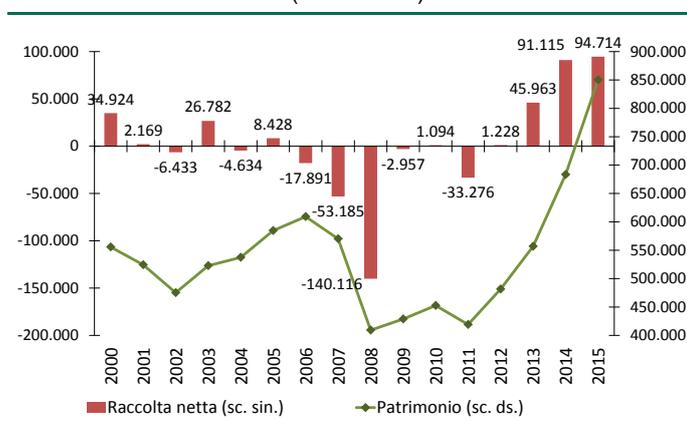


I fondi comuni di investimento

(mln di euro)



Fonte: Assogestioni

I mercati finanziari con l'inizio del nuovo anno hanno visto accentuarsi le turbolenze iniziate nell'ultima parte del 2015. Nei primi due mesi dell'anno le principali borse europee hanno registrato una perdita media nell'ordine del 10%. I tassi dei titoli sovrani decennali si sono mossi, pur con qualche temporaneo rialzo, su livelli minimi. Le difficoltà a individuare un settore di investimento profittevole e la crescente avversione al rischio hanno alimentato **considerevoli flussi di investimento verso l'oro**, che da inizio 2016 ha registrato un aumento delle quotazioni pari al 16%.

La volatilità dei mercati ha reso più complesso per i risparmiatori operare scelte autonome di investimento e molti hanno preferito affidarsi a investitori istituzionali. Nei primi tre trimestri del 2015 si sono registrati rilevanti flussi di attività diretti verso i fondi comuni e le riserve assicurative a fronte di deflussi dal mercato obbligazionario.

Nel 2015 la raccolta netta dei fondi comuni in Italia ha registrato un nuovo massimo, arrivando a quasi 95 mld di euro, mentre il volume dei premi vita è stato pari a € 114,9 mld, il più elevato mai registrato a fine anno.

n. 09

4 marzo 2016



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Mercati e risparmio: le scelte finanziarie degli italiani

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

I mercati finanziari con l'inizio del nuovo anno hanno visto accentuarsi le turbolenze iniziate nell'ultima parte del 2015. Nei primi due mesi dell'anno le principali borse europee hanno registrato una perdita media nell'ordine del 10%. Gli indici della borsa tedesca e di quella spagnola hanno perso rispettivamente il 12,5% e l'11,5%, quella francese il 7%, il Ftse 100 londinese il 2,3%. La borsa italiana è quella che ha evidenziato la più ampia flessione, l'indice Ftse Mib a fine febbraio aveva perso circa il 18%.

I mercati obbligazionari hanno continuato a muoversi lungo i trend delineati già da tempo. I tassi dei titoli sovrani decennali si sono mossi, pur con qualche temporaneo rialzo su livelli minimi. I titoli governativi tedeschi con scadenza fino a otto anni hanno toccato minimi storici. La ricerca di rendimenti ha fatto crescere anche la domanda di titoli italiani: il rendimento del Btp è sceso fino all'1,4%, mentre sul mercato secondario i titoli emessi dal Tesoro italiano presentano tassi negativi fino alla scadenza di due anni.

L'euro nel 2015 si è svalutato nei confronti delle principali valute internazionali, in particolare del 10% nei confronti del dollaro statunitense e del franco svizzero, del 9,5% nei confronti dello yen, del 6% contro lo yuan cinese e poco oltre il 5,5% nei confronti della sterlina inglese e della rupia indiana. Nei primi due mesi del 2016 la valuta europea si è invece rafforzata, in misura molto limitata nei confronti del dollaro e del franco svizzero, del 2% verso lo yuan, del 5% nei confronti della rupia indiana e di oltre il 7% nei confronti della sterlina.

Le difficoltà a individuare un settore di investimento profittevole e la crescente avversione al rischio hanno alimentato considerevoli flussi di investimento verso l'oro, uno dei beni "rifugio" per eccellenza. Da inizio 2016 il prezzo è aumentato del 16%, tornando a superare i 1.200 Usd l'oncia. Osservando la dinamica in un orizzonte temporale decennale, il prezzo attuale è doppio rispetto a quello del 2006, ma resta inferiore di oltre il 30% rispetto ai valori massimi del decennio toccati nel 2011.

La volatilità dei mercati ha reso più complesso per i risparmiatori operare scelte autonome di investimento e molti hanno preferito affidarsi a investitori istituzionali. Nei primi tre trimestri del 2015 si sono registrati rilevanti flussi di attività verso i fondi comuni e le riserve assicurative a fronte di deflussi dal mercato obbligazionario. I dati di fine anno relativi ai comparti dei fondi comuni e delle assicurazioni vita confermano questa lettura. Nel 2015 la raccolta netta dei fondi comuni in Italia ha registrato un nuovo massimo, arrivando a quasi 95 mld di euro, mentre il volume dei premi vita è stato pari a €114,9 mld, il più elevato mai registrato.

Il difficile avvio dei mercati finanziari nel 2016

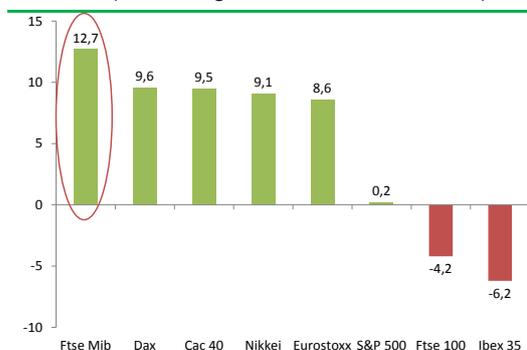
I mercati finanziari con l'inizio del nuovo anno hanno visto accentuarsi le turbolenze iniziate nell'ultima parte del 2015. Nei primi due mesi dell'anno le principali borse europee hanno registrato una perdita media nell'ordine del 10%. Gli indici della borsa tedesca e di quella spagnola hanno perso rispettivamente il 12,5% e l'11,5%, quella francese il 7%, il Ftse 100 londinese il 2,3%. La borsa italiana è quella che ha evidenziato la più ampia flessione, l'indice Ftse Mib a fine febbraio aveva perso circa il 18%. Le prime sette settimane dell'anno per la borsa italiana sono state le peggiori dal



2011, con il Ftse Mib arrivato a perdere il 26% per poi recuperare nelle ultime due settimane. Gli indici hanno registrato un aumento della volatilità su molti mercati.

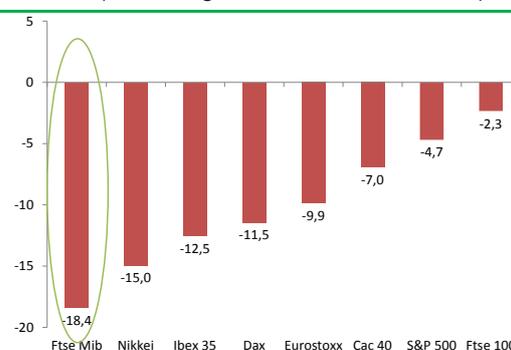
Borse: rendimenti nel 2015

(var % degli indici; dati al 31 dic 15)



Borse: rendimenti nel 2016

(var % degli indici; dati a fine feb 16)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Thomson Reuters

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Thomson Reuters

Le ragioni di un tale andamento non sembrano trovare riscontro nell'evoluzione dei fondamentali economici. Le dinamiche in atto a livello macroeconomico registrano degli elementi di debolezza ma si tratta di tendenze già in atto da tempo, teoricamente non tali da creare degli *choc* di mercato. L'accentuarsi del rallentamento della crescita economica in Cina, ha avuto impatto sui mercati già nel mese di agosto, a seguito della decisione della banca centrale cinese di svalutare lo yuan. L'eccesso di offerta e il conseguente ribasso nel prezzo di alcune materie prime è un elemento presente nello scenario già da tempo. Il prezzo del petrolio, dopo la caduta dai \$115 di giugno 2014 ai \$45 al barile di gennaio 2015, ha recuperato sino a \$65 ad aprile 2015, per poi tornare a flettere. Spinto anche da un eccesso di offerta il Brent è arrivato a \$26 al barile a inizio 2016 per poi risalire con il rafforzarsi dell'ipotesi di un possibile accordo tra i Paesi produttori su un calo della produzione. Le quotazioni attuali (circa 35\$ al barile) sono in linea con quelle di fine 2015. Più che le oscillazioni di prezzo una possibile causa di instabilità di mercato potrebbe derivare dai rischi legati a una persistenza nel medio periodo di basse quotazioni.

Il livello contenuto del prezzo del petrolio, considerato come un possibile fattore propulsivo per le economie importatrici, sembra aver generato, specie nella prima parte del 2015, un positivo impatto in termini di incremento dei consumi e un aumento nel tasso di risparmio delle famiglie.

In una seconda fase sembra prevalere la preoccupazione per possibili fattori di rischio. Un'eventuale persistenza nel tempo di prezzi bassi del greggio potrebbe infatti generare fattori di instabilità non trascurabili: la riduzione o interruzione degli investimenti, l'aumento dei debiti del settore energetico, la creazione di uno squilibrio delle partite correnti e dei bilanci pubblici dei grandi paesi esportatori. Il saldo netto costi/benefici a livello aggregato non appare di facile valutazione.

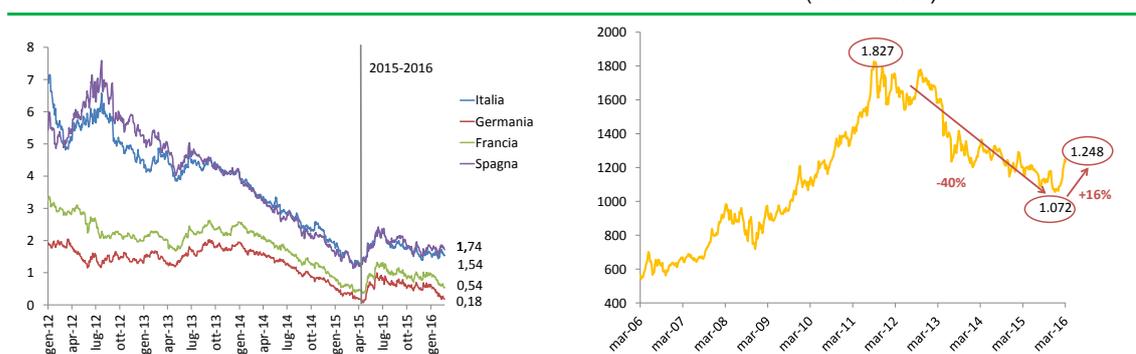
Un ulteriore elemento di scenario è rappresentato dall'introduzione nel 2016 del *bail-in*, la nuova normativa europea che in caso di difficoltà delle banche pone l'onere del salvataggio a carico di azionisti, obbligazionisti e correntisti della banca escludendo di fatto la possibilità di salvataggi a carico degli Stati. Pur avendo pesato sulle quotazioni

dei titoli bancari, anche il nuovo quadro regolamentare di fatto rappresenta l'attuazione di una direttiva comunitaria e non può considerarsi un fattore di sorpresa per i mercati.

Segnali di un cambio di orientamento dei mercati provengono anche dall'analisi dei tassi di cambio. L'euro nel 2015 si è svalutato nei confronti delle principali valute internazionali, in particolare del 10% nei confronti del dollaro statunitense e del franco svizzero, del 9,5% nei confronti dello yen, del 6% contro lo yuan cinese, e poco oltre il 5,5% nei confronti della sterlina inglese e della rupia indiana. Nei primi due mesi del 2016 la valuta europea si è invece rafforzata, in misura modesta (circa l'1%) nei confronti del dollaro e del franco svizzero, del 2% verso lo yuan, del 5% nei confronti della rupia indiana e di oltre il 7% nei confronti della sterlina. Anche in questo caso le dinamiche dei fondamentali economici non sembrano costituire la spinta principale a un mutamento di rotta nei rapporti valutari. La crescita europea non ha accelerato il passo, è attesa per il 2016 a un ritmo leggermente inferiore a quello registrato nel 2015. Più che per un rafforzamento dell'euro la rivalutazione potrebbe derivare da un indebolimento delle controparti dell'euro.

Rendimenti dei benchmark decennali

(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Thomson Reuters

Quotazioni dell'oro

(Usd l'oncia)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Thomson Reuters

La sterlina sembra risentire principalmente di due fattori: da un lato il mercato ha percepito che la Bank of England non agirà a breve sui tassi di interesse per effetto anche di un tasso di inflazione atteso nel 2016 su valori nell'ordine dello 0,5%, dall'altro lato pesano sulla valuta inglese anche le questioni relative all'evolversi dello scenario "Brexit" e le incertezze circa le possibili conseguenze, in attesa del referendum sull'uscita del Regno Unito dall'Unione europea che si terrà il prossimo 23 giugno. Un ulteriore elemento di riflessione riguarda il cambio con lo yen che ha visto invece l'euro continuare a svalutarsi anche nel nuovo anno (-7% circa da inizio 2016). In questa fase di elevata volatilità dei mercati la valuta giapponese sembra essere stata scelta da molti investitori come valuta rifugio, preferita anche al più tradizionale franco svizzero.

I mercati obbligazionari hanno continuato a muoversi lungo i trend delineati già da tempo. I tassi dei titoli sovrani decennali si sono mossi, pur con qualche temporaneo rialzo su livelli minimi. La ricerca di sicurezza ha spinto gli investitori a muoversi dalle classi di investimento più rischiose verso quelle meno rischiose o verso i cosiddetti beni rifugio. Tutti i titoli governativi tedeschi con scadenza fino a otto anni hanno toccato minimi storici, il biennale ha raggiunto un valore negativo (-0,56%) e il bund decennale ha toccato lo 0,12%, un valore non lontano dal minimo storico di aprile 2015

(0,07%). La ricerca di rendimenti ha fatto crescere anche la domanda di titoli italiani: il rendimento del Btp è sceso fino all'1,4%, mentre sul mercato secondario i titoli emessi dal Tesoro italiano presentano tassi negativi fino alla scadenza di due anni.

Le difficoltà a individuare un settore di investimento profittevole e la crescente avversione al rischio indotta dalla elevata volatilità hanno alimentato considerevoli flussi di investimento verso l'oro, uno dei beni "rifugio" per eccellenza.

La storia dell'oro come riserva di valore ha preso le mosse a partire dall'inizio degli anni '70. In meno di dieci anni, si registrò un'ascesa del prezzo dai 35 Usd agli 850 Usd l'oncia. Il mercato non evidenziò un trend di crescita costante, ma si caratterizzò per l'avvicinarsi di fasi alterne sino al 1979, anno in cui prese avvio una crescita esponenziale delle quotazioni che raggiunse il culmine nel gennaio del 1980. Successivamente il prezzo dell'oro ha registrato una lunghissima fase di flessione impiegando quasi 28 anni per recuperare gli 850 Usd l'oncia di gennaio 1980, dopo essere tornato sino a un valore minimo di 253 Usd l'oncia nel 1999.

Nell'attuale fase di mercato le quotazioni hanno registrato movimenti meno accentuati. Da inizio 2016 il prezzo è tuttavia aumentato del 16%, tornando a superare i 1.200 Usd l'oncia. Osservando la dinamica in un orizzonte temporale decennale, il prezzo attuale è doppio rispetto a quello del 2006, ma resta inferiore di oltre il 30% rispetto ai valori massimi del decennio toccati nel 2011.

Vista la scarsa correlazione dei mercati con i fondamentali macroeconomici, un elemento di grande attenzione è costituito dalle attese circa le decisioni della Banca centrale europea che già da tempo ha preannunciato una rivalutazione della propria strategia nella riunione prevista il 10 marzo che potrebbe portare al varo di misure straordinarie. Tra gli interventi possibili potrebbe esserci un taglio del tasso di deposito *overnight*, già ora in territorio negativo (-0,30%) e/o un aumento del ritmo di acquisti di titoli finanziari dal momento che, a circa un anno dall'introduzione del Quantitative Easing, non solo non si sono registrati apprezzabili effetti sul tasso di inflazione, ma l'indice dei prezzi nel mese di febbraio ha fatto segnare nuovamente un valore negativo (-0,2% a/a).

Le scelte finanziarie delle famiglie: meno obbligazioni più azioni

Lo scenario dei mercati finanziari tra il 2015 e il 2016 è cambiato in misura rilevante, la difficoltà di seguire i repentini cambi di orientamento dei mercati azionari e il perdurare di alcuni trend, come la discesa dei rendimenti obbligazionari hanno avuto un impatto nelle scelte di allocazione del reddito da parte dei risparmiatori italiani. I dati recentemente pubblicati dalla Banca d'Italia, relativi alla fine del III trimestre 2015, consentono di individuare alcune interessanti dinamiche.

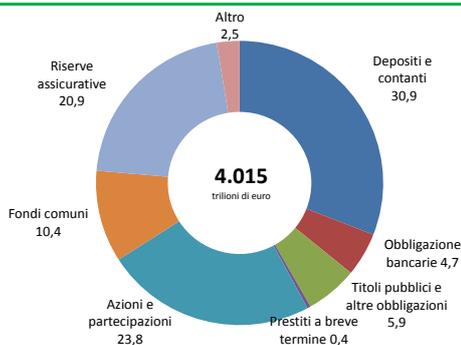
La positiva evoluzione dei mercati azionari nel 2015 ha attratto i flussi di investimento delle famiglie italiane, nei primi tre trimestri dell'anno il saldo netto è stato pari a +18 mld di euro. Il livello contenuto dei rendimenti e la percezione di una maggiore rischiosità dell'investimento in titoli di debito bancari ha portato invece a un deflusso netto pari a -36 mld di euro di titoli pubblici e altre obbligazioni e a -45 mld di euro di obbligazioni bancarie. Alla contrazione dei titoli bancari hanno contribuito anche fattori di offerta; il più facile accesso alla liquidità fornita dalla Banca centrale europea ha ridotto le esigenze di finanziamento sul mercato da parte degli istituti di credito portando a minori flussi di emissione dei titoli.

Il 2015 si è caratterizzato inoltre per l'accentuarsi di una tendenza già in atto, quella a canalizzare notevoli flussi di investimento nel settore assicurativo e in quello del risparmio gestito. La volatilità dei mercati ha reso più complesso per i risparmiatori

operare scelte autonome di investimento e molti hanno preferito affidarsi agli investitori istituzionali. Nei primi tre trimestri dell'anno i flussi di attività diretti verso i fondi comuni e le riserve assicurative sono stati pari rispettivamente a 35 e 27 mld di euro.

Le attività finanziarie delle famiglie

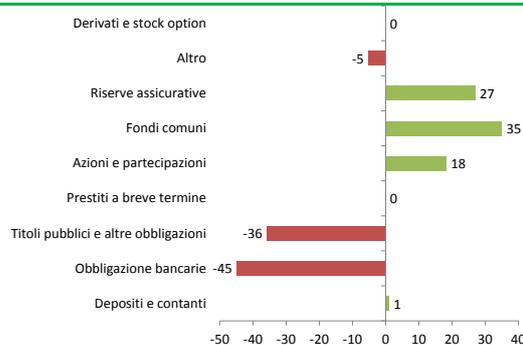
(consistenze quote % sul totale; III trim. 2015)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Banca d'Italia

Le attività finanziarie delle famiglie

(flussi; mld di euro; III trimestre 2015)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Insieme le riserve assicurative e i fondi comuni detenuti direttamente dalle famiglie italiane ammontano a poco meno di 1/3 delle attività finanziarie totali (10,4% i fondi e 20,9% le riserve assicurative). Le azioni e partecipazioni ammontano a poco meno di 1/4 del totale (23,8%), mentre lo stock di depositi e contanti è pari al 31% del totale. Le obbligazioni (bancarie e non) comprensive dei titoli pubblici ammontano complessivamente al 10,6%. Giova ricordare tuttavia che si tratta solo delle obbligazioni detenute "direttamente" dai risparmiatori, l'esposizione degli stessi verso il mercato obbligazionario è molto più elevata se consideriamo che oltre il 40% dei fondi comuni sono di tipo obbligazionario e che circa il 60% delle riserve assicurative è investite in obbligazioni.

Cresce il risparmio gestito: il boom dei fondi comuni e delle assicurazioni vita

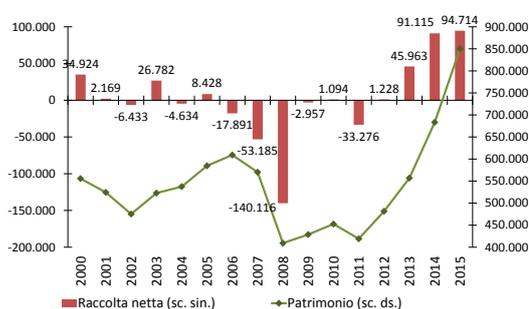
Nel 2015 la raccolta netta dei fondi comuni ha registrato un nuovo record, arrivando a quasi 95 mld di euro. In una situazione caratterizzata da bassi tassi di interesse e volatilità dei mercati azionari la categoria di fondi più richiesta è stata quella dei flessibili, quelli cioè che lasciano al gestore maggiore libertà di orientare gli investimenti nei prodotti e nei segmenti di mercato ritenuti di volta in volta più remunerativi. La raccolta netta per questi prodotti è stata pari a 51,6 mld di euro.

Rimane buona la dinamica dei fondi obbligazionari, che hanno raccolto 14,8 mld di euro. Leggermente meno brillanti i risultati per i fondi bilanciati (+€12,6 mld) e per quelli azionari (+€9,8 mld), mentre i fondi hedge (che rappresentano tuttavia solo lo 0,7% del patrimonio totale) sono gli unici ad aver registrato un lieve saldo negativo tra sottoscrizioni e riscatti (-€0,6 mld). Nonostante i livelli dei tassi molto contenuti, si segnala invece un ritorno di interesse per i fondi monetari che tornano ad avere una raccolta positiva per 6,3 mld di euro.

Il patrimonio gestito dai fondi aperti e chiusi è tornato dal 2014 su valori superiori a quelli antecedenti la crisi finanziaria del 2008. A dicembre 2015 è risultato in aumento del 23% da inizio anno, arrivando a 899 mld di euro dai 731 mld di fine 2014.

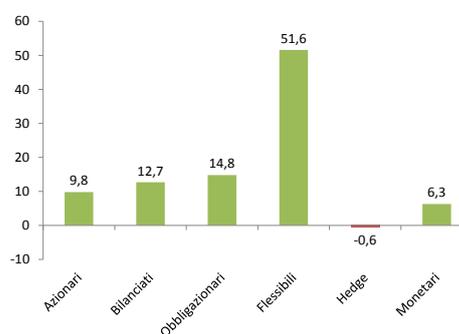
Il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) sul mercato italiano è pari a 818 mld di euro. La crescita nel 2015 deriva da una raccolta molto dinamica e da una rivalutazione del patrimonio positiva anche se caratterizzata da rendimenti più contenuti rispetto all'anno precedente.

I fondi comuni di investimento
(mln di euro)



Fonte: Assogestioni

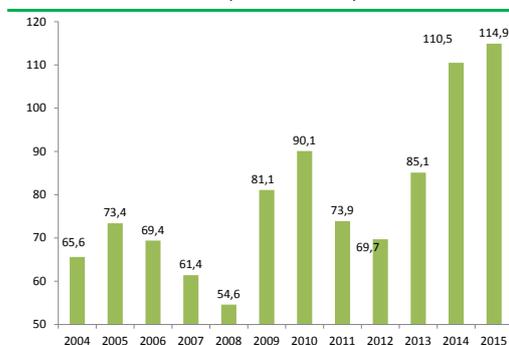
Fondi comuni: raccolta netta nel 2015
(flussi; mld di euro)



Fonte: Assogestioni

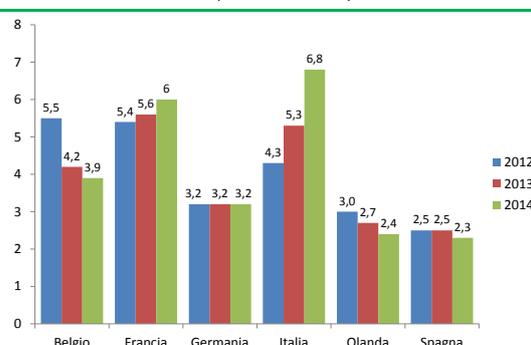
Il comparto delle assicurazioni vita in Italia appare piuttosto sviluppato. L'indice di penetrazione assicurativa, dato dal rapporto tra il valore dei premi e il Pil, a livello mondiale ammonta al 6,2%, l'Italia presentava a fine 2014 un valore pari al 6,8%. Oltre essere il più elevato tra i grandi paesi europei, nel triennio 2012-2014 questo valore si è mosso, insieme a quello francese, in controtendenza rispetto a quelli di Belgio, Olanda e Spagna, in graduale peggioramento. Mentre in Germania il valore è rimasto stazionario ma molto più contenuto (3,2%).

Italia: premi raccolti nelle assicurazioni vita
(mld di euro)



Fonte: Ania

Indice di penetrazione assicurativa del ramo vita
(in % del Pil)



Fonte: Ania

Nel 2015 il volume premi contabilizzati è stato pari a € 114,9 mld, in aumento del 4,0% rispetto al 2014; si tratta del flusso annuo più elevato mai registrato, raggiunto grazie ad una raccolta record osservata soprattutto nella prima metà del 2015.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com