendimenti a 12 mesi per le diverse categorie di fondi restano molto contenuti per tutti i comparti. A fronte di un +5,3% per gli azionari, tutti gli altri comparti hanno mostrato rendimenti inferiori all'1% (+0,8% per i bilanciati, +0,7% per i flessibili, +0,5% per gli obbligazionari, +0,3% per i fondi di liquidità).

Il differente trattamento fiscale tra fondi di diritto italiano e fondi di diritto estero ha portato negli anni a una progressiva ricomposizione del patrimonio verso questi ultimi che, con 265 mld di euro, detengono ormai il 58,5% del patrimonio complessivo a fronte di una quota pari al 50% nel 2009 e al 32,2% nel 2005.

Per rilanciare il settore dei fondi sono state avviate alcune iniziative per modificare la normativa fiscale. A fine febbraio 2011, con la conversione in legge del decreto Milleproroghe, è stato deciso di uniformare la tassazione dei fondi italiani a quella dei fondi esteri a partire dal prossimo primo luglio. È stato inoltre preparato uno schema di decreto, ancora in via di perfezionamento, volto a incentivare il rientro in Italia delle società di gestione localizzate in paesi a fiscalità agevolata. L'idea è quella di mantenere, per le società che rientrano, i regimi fiscali adottati nei paesi di origine per un limitato periodo di tempo.

### La raccolta netta e il patrimonio chiudono in flessione il primo trimestre 2011

Il mercato dei fondi comuni di investimento, nei primi tre mesi del 2011, sembra aver interrotto il trend di ripresa che aveva caratterizzato i dodici mesi precedenti. Dopo il quadriennio 2006-2009 in cui si erano registrati valori annuali di raccolta netta sempre negativi (per un totale di -217 mld di euro nei quattro anni), il 2010 aveva segnato il ritorno a una crescita, seppure molto contenuta, della raccolta netta dei fondi comuni di investimento (1,1 mld di euro) e a un incremento del patrimonio gestito (+5% rispetto all'anno precedente) sostenuto da rendimenti positivi per quasi tutti i comparti.

Tra gennaio e marzo 2011 il saldo tra sottoscrizioni e riscatti è stato pari a -6,5 mld di euro, mentre il patrimonio gestito ha evidenziato un calo a 450 mld di euro dai 452 mld di fine 2010.

Nel complesso dei primi tre mesi dell'anno, a pesare sulla raccolta netta sono il comparto obbligazionario e i fondi di liquidità.

I fondi obbligazionari, grandi protagonisti del 2010 con una raccolta annuale di 17,2 mld di euro, hanno evidenziato a marzo il quarto risultato mensile negativo consecutivo (-666 mln di euro): a fronte di una raccolta netta positiva nel segmento degli europei corporate (+300 mln di euro), i comparti degli euro governativi hanno visto un deflusso netto (-900 mln di euro) su tutte le scadenze. Alla fine del primo trimestre il saldo è stato negativo per 4 mld di euro. La crisi dei debiti sovrani in alcuni paesi, in atto ormai da oltre un anno, e le attese sui movimenti dei tassi di interesse hanno frenato l'afflusso di risparmio in quasi tutti i comparti obbligazionari, con l'eccezione degli obbligazionari flessibili (+717 mln di euro da gennaio) l'unico segmento che lascia maggior libertà al gestore nella composizione del portafoglio di investimento.

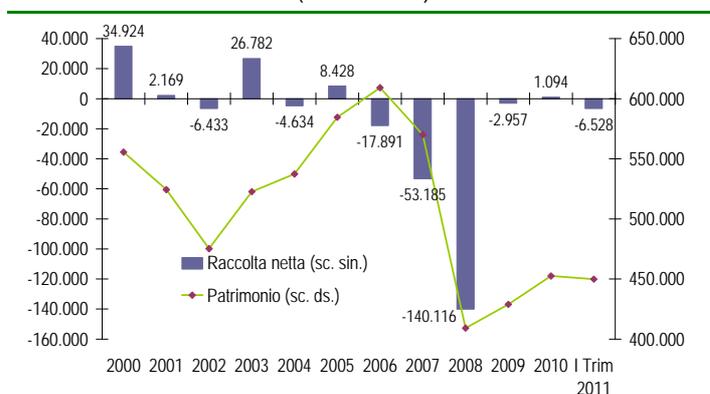
I fondi di liquidità tra gennaio e marzo 2011 hanno registrato un saldo tra sottoscrizioni e riscatti negativo per 3,3 miliardi di euro. L'allontanamento dai fondi di liquidità è uno

dei trend che ha caratterizzato il 2010, anno in cui questo comparto ha registrato una raccolta netta negativa per 23,9 mld di euro. Il basso livello dei tassi di interesse e le conseguenti performance molto contenute hanno ridotto l'appetibilità di questi prodotti da parte dei risparmiatori, anche se, secondo alcuni operatori, le tensioni geopolitiche, il terremoto in Giappone e il conseguente clima di incertezza sui mercati potrebbero portare i sottoscrittori ad allontanarsi dall'azionario per riposizionarsi su strumenti più sicuri, da utilizzare come parcheggio di liquidità in attesa di rientrare sul mercato indirizzandosi su prodotti maggiormente remunerativi.

Questa strategia, più volte adottata dai risparmiatori italiani nelle fasi caratterizzate da shock di mercato come quelle che hanno caratterizzato il recente passato, potrebbe favorire un ritorno verso i fondi di liquidità che, dopo molti mesi con un segno negativo, sono tornati a marzo a registrare una raccolta netta positiva (+375 mln di euro). Il saldo del primo trimestre per questa tipologia di fondi resta tuttavia ampiamente negativo (-3,3 mld di euro).

### Il mercato italiano dei fondi comuni

(mln di euro)



Fonte: Assogestioni

Ad avvalorare questa ipotesi circa le scelte dei risparmiatori concorrono i risultati evidenziati dai fondi azionari che, dopo aver raccolto 548 mln di euro nei primi due mesi del 2011, a marzo hanno registrato un deflusso di 700 mln di euro (specie dai comparti Europa, America e Paesi emergenti) che ha portato il saldo del primo trimestre in territorio negativo (-154 mln di euro).

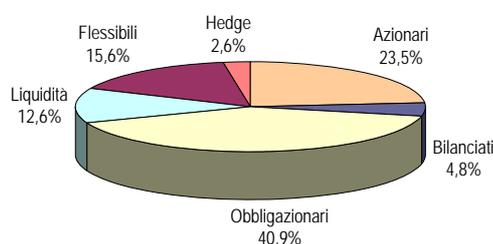
Rimane positivo l'andamento dei fondi bilanciati che, con l'incremento di marzo (+59 mln di euro) chiudono il trimestre con una raccolta netta pari a +642 mln di euro. Rimane in rosso anche a marzo invece il saldo dei fondi hedge (-108 mln di euro) che hanno registrato un deflusso netto di 909 mln di euro nel primo trimestre.

Continua inoltre il gradimento dei risparmiatori per i fondi flessibili che nel primo trimestre hanno mostrato un saldo tra sottoscrizioni e riscatti attivo per 1,2 mld di euro. In una fase dei mercati finanziari dominata dall'incertezza, molti investitori sembrano preferire delegare al gestore le scelte di allocazione del proprio capitale tra le diverse classi di attività, piuttosto che scegliere autonomamente una linea di investimento.

A marzo i rendimenti a 12 mesi per le diverse categorie di fondi restano molto contenuti per tutti i comparti. A fronte di un +5,3% per gli azionari, tutti gli altri comparti hanno mostrato rendimenti inferiori all'1% (+0,8% per i bilanciati, +0,7% per i flessibili, +0,5% per gli obbligazionari, +0,3% per i fondi di liquidità).

A fine marzo 2011 la composizione del patrimonio gestito dai fondi ha registrato variazioni solo lievi rispetto a un anno prima. Il cambiamento più evidente riguarda i fondi di liquidità che hanno perso oltre cinque punti percentuali passando dal 18% di marzo 2010 all'attuale 12,6%. Molto meno evidente è stato il calo dei fondi hedge che sono scesi al 2,6% dal 3,2% del patrimonio complessivo. Le altre categorie hanno visto invece aumentare il proprio peso relativo. Il comparto azionario è passato al 23,4% dal 21,9% beneficiando anche delle performance positive dei mercati, così come il comparto dei fondi bilanciati la cui quota è arrivata al 4,8% dal 4,3%.

### Composizione del patrimonio dei fondi comuni di investimento sul mercato italiano



Fonte: Assogestioni

I fondi obbligazionari hanno guadagnato oltre tre punti percentuali passando dal 37,5% al 40,9% trainati dalla forte dinamica della raccolta nel 2010. In aumento anche la quota di patrimonio investita nei fondi flessibili che hanno raggiunto il 15,6% del patrimonio con un incremento della propria quota che nei dodici mesi ha superato i due punti percentuali.

### La fiscalità come volano di rilancio dei fondi italiani

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è pari a oltre 3.500 mld di euro (più del doppio del Pil), ma meno del 25% è allocata presso investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni vita e strumenti di previdenza integrativa), un livello analogo a quello registrato in Spagna, ma molto inferiore rispetto a quello registrato in Francia e Germania dove la quota sale al 40% e al Regno Unito in cui le famiglie investono oltre il 50% della ricchezza finanziaria in questi strumenti.

All'Italia spetta invece il primato per l'acquisto dei titoli di debito che assorbono il 20% della ricchezza finanziaria, a fronte di valori inferiori al 5% in Francia e Spagna e prossimi al 10% in Germania.

Le quote di risparmio destinate dalle famiglie italiane verso i fondi comuni di investimento, pur essendo inferiori rispetto a quelle prevalenti nelle principali economie europee, nelle statistiche sulla ricchezza finanziaria delle famiglie sono in parte sottostimate. A influenzare questo dato è il fatto che la Banca d'Italia, nell'elaborazione di queste statistiche, rileva tra i fondi comuni solo quelli di diritto italiano, che a fine 2009 ammontavano a circa il 50% del totale e che ora si sono ridotti a poco più del 40%. Questa forte presenza di fondi esteri deriva dal diverso trattamento fiscale finora

riservato ai fondi italiani rispetto a quelli esteri che ha portato a una progressiva ricomposizione del mercato a favore dei secondi.

I fondi comuni di investimento di diritto estero, il cui peso sul totale era pari al 32% nel 2005, detengono ora circa il 59% del patrimonio in gestione e continuano a registrare dati di raccolta più alti di quelli dei prodotti italiani.

Nel primo trimestre del 2011 i fondi italiani hanno registrato un saldo di raccolta netta negativo per 8,7 mld di euro, mentre quelli di diritto estero tra gennaio e marzo hanno raccolto +2,1 mld di euro. Sul totale dei fondi di diritto estero solo un terzo (circa 90 mld di euro) sono detenuti da gruppi esteri, mentre i due terzi (176 mld di euro) sono in mano a gruppi italiani. In realtà, si tratta per lo più di fondi esteroinvestiti emanazione dei gruppi bancari italiani che hanno aperto società di gestione in paesi come il Lussemburgo o l'Irlanda per la migliore fiscalità e le procedure più snelle.

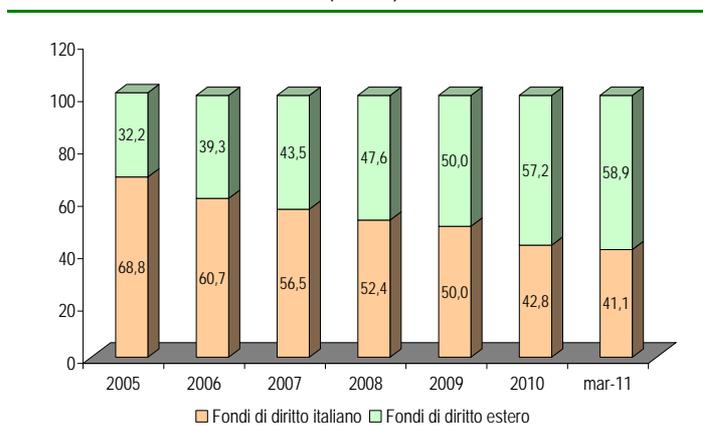
Il tema della fiscalità è stato per anni al centro del dibattito, invocato come un elemento discriminatorio penalizzante per i fondi italiani.

L'anomalia risiedeva nel fatto che le quote dei fondi erano tassate con una ritenuta del 12,5% sul profitto "maturato", ossia sull'incremento giornaliero del valore delle quote anziché sul guadagno realizzato dal sottoscrittore al momento della vendita. Questo prelievo sulla plusvalenza teorica penalizzava i rendimenti dei fondi italiani, sottraendo l'imposta dal valore della quota pubblicata. Inoltre in caso di minusvalenza, il credito di imposta maturato diventava un attivo non impiegabile sui mercati.

A fine febbraio 2011, con la conversione in legge del decreto Milleproroghe, è stato deciso di uniformare la tassazione dei fondi italiani a quella dei fondi esteri a partire dal primo luglio, per cui la tassazione avverrà sulle plusvalenze effettive al pari di altri strumenti finanziari come le azioni, le obbligazioni etc.

### Ripartizione del patrimonio del mercato italiano dei fondi comuni

(val%)



Fonte: Assogestioni

Il cambio di tassazione sulle plusvalenze, pur comportando un livellamento del campo di gioco in ordine al confronto tra le performance dei fondi, non esaurisce i disallineamenti fiscali tra fondi italiani e fondi esteri. Per arginare il travaso di società verso i paesi a fiscalità agevolata è allo studio da parte del Ministero dell'Economia un provvedimento per incentivare il rientro in Italia di società di gestione del risparmio localizzate specialmente in Irlanda e Lussemburgo.

L'idea è quella di mantenere, per le società che rientrano, i regimi fiscali adottati nei paesi di origine per un tempo dato e a determinate condizioni. Lo schema di decreto

sul regime fiscale di “attrazione” europea è stato pubblicato sotto forma di “bozza aperta” a ulteriori proposte di miglioramento ed è stato in prima battuta deciso di limitare questa possibilità alla città di Milano.

Secondo lo schema di decreto, persone fisiche, società e persone giuridiche, residenti in un altro Paese dell'Unione europea da almeno 24 mesi, potranno avviare nuove attività economiche in Italia adottando, ai fini delle imposte sui redditi, le regole in vigore in uno dei 27 Paesi dell'Ue per quanto riguarda sia la determinazione della base imponibile sia le aliquote di imposta applicate al reddito d'impresa

La scelta del regime fiscale più vantaggioso dovrà essere autorizzata dall'Agenzia delle Entrate con la presentazione di un'istanza di interpello. Il regime autorizzato sarà a tempo e per un massimo di tre periodi d'imposta, a partire dalla data di presentazione dell'istanza all'Agenzia delle Entrate.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.