

I dati in valore assoluto mostrano che, fra il 2000 e il 2004, le commissioni nette per servizi di investimento e per gestioni collettive si sono sensibilmente ridotte, passando da 9,3 a 8,1 miliardi di euro (- 13 per cento circa), mentre i profitti da operazioni finanziarie sono cresciuti da 2,0 a 3,2 miliardi di euro (+ 60 per cento circa; Tav. 24).

Tav. 24

Conto economico aggregato dei primi 10 gruppi bancari italiani
(valori monetari in milioni di euro)

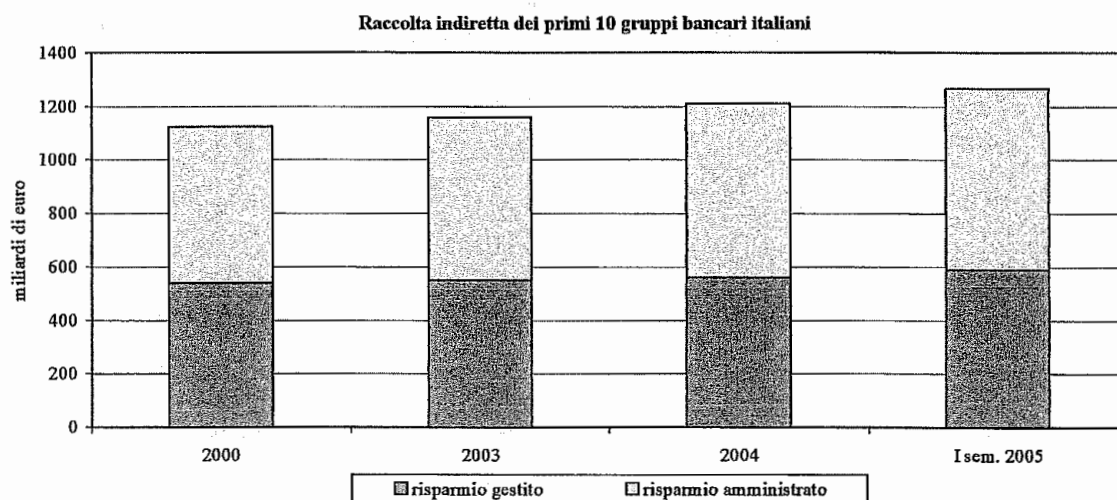
	2000	2003	2004	I sem. 2005	Variazione percentuale 2005/2004 ¹
Margine di interesse (a) ²	24.770	25.844	25.972	14.032	8,1
di cui saldo operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse	43	-1.559	-1.154		
Commissioni nette (b = b.1 + b.2)	16.442	15.425	15.900	8.455	6,3
di cui					
servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	9.264	7.732	8.146	4.488	10,2
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	2.028	991	968	777	60,4
gestioni individuali	1.095	675	693	268	-22,7
gestioni collettive	4.835	4.051	4.476	2.346	4,8
banca depositaria	-	325	351	136	-22,6
custodia titoli	331	201	196	58	-41,0
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	849	1.371	1.390	800	15,1
consulenza	112	85	72	32	-11,4
altro	14	32	-	72	
commissioni da servizi bancari (b.2) ³	7.178	7.693	7.755	3.967	2,3
Profitti da operazioni finanziarie (c)	1.975	3.367	3.218	1.584	-1,5
Ricavi da intermediazione mobiliare (b.1 + c)	11.239	11.099	11.365	6.072	6,9
Altri proventi di gestione (d)	2.660	3.267	3.428	1.526	-11,0
Margine di intermediazione (e = a+b+c+d)	45.847	47.904	48.520	25.632	5,7
Costi operativi (f) ⁴	27.503	30.118	29.808	13.969	-6,3
Risultato di gestione (e-f)	18.344	17.785	18.712	11.663	24,7
Utile netto ⁵	7.235	4.807	8.361	5.899	41,1

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. ¹ I dati 2005 sono annualizzati. ² Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. ³ Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento e *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, servizi di esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. ⁴ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁵ Incluso l'utile di terzi.

Più in dettaglio, le commissioni nette per la negoziazione in conto terzi si sono dimezzate, passando da 2 a circa 1 miliardo di euro, e quelle legate alle gestioni individuali si sono ridotte da 1 miliardo di euro a circa 700 milioni di euro (- 30 per cento); le commissioni nette da collocamento sono, invece, passate da 850 milioni di euro circa nel 2000 a 1,4 miliardi di euro circa nel 2004 (+ 65 per cento circa). I dati del primo semestre 2005 confermano la tendenza alla contrazione delle commissioni nette da gestioni individuali, mentre indicano una inversione di tendenza per le commissioni di negoziazione.

Nonostante la riduzione in valore assoluto delle commissioni nette da gestione del risparmio (gestioni collettive, individuali e banca depositaria), si osserva una sostanziale stabilità della massa gestita dei principali gruppi bancari (passata da 540 miliardi di euro nel 2000 a 590 a giugno 2005). L'ammontare della cosiddetta "raccolta indiretta" (risparmio gestito più risparmio amministrato) è, invece, sensibilmente cresciuto, da circa 1.100 a 1.250 miliardi di euro (+ 13 per cento circa), grazie alla crescita del risparmio amministrato, passato da 582 a 675 miliardi di euro (+ 16 per cento circa) (Fig. 37).

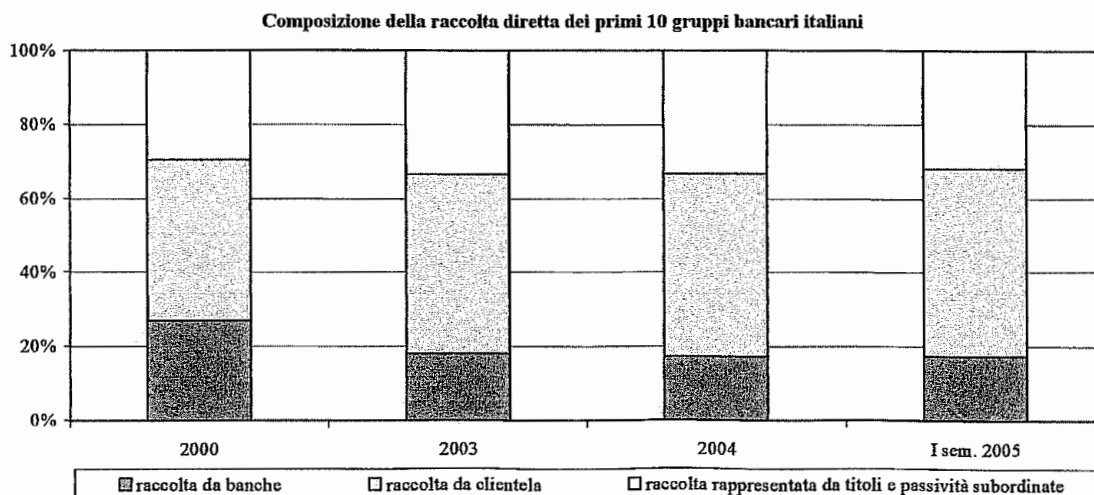
Fig. 37



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Sul fronte, invece, della raccolta diretta, nel primo semestre 2005 si registra una sostanziale stabilità del peso della raccolta rappresentata da obbligazioni e altri titoli (passività subordinate e certificati di deposito) attorno al 32 per cento circa della raccolta diretta totale (Fig. 38).

Fig. 38

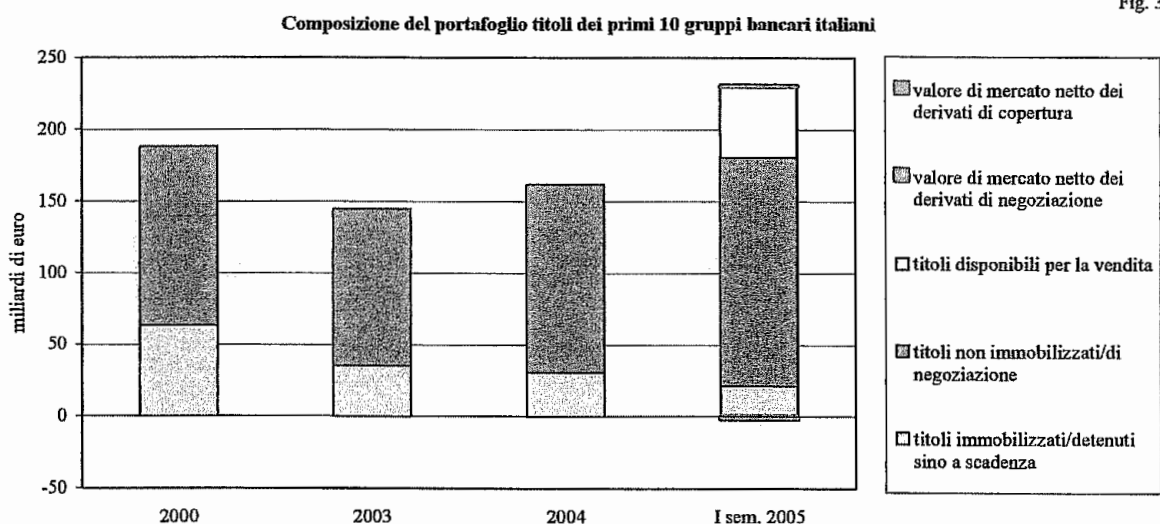


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Passando al portafoglio titoli di proprietà, i dati di bilancio dei maggiori gruppi bancari mostrano una crescita che inverte il *trend* del periodo 2000-2003.

I dati delle prime semestrali 2005 redatte sulla base degli Ias/Ifrs mettono in evidenza separatamente la nuova voce “attività disponibili per la vendita” (mentre si assume che gli altri due aggregati introdotti dagli Ias/Ifrs, “attività detenute fino a scadenza” e “attività di negoziazione”, coincidano, rispettivamente, con la previgente distinzione fra titoli “immobilizzati” e “non immobilizzati”). Le nuove informazioni contabili basate sugli Ias/Ifrs consentono di evidenziare separatamente il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione e di copertura (mentre con i precedenti principi contabili le posizioni in derivati rimanevano off balance sheet).

I dati al primo semestre 2005 secondo gli Ias/Ifrs mostrano una forte crescita delle attività finanziarie, imputabile essenzialmente alla nuova voce “attività disponibili per la vendita” (Fig. 39).



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Consistenze di fine periodo. I dati 2005 non includono le attività finanziarie valutate al fair value derivanti dal consolidamento delle controllate assicurative. Confronta Note metodologiche.

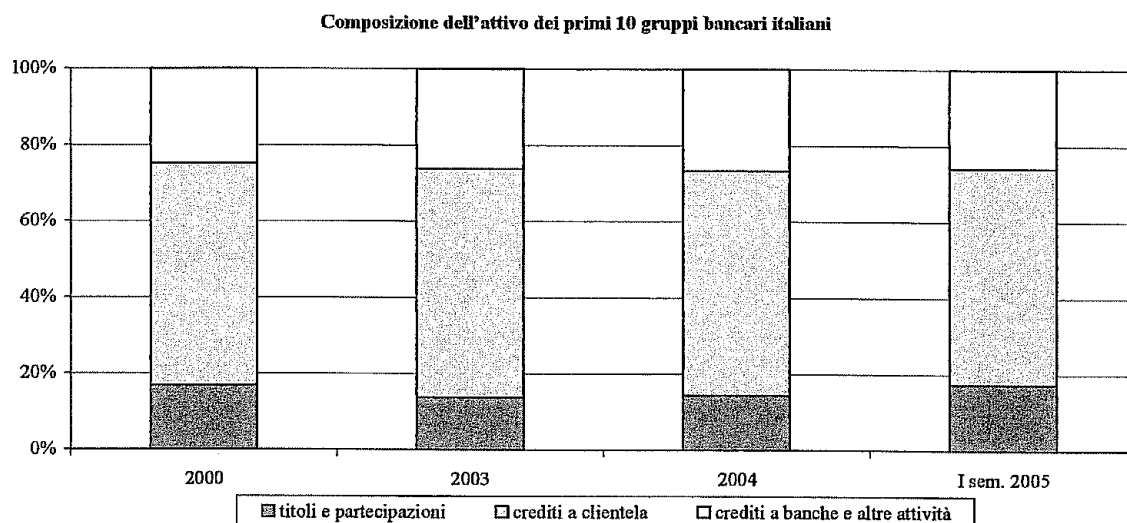
Si tratta, tuttavia, di una voce che introduce un'inevitabile discontinuità nella serie, poiché include sia titoli in precedenza classificati nelle partecipazioni (e quindi non evidenziati nei dati 2000-2004) sia titoli e partecipazioni del business assicurativo che prima non comparivano nei bilanci consolidati.

Pur escludendo le attività disponibili per la vendita, la crescita del portafoglio titoli rispetto al 2004 risulta assai marcata (circa 19 miliardi di euro, + 11,8 per cento) e conferma il trend della crescita del portafoglio di negoziazione a scapito di quello immobilizzato. Il valore di mercato netto dei derivati risulta, invece, del tutto marginale rispetto alla dimensione del portafoglio titoli (+ 700 milioni di euro per i derivati di copertura e -1,7 miliardi di euro per i derivati di negoziazione). Tuttavia, per alcuni grandi gruppi bancari il valore netto assai modesto risulta dalla compensazione di posizioni con valore di mercato positivo

e negativo che, prese in valore assoluto, hanno un ordine di grandezza paragonabile a quello dell'intero portafoglio titoli. Se, dunque, i rischi di mercato di queste posizioni in derivati sono probabilmente limitati (poiché movimenti dei tassi o dei corsi azionari hanno verosimilmente effetti positivi e negativi che tendono a bilanciarsi), rimane tuttavia un forte rischio di controparte, soprattutto per i derivati cosiddetti Otc.

Prendendo in considerazione la somma delle partecipazioni e delle attività finanziarie (incluse quelle "disponibili per la vendita") si ottiene, invece, un aggregato più omogeneo con il medesimo aggregato calcolato con i bilanci 2000-2004, salvo il fatto che le attività disponibili per la vendita contengono titoli e attività finanziarie di società dissimili (in particolare assicurative) in precedenza escluse dal perimetro di consolidamento. Pur con questa limitazione, il peso dell'aggregato "portafoglio titoli + partecipazioni" sul totale dell'attivo dei primi 10 gruppi bancari cresce, dal 14,4 per cento nel 2004 al 17,2 per cento al primo semestre 2005, a fronte di una contrazione del peso dei crediti alla clientela, che passa dal 58,8 per cento al 56,8 per cento (Fig. 40).

Fig. 40

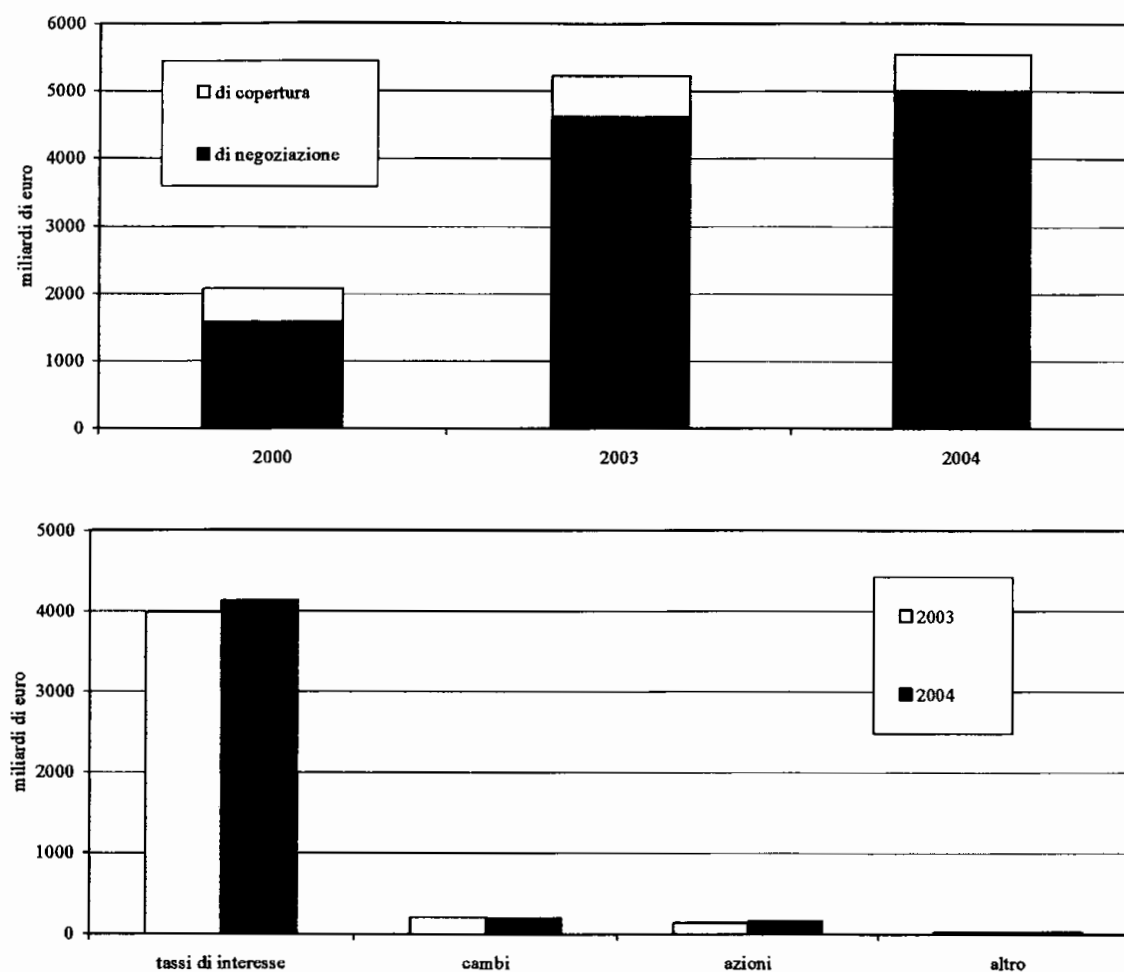


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Nonostante il valore di mercato modesto delle posizioni in strumenti derivati, l'operatività dei principali gruppi bancari italiani su questi strumenti ha registrato un fortissimo aumento. Fra il 2000 e il 2003 il controvalore nozionale dei contratti derivati in portafoglio è più che raddoppiato, passando da circa 2.000 a oltre 5.000 miliardi di euro; nel 2004 le posizioni in strumenti derivati sono ulteriormente cresciute, arrivando a circa 5.300 miliardi di euro (+ 6,2 per cento; si veda il § 2. del precedente Capitolo II). Il valore nozionale delle posizioni in derivati risulta pari a quasi 5 volte il totale attivo (a fine 2004) dei gruppi bancari considerati (Fig. 41).

Fig. 41

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati dei primi 10 gruppi bancari italiani



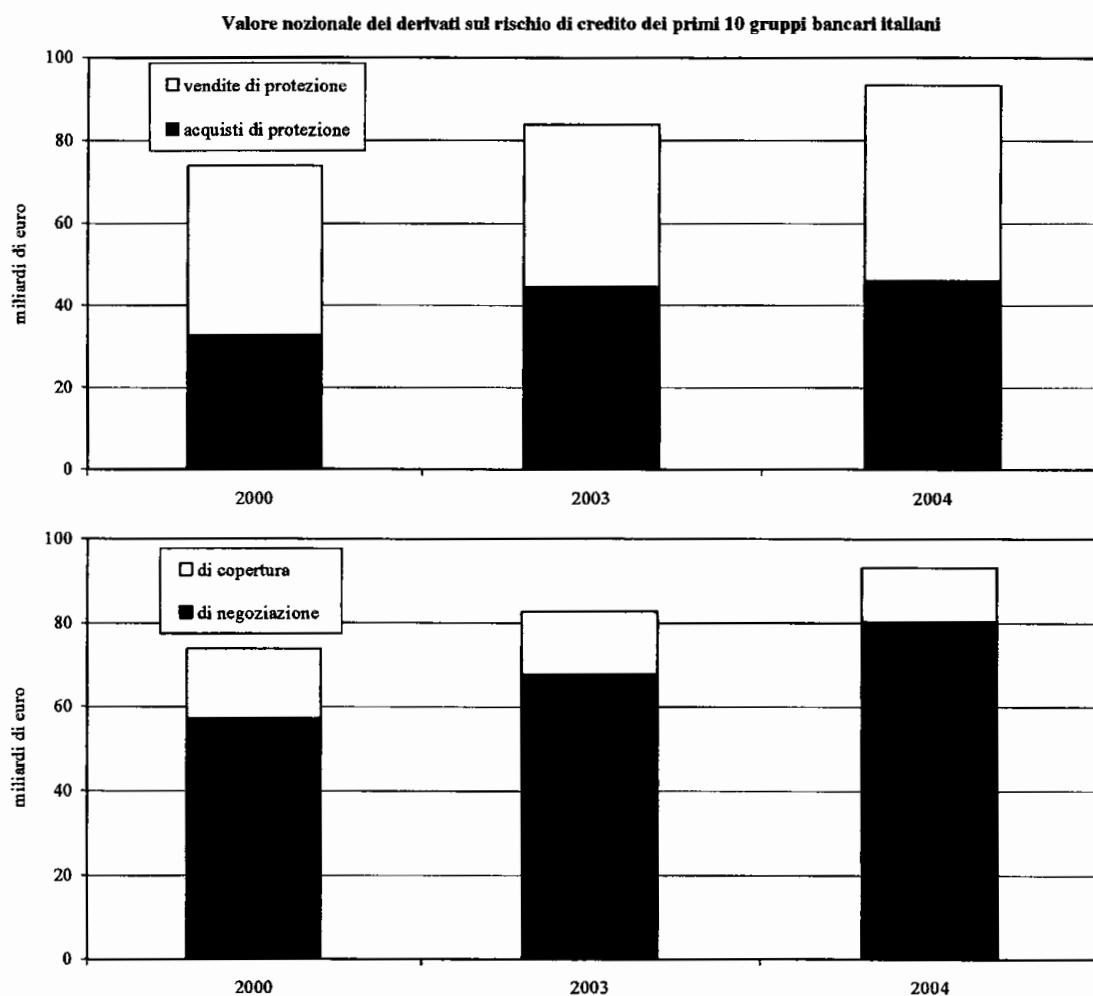
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Circa il 90 per cento delle posizioni in derivati è classificato dalle banche nel portafoglio di negoziazione, mentre la parte rimanente ha finalità di copertura. Mentre il valore nozionale delle posizioni di copertura è rimasto sostanzialmente invariato fra il 2000 e il 2004, intorno ai 450 milioni di euro, i contratti derivati di negoziazione sono, invece, fortemente cresciuti (da 1.570 a 4.900 miliardi di euro). Il 77 per cento circa dei contratti derivati ha ad oggetto tassi di interesse.

Nel 2003 e nel 2004 le operazioni di copertura per la gestione del rischio di tasso di interesse hanno provocato forti perdite (1,7 miliardi di euro nel 2003 e 1,4 nel 2004; si veda la Tav. 24 prima riportata), che hanno inciso negativamente sul margine di interesse complessivo dei primi 10 gruppi bancari (per circa il 6 per cento nel 2003 e circa il 4 per cento nel 2004).

Per ciò che riguarda, invece, i derivati sul rischio di credito, cosiddetti credit derivatives, i dati di bilancio indicano una crescita dell'operatività pure elevata ma più uniforme. Il controvalore nozionale dei contratti è passato infatti da 70 a 90 miliardi di euro circa fra il 2000 e il 2004 (Fig. 42).

Fig. 42



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

L'ordine di grandezza dell'operatività in derivati sul rischio di credito, ancorché consistente in termini assoluti, risulta di gran lunga inferiore a quella relativa agli strumenti finanziari derivati (90 miliardi contro oltre 5.000 miliardi di euro), confermando che il mercato dei credit derivatives è ancora in una fase di sviluppo embrionale. Anche nel caso dei credit derivatives, gran parte delle posizioni sono classificate dalle banche nel portafoglio di negoziazione. Le vendite di protezione sono pressoché bilanciate con gli acquisti di protezione.

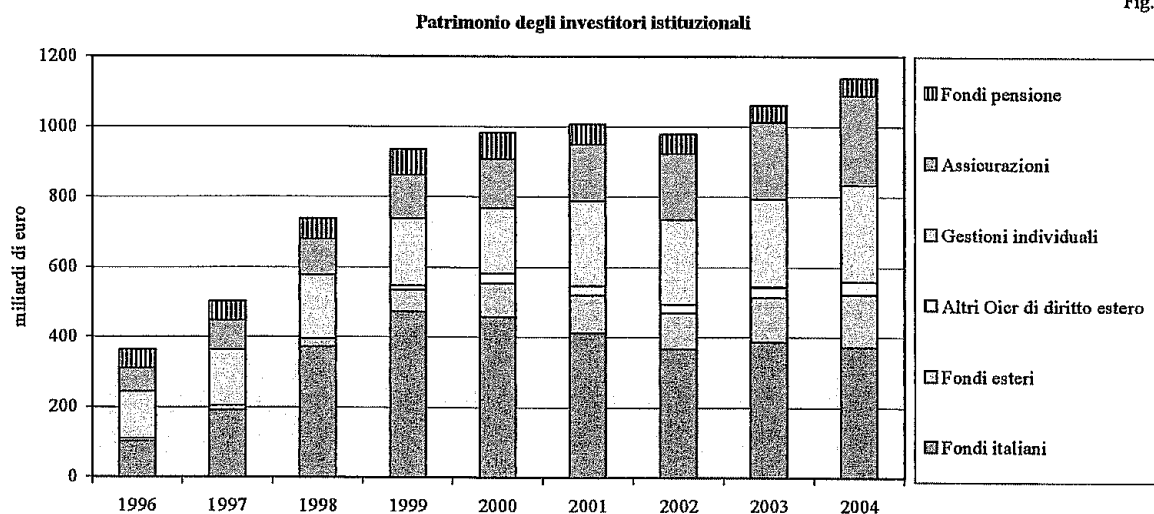
L'operatività in credit derivatives è legata, per alcune banche, ad operazioni di cartolarizzazione cosiddette "sintetiche"; in tali casi la banca, invece di cedere i crediti ad apposite società (come, invece, accade per le normali cartolarizzazioni), stipula un contratto di credit default swap (Cds) con altre

istituzioni finanziarie con il quale si copre dal rischio di insolvenza su un determinato portafoglio di crediti. In tal modo i crediti coperti possono beneficiare di ponderazioni più basse ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

3. Gli investitori istituzionali

Il patrimonio degli investitori istituzionali (ossia gestioni collettive, gestioni individuali, fondi pensione e assicurazioni del ramo vita) è cresciuto, a fine 2004, del 7,2 per cento rispetto all'anno precedente, portandosi a circa 1.137 miliardi di euro (Fig. 43).

Fig. 43



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni. Consistenze di fine periodo. Per le assicurazioni è riportato il dato relativo alle riserve tecniche del ramo vita. I dati relativi a gestioni individuali, assicurazioni e fondi pensione sono riportati al netto degli investimenti in quote di fondi comuni.

Il dato di crescita del patrimonio consolida l'inversione di tendenza emersa a partire dal 2003, quando l'incremento si è attestato a circa 9 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Nel periodo compreso tra il 1996 e il 2004 il peso dei fondi comuni controllati da intermediari italiani (inclusi i fondi esteri istituiti da intermediari domestici) e quello delle assicurazioni è aumentato, rispettivamente, di circa 16 e circa 4 punti percentuali (in particolare, la quota dei primi è passata dal 31 al 46 per cento circa; quella delle assicurazioni, dal 19 al 23 per cento circa); viceversa, è diminuito il peso riferibile alle gestioni individuali (dal 37 a poco più del 24 per cento) e ai fondi pensione (dal 14 al 4 per cento).

Escludendo assicurazioni e fondi pensione, la composizione del risparmio gestito per tipologia di prodotto e nazionalità del soggetto gestore non ha subito sostanziali modifiche nel primo semestre 2005.

In particolare, a fronte della contrazione del peso dei fondi italiani, passato dal 44,5 per cento a fine 2004 a poco più del 43 per cento nel primo semestre del 2005, si registra una sostanziale stabilità della

quota riferibile ai fondi esteri controllati da gruppi italiani (attestatasi attorno al 18 per cento). Si rileva, peraltro, un lieve incremento del peso degli Oicr di diritto estero (dal 4,7 al 5 per cento) e delle gestioni individuali (dal 33,0 al 33,7 per cento) (Tav. 25).

Tav. 25

Composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia di prodotto¹
(valori percentuali)

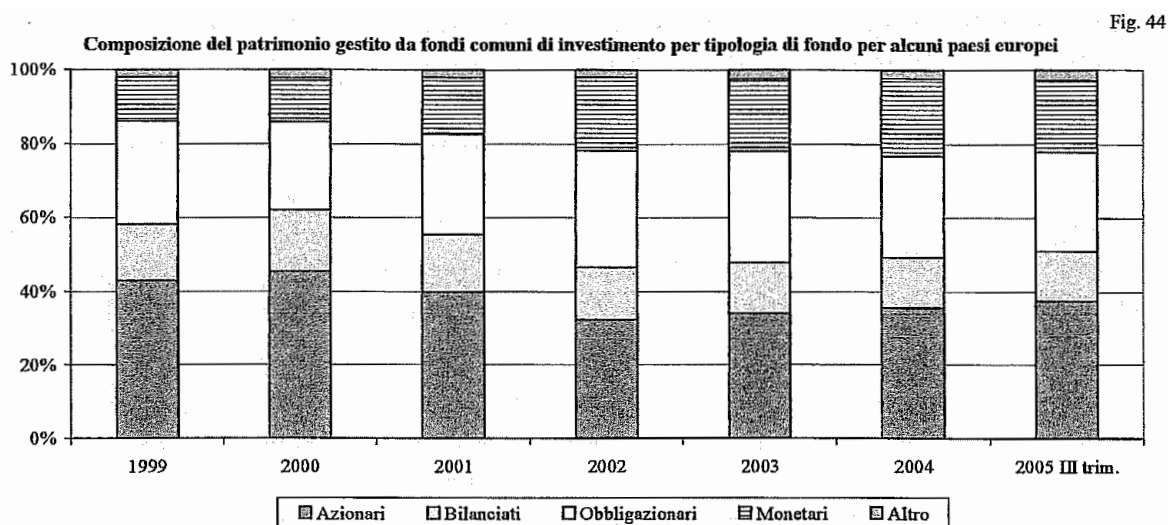
	Fondi italiani	Fondi esteri ²	Altri Oicr di diritto estero	Gestioni individuali ³	Totale
1996	41,8	2,9		55,3	100,0
1997	52,5	3,5		44,0	100,0
1998	64,6	4,0		31,5	100,0
1999	64,0	8,4	1,7	25,8	100,0
2000	59,4	12,7	3,6	24,2	100,0
2001	52,2	13,7	3,6	30,6	100,0
2002	50,0	13,8	3,4	32,8	100,0
2003	48,8	15,8	4,0	31,4	100,0
2004	44,5	17,8	4,7	33,0	100,0
2005 ⁴	43,2	18,1	5,0	33,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Le serie sono state rettifiche in seguito all'inclusione dei fondi di fondi. Il patrimonio totale è considerato al lordo dei fondi riservati e dei fondi non armonizzati. ² Fondi controllati da gruppi italiani. Dal 2005 il dato include anche la raccolta ascrivibile agli investitori esteri. ³ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ⁴ Dati al primo semestre.

Nei primi nove mesi del 2005 la crescita del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento nell'Unione Europea è risultata in linea con quella registrata negli Stati Uniti (pari a circa il 20 per cento; Appendice, Tav. A.13).

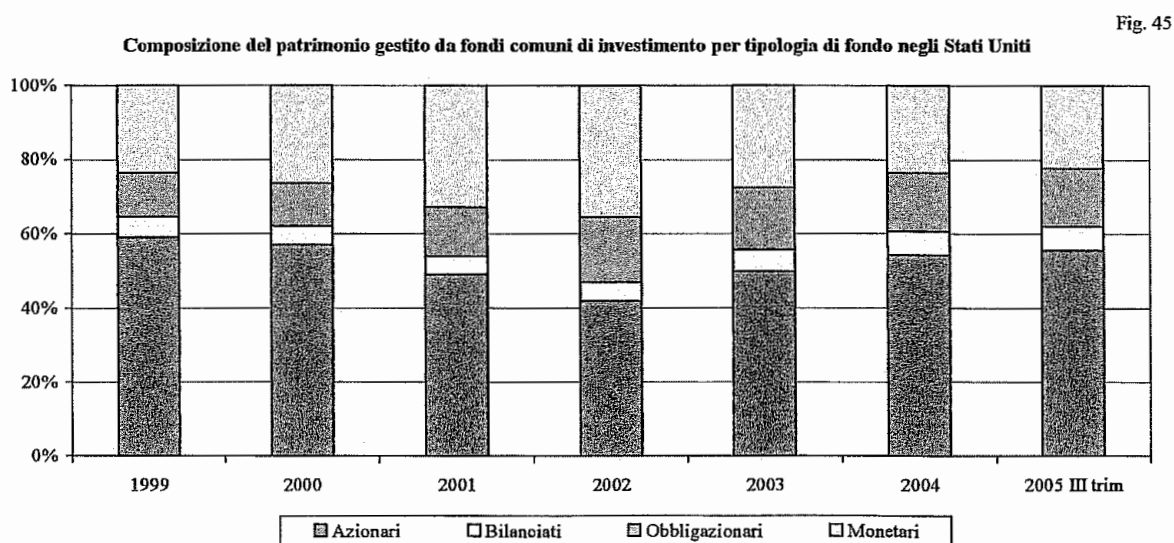
In ambito europeo le quote di mercato ascrivibili ai paesi esaminati hanno registrato, rispetto al 2004, alcuni cambiamenti. Mentre Francia e Lussemburgo continuano a detenere la quota di mercato maggiore (rispettivamente 27 e 24 per cento circa), l'Italia è passata dal terzo al quinto posto per effetto della contrazione della relativa quota (da poco più del 9 all'8 per cento). La precedono il Regno Unito (che ha raggiunto il 10 per cento circa, riportandosi alla situazione registrata nel 2001) e l'Irlanda (che ha registrato una crescita continua a partire dal 2000). I cambiamenti nella posizione relativa dei vari paesi riflettono, in parte, le differenze nella composizione del patrimonio gestito per tipologia di fondo (il riferimento è, in particolare, al Regno Unito, caratterizzato da un maggiore peso dei fondi azionari e da una crescita sostenuta dei prezzi di mercato), in parte, le differenze nei tassi di crescita della raccolta che, nei primi nove mesi del 2005, sono stati sostenuti in Lussemburgo, Francia e Regno Unito.

Con riguardo alla composizione per tipologia di fondo, nei primi nove mesi del 2005 il mercato europeo ha sperimentato una lieve inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti. In particolare, è cresciuta la quota di patrimonio gestita dai fondi azionari (passato da 35,5 per cento a fine 2004 a 37,4 per cento a settembre 2005) a seguito sia dell'aumento della raccolta netta (al quale è ascrivibile un contributo alla crescita del peso dei fondi azionari stimato attorno al 35 per cento), sia dell'andamento dei mercati azionari. Viceversa, si è ridotta la quota dei fondi monetari (dal 21,6 al 19,6 per cento) e quella dei fondi obbligazionari (dal 21 al 19,6 per cento) (Fig. 44).



Fonte: Efama. Dati relativi ai Paesi di cui alla Tav. aIII.2. Dati di fine periodo.

Con riferimento al mercato statunitense, la composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento ha mostrato andamenti simili a quelli registrati per il mercato europeo: è, infatti, aumentato il peso dei fondi azionari (passati dal 54,1 nel 2004 al 55,4 nel settembre 2005), a fronte della flessione della quota riferita ai fondi monetari (da 23,6 a 22,3 nel periodo considerato; Fig. 45).



Fonte: Efama. Dati di fine periodo.

Nel corso del 2005 il mercato italiano dei fondi comuni di investimento ha registrato taluni cambiamenti significativi rispetto all'anno precedente. In particolare, è cresciuto il numero di Sgr operative (passate da 54 a 69), mentre è proseguita la contrazione del numero dei fondi operativi (passati da 1.156 a 1.057) (Appendice, Tav. A.14). La raccolta netta è risultata negativa: in

particolare, la differenza tra riscatti e sottoscrizioni si è attestata attorno a 14 miliardi di euro. Tale dato conferma il *trend* emerso a partire dal 2000. Il maggior contributo all'andamento negativo della raccolta è riferibile ai fondi di liquidità e ai fondi azionari (a differenza dell'anno precedente che ha fatto registrare la maggiore differenza tra riscatti e sottoscrizioni per i fondi obbligazionari seguiti da quelli di liquidità). Il contributo negativo dei fondi azionari risulta non allineato alle tendenze rilevate per il mercato europeo e per quello statunitense. Nonostante la raccolta netta negativa, il patrimonio gestito, che nel 2004 aveva registrato una riduzione rispetto all'anno precedente, è aumentato portandosi a 386 miliardi di euro (+2,1 per cento), grazie alla crescita dei corsi.

Il numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia è aumentato rispetto all'anno precedente, passando da 188 a 205; è, viceversa, diminuito il numero di fondi commercializzati (-2 per cento circa; Appendice, Tav. A.15). La quota di operatori con sede legale in Lussemburgo risulta in diminuzione (77 per cento contro l'82 per cento dell'anno precedente), pur continuando a essere prevalente rispetto a quella degli operatori con sede legale in altri paesi.

Con riguardo alla composizione del patrimonio dei fondi comuni di investimento, la quota dei titoli di Stato italiani ha registrato una flessione di poco più di 4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, compensata in parte da un incremento del peso delle obbligazioni estere (comprehensive anche dei titoli di Stato esteri). Rimane contenuto il peso sul patrimonio delle obbligazioni italiane (3 per cento) e delle azioni italiane (di poco superiore al 5 per cento) (Tav. 26).

Tav. 26

Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano
(valori monetari in miliardi di euro; dati di fine periodo)

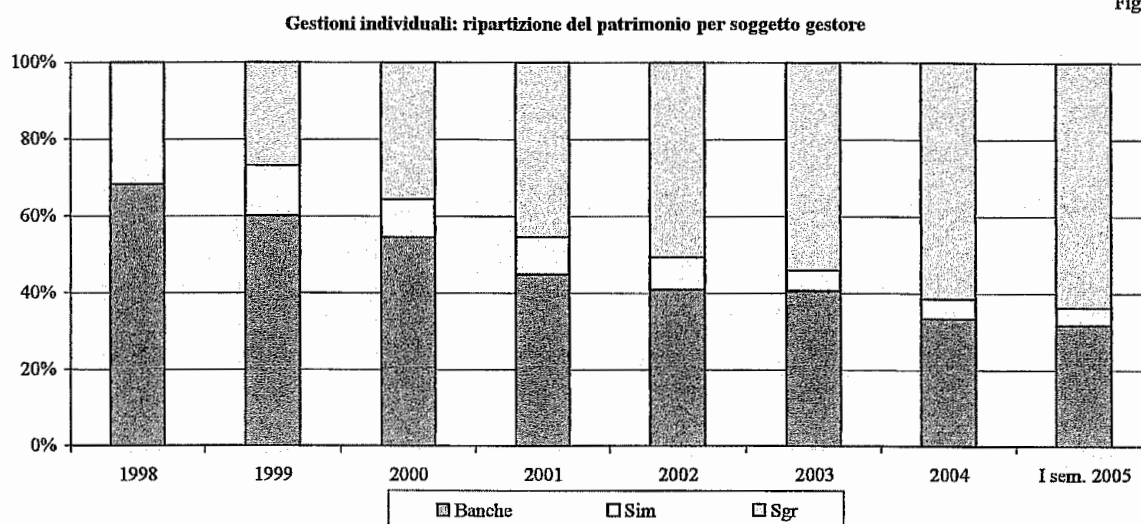
	N° di società operative	Composizione percentuale						Altre attività
		Titoli di Stato italiani	Obbligazioni Italia	Azioni Italia	Obbligazioni estere ¹	Azioni estere	Totale estero	
1990	56	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	54	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	54	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	53	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	59	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	55	34,2	2,6	10,0	21,8	25,6	47,4	5,8
2000	55	28,0	2,3	10,6	22,8	29,0	51,8	7,3
2001	61	30,3	3,4	7,0	26,1	24,6	50,7	8,6
2002	57	35,9	3,8	5,3	25,2	17,3	42,6	12,4
2003	54	36,9	2,9	4,4	26,3	18,3	44,6	11,1
2004	54	37,8	2,8	5,2	26,8	18,1	44,9	9,4
2005	69	33,5	3,0	5,3	29,0	18,3	47,3	10,9

Fonte: Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. ¹ Il dato comprende anche i titoli di Stato esteri.

Il patrimonio gestito su base individuale da banche, Sim e Sgr ha raggiunto, nella prima metà del 2005, 482 miliardi di euro, registrando una crescita del 7,4 per cento rispetto alla fine dell'anno

precedente. Analogamente a quanto emerso negli anni precedenti, la quota di patrimonio gestita dalle banche ha registrato un'ulteriore contrazione, portandosi a giugno 2005 al 31,7 per cento (dal 33,3 di fine 2004). Continua a crescere, viceversa, la quota del patrimonio gestita dalle Sgr (passata da 61,5 a 63,6 per cento), mentre registra una lieve contrazione la quota ascrivibile alle Sim (da 5,2 a 4,7 per cento) (Fig. 46).

Fig. 46



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. Dati di fine periodo.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali è rimasta sostanzialmente immutata rispetto agli anni precedenti. Registrano una lieve contrazione la quota dei titoli di Stato italiani (passata da 31,6, a fine 2004, a 30,8 nel primo semestre 2005) e la quota riferibile a quote di Oicr (da 38,9 a 38,4 per cento); un modesto incremento si registra, viceversa, con riferimento alle obbligazioni estere (passate dal 16,0 al 16,8 per cento) (Tav. 27).

Tav. 27

Composizione del patrimonio delle gestioni individuali di banche, Sgr e Sim¹
(valori percentuali)

	Titoli di Stato	Obbligazioni italiane	Obbligazioni estere	Azioni italiane	Azioni estere	Quote di Oicr	Liquidità e altri valori mobiliari	Totale
1997	55,1	5,9	7,2	5,5	1,6	17,9	6,8	100,0
1998	42,5	3,6	6,8	4,9	1,6	35,3	5,3	100,0
1999	30,2	3,9	5,9	5,7	2,7	46,8	4,8	100,0
2000	25,0	5,4	4,8	5,6	2,5	52,4	4,3	100,0
2001	30,2	8,2	4,4	5,1	1,9	46,6	3,7	100,0
2002	35,9	9,7	5,8	3,2	1,5	40,2	3,7	100,0
2003	31,7	4,8	14,7	2,5	2,1	40,3	3,9	100,0
2004	31,6	5,5	16,0	3,4	1,9	38,9	2,9	100,0
2005 ²	30,8	5,6	16,8	3,7	1,9	38,4	2,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. Dati di fine periodo. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono relativi al primo semestre.

Con riferimento alla presenza dei titoli obbligazionari nel patrimonio gestito dalle Sgr sia su base individuale che collettiva, i dati al primo semestre del 2005 mostrano una netta prevalenza delle obbligazioni governative; seguono i titoli emessi da intermediari finanziari (bancari e non) e i titoli *corporate*; questi ultimi sono generalmente emessi da soggetti con *rating investment grade* (Riquadro 4).

Riquadro 4

L'investimento in titoli obbligazionari nelle gestioni collettive e individuali delle Sgr

Al 30 giugno 2005 l'investimento in titoli obbligazionari dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali istituite da Sgr era pari complessivamente a circa 420 miliardi di euro, con un peso pari a circa il 64 per cento dell'investimento complessivo in strumenti finanziari non derivati (+7 per cento rispetto al semestre precedente). Tale variazione è attribuibile per lo più al contestuale aumento del numero complessivo di Sgr operative nelle gestioni patrimoniali.

Circa il 51 per cento degli investimenti in titoli di debito da parte dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali è concentrato in obbligazioni governative o *sovereign* (ossia emesse da enti ed organismi pubblici locali, nazionali e internazionali). Il dato sale al 57 per cento circa per i fondi, mentre si ragguaglia attorno al 44 per cento per le gestioni patrimoniali.

Peso degli investimenti in titoli di debito sul totale degli strumenti finanziari non derivati
relativi a fondi e gestioni patrimoniali istituite da Sgr
(valori percentuali al 30 giugno 2005)

Settore	Aree geografiche																	
	Organismi internazionali			Unione Europea			Nord America			Giappone e Australia			Resto del mondo			Totale complessivo		
	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale
Governative	0,3	0,1	0,2	54,1	43,2	49,1	1,4	0,3	0,9	0,2	..	0,1	0,8	..	0,4	56,7	43,7	50,8
Banche	—	—	—	4,5	5,2	4,9	0,1	0,6	0,4	0,1	..	0,1	0,1	0,2	0,2	4,9	6,1	5,5
Società finanziarie	—	—	—	3,5	4,1	3,8	0,8	1,5	1,1	0,1	..	..	0,2	0,3	0,3	4,6	6,1	5,3
Società non finanziarie	—	—	—	1,2	2,0	1,6	0,2	0,1	0,1	..	..	..	0,1	..	..	1,5	2,1	1,8
Società / Enti a part. pubblica	—	—	—	0,1	0,7	0,4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0,1	0,7	0,4
Assicurazioni	—	—	—	0,1	0,2	0,2	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0,1	0,2	0,2
Totale complessivo	0,3	0,1	0,2	63,5	55,5	59,9	2,6	2,5	2,5	0,4	0,1	0,3	1,2	0,7	1,0	67,9	58,9	63,8

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Uic.

Con riguardo alla composizione per area geografica, i titoli denominati in euro rappresentano circa il 60 per cento degli investimenti complessivi in obbligazioni. Con riferimento alla composizione settoriale, e prescindendo dagli investimenti in titoli governativi, si segnala un elevato grado di concentrazione sulle obbligazioni di emittenti bancari (5,5 per cento

del totale). Il comparto delle società finanziarie comprende principalmente obbligazioni legate a operazioni di cartolarizzazione dei crediti (con un peso dell'1,8 per cento sul totale del 5,3) e obbligazioni emesse da società controllate da gruppi non finanziari (con un peso del 2,5 per cento). Tenuto conto che il peso dei titoli delle società non finanziarie è pari all'1,8 per cento, complessivamente il peso delle obbligazioni *corporate* è pari al 4,3 per cento.

Le obbligazioni *corporate* detenute sono generalmente caratterizzate da un giudizio sul merito di credito dei relativi emittenti superiore all'*investment grade*.

Il portafoglio obbligazionario *corporate* risulta, inoltre, caratterizzato da un significativo grado di concentrazione per emittente. I primi 10 emittenti rappresentano, infatti, il 40 per cento circa dell'investimento totale in *corporate bonds*; tra questi, i titoli del settore energetico e delle telecomunicazioni hanno un peso prevalente. L'incidenza dell'investimento sul totale dei debiti finanziari degli emittenti è normalmente maggiore per gli emittenti italiani rispetto agli emittenti esteri.

Principali investimenti in obbligazioni *corporate*
(situazione al 30 giugno 2005; valori monetari in milioni di euro)

	Valore nominale delle obbligazioni	Percentuale sul totale degli strumenti finanziari non derivati	Percentuale dei debiti finanziari consolidati dell'emittente	Rating S&P's	Rating Moody's
Telecom Italia	2.704,3	0,41	6,96	BBB+	Baa2
Enel	2.604,1	0,40	9,57	A+	Aa3
Deutsche Telekom	1.539,9	0,23	3,30	A-	A3
Autostrade	899,7	0,14	8,98	A	A3
General Electric	888,4	0,13	0,29	BBB	A3
France Telecom	816,0	0,12	1,88	A-	A3
Vodafone Group	537,0	0,08	3,03	A+	A2
Daimlerchrysler	512,6	0,08	0,77	BBB	A3
Italenergia - Edison	470,4	0,07	11,31	BBB+	Baa2
Veolia Environnement	394,0	0,06	2,40	BBB+	A3
Totale	11.366,5	1,73			

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Uic.

Fra il 2003 e il 2004 i costi operativi a carico degli Oicr aperti italiani in relazione al patrimonio netto gestito sono leggermente cresciuti (dall'1,18 all'1,23 per cento della massa gestita). Si registra una lieve flessione del costo dei fondi appartenenti alla categoria dei fondi flessibili (da 2,16 a 1,92 per cento). L'analisi delle componenti di costo mostra la prevalenza delle commissioni di gestione, pari a circa l'86 per cento del totale dei costi, una lieve riduzione del peso delle commissioni di incentivo e una sostanziale stabilità dell'incidenza degli oneri totali di banca depositaria (Tav. 28).

Tav. 28

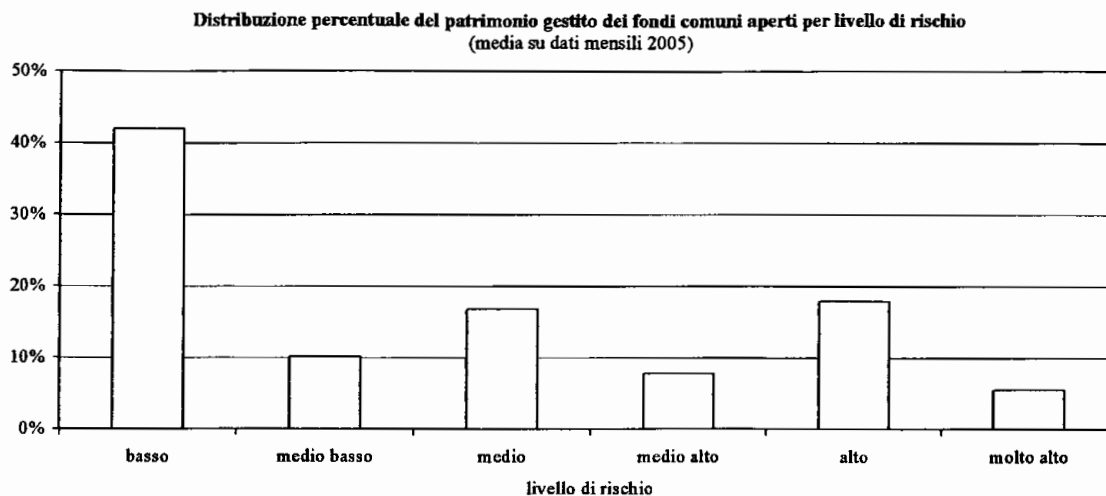
Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati di diritto italiano
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita						Ripartizione percentuale ¹					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2001												
Liquidità	0,05	0,32	..	..	..	0,37	13,2	86,4	..	0,4	0,1	100,0
Azionari	0,09	1,37	..	0,05	0,03	1,53	5,6	89,2	0,1	3,1	2,1	100,0
Obbligazionari	0,06	0,67	..	0,01	..	0,74	8,0	89,8	..	1,8	0,4	100,0
Bilanciati	0,06	0,93	..	0,01	0,02	1,02	6,0	91,0	..	1,5	1,6	100,0
Flessibili	0,09	1,06	0,09	0,15	0,01	1,39	6,3	75,9	6,2	10,7	0,9	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,07</i>	<i>0,90</i>	<i>..</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>1,01</i>	<i>6,7</i>	<i>89,3</i>	<i>0,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,3</i>	<i>100,0</i>
2002												
Liquidità	0,06	0,46	..	..	..	0,53	11,7	87,9	..	0,2	0,3	100,0
Azionari	0,12	1,76	..	0,06	0,07	2,02	6,1	87,3	0,2	3,0	3,4	100,0
Obbligazionari	0,08	0,84	..	0,01	..	0,94	8,6	89,6	0,1	1,3	0,5	100,0
Bilanciati	0,09	1,09	..	0,02	0,03	1,23	7,7	88,3	0,3	1,5	2,2	100,0
Flessibili	0,14	1,67	0,01	0,16	0,04	2,02	7,0	82,5	0,5	7,9	2,0	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,04</i>	<i>..</i>	<i>0,02</i>	<i>0,02</i>	<i>1,18</i>	<i>7,6</i>	<i>88,2</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>100,0</i>
2003												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>1,18</i>	<i>7,7</i>	<i>84,4</i>	<i>1,3</i>	<i>5,9</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
2004												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,05</i>	<i>0,02</i>	<i>1,23</i>	<i>7,7</i>	<i>85,8</i>	<i>0,9</i>	<i>4,2</i>	<i>1,5</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Incrociando i dati sul livello di rischio sintetico indicato nel prospetto informativo dei fondi comuni aperti con i dati delle segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr, emerge che oltre il 40 per cento del patrimonio gestito dei fondi comuni aperti è concentrato su prodotti che dichiarano nel prospetto informativo un livello di rischio sintetico "basso" (Fig. 47).

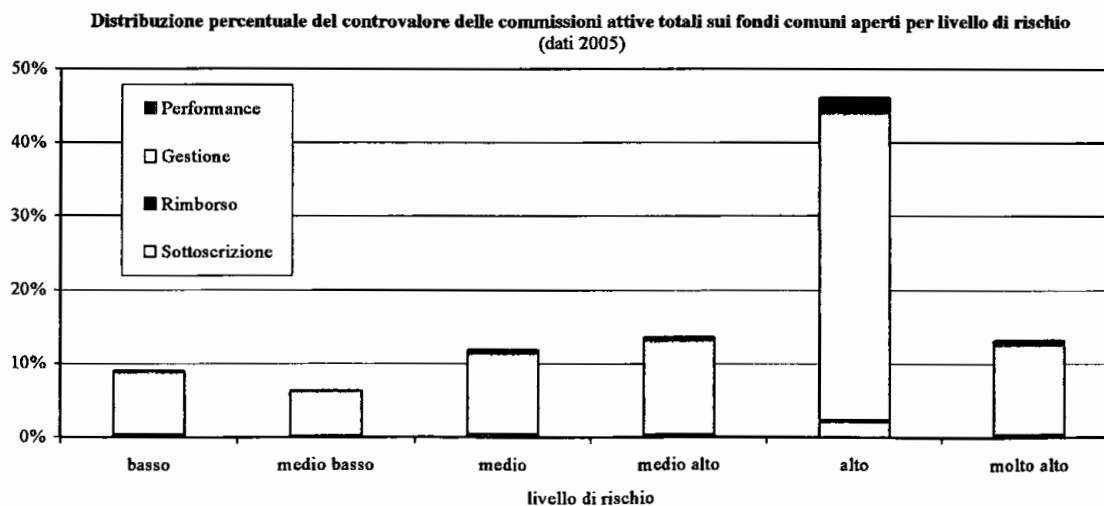
Fig. 47



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

I fondi con un livello di rischio sintetico “basso” generano, tuttavia, solo il 10 per cento circa delle commissioni attive totali che le Sgr derivano dai fondi aperti. La fonte di reddito principale è, al contrario, rappresentata da prodotti a rischio “alto”, caratterizzati quindi da una maggiore volatilità nel loro andamento. Si tratta in prevalenza di fondi azionari e di alcuni fondi flessibili e bilanciati con profili di rischio più elevati. Tali prodotti assorbono tuttavia solo il 18 per cento circa della massa gestita (Fig. 48).

Fig. 48



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

Nel corso del 2005 è proseguita la crescita dei fondi immobiliari, che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. A

giugno 2005 risultavano operative 16 Sgr (14 a fine 2004) e 35 fondi (30 a fine 2004); di questi, 20 erano destinati agli investitori *retail*. Al 30 giugno il patrimonio si attestava a 8,4 miliardi di euro circa, registrando una crescita di poco superiore al 3 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente; il 63 per cento circa del patrimonio (ossia 5,5 miliardi di euro) faceva capo ai fondi *retail*. Con riferimento alla composizione delle attività, non si registrano cambiamenti significativi rispetto alla fine del 2004: in particolare, la quota investita in immobili costituisce l'83,9 per cento dell'attivo (85,5 per cento nel 2004) (Tav. 29).

Tav. 29

Struttura del mercato dei fondi immobiliari chiusi
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio	Immobili e diritti reali	Composizione delle attività ¹		
					Strumenti finanziari ²	Valori mobiliari e liquidità	Altro
2001	9	11	2.686	54,5	1,4	31,8	12,4
2002	10	14	3.394	69,9	3,9	14,2	12,0
2003	10	18	4.414	77,8	4,1	11,7	6,4
2004	14	30	8.084	85,5	1,6	10,0	2,9
2005 ³	16	35	8.379	83,9	1,8	11,4	2,9

Fonte: Assogestioni. Dati di fine periodo. ¹ Dati in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

² Partecipazioni e strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazioni. ³ I dati sono riferiti al primo semestre.

4. Le famiglie

Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane hanno sperimentato nell'ultimo decennio profondi cambiamenti, come si evince dai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia.

Rispetto ai dati sulle attività finanziarie riportate nei conti finanziari, sempre di fonte Banca d'Italia, l'Indagine sui bilanci delle famiglie si propone di fornire una stima rappresentativa del portafoglio di una famiglia media (in termini di reddito e ricchezza). I dati dell'Indagine risentono dunque assai meno, rispetto a quelli dei conti finanziari, delle scelte di portafoglio delle famiglie più ricche, scelte che sono significativamente diverse da quelle delle famiglie con un livello di ricchezza medio.

I dati dell'Indagine indicano che, nel periodo 1995-2004, la quota dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle famiglie è scesa dal 36,7 al 10,4 per cento. Tale contrazione è stata compensata dall'aumento: della quota delle obbligazioni italiane (bancarie e di imprese non finanziarie), passata dal 3,1 al 6,7 per cento; delle azioni italiane quotate, passata dal 3,4 all'8,1 per cento; dei prodotti del risparmio gestito (fondi comuni e gestioni patrimoniali), passata dall'8,3 al 17,3 per cento. Il peso delle attività finanziarie "rischiose" (ossia dei fondi comuni non monetari, delle gestioni patrimoniali, delle obbligazioni, delle azioni e delle attività sull'estero) è dunque complessivamente cresciuto dal 18 al 35 per cento circa. (Tav. 30).

Tav. 30

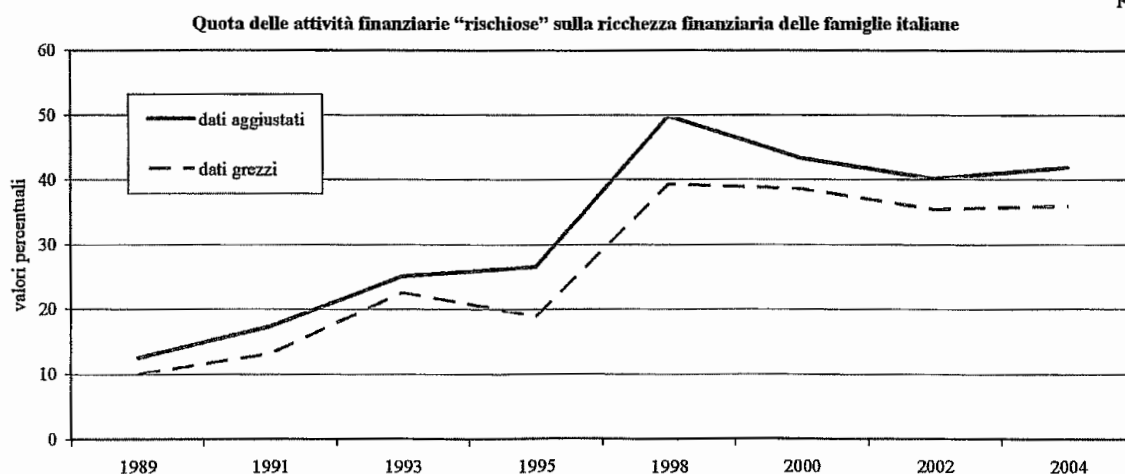
Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane

	1995	2002	2004
Depositi ¹	44,4	54,4	53,7
Titoli di Stato italiani	36,7	10,2	10,4
Obbligazioni italiane (a)	3,1	7,1	6,7
Quote di fondi comuni (b)	5,3	12,9	11,6
di cui non monetari (b.1)	5,3	12,3	11,6
Azioni e quote di società ² (c)	6,4	8,3	9,9
di cui azioni di società quotate	3,4	7,1	8,1
Gestioni patrimoniali (d)	3,0	5,9	5,7
Titoli esteri (e)	0,5	0,9	1,1
Prestiti alle cooperative	0,6	0,3	0,8
Totale	100,0	100,0	100,0
Risparmio gestito (b+d)	8,3	18,8	17,3
Attività finanziarie rischiose (a+b.1+c+e+d)	18,3	34,4	36,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. ¹ La voce comprende depositi bancari in conto corrente, depositi bancari a risparmio, certificati di deposito, pronti contro termine, depositi postali e buoni fruttiferi postali. ² La voce include azioni di società quotate e non quotate, quote di società a responsabilità limitata e quote di società di persone. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri.

La medesima indicazione qualitativa si ottiene utilizzando, in luogo dei dati "grezzi" dell'Indagine, i dati "corretti", ossia i dati che risultano dall'applicazione di procedure statistiche in grado di rettificare gli errori di misurazione (comuni a tutte le indagini campionarie) derivanti dalla propensione dei soggetti intervistati a sottostimare alcuni dati (quali ad esempio quelli relativi al possesso di attività rischiose). L'utilizzo dei dati corretti conduce alla stima di valori della quota di attività rischiose sul portafoglio delle famiglie più elevati rispetto a quelli cui si perviene utilizzando i dati grezzi; in particolare, utilizzando i "dati corretti", nel periodo 1995-2004 la quota sarebbe cresciuta dal 27 al 42 per cento circa (Fig. 49).

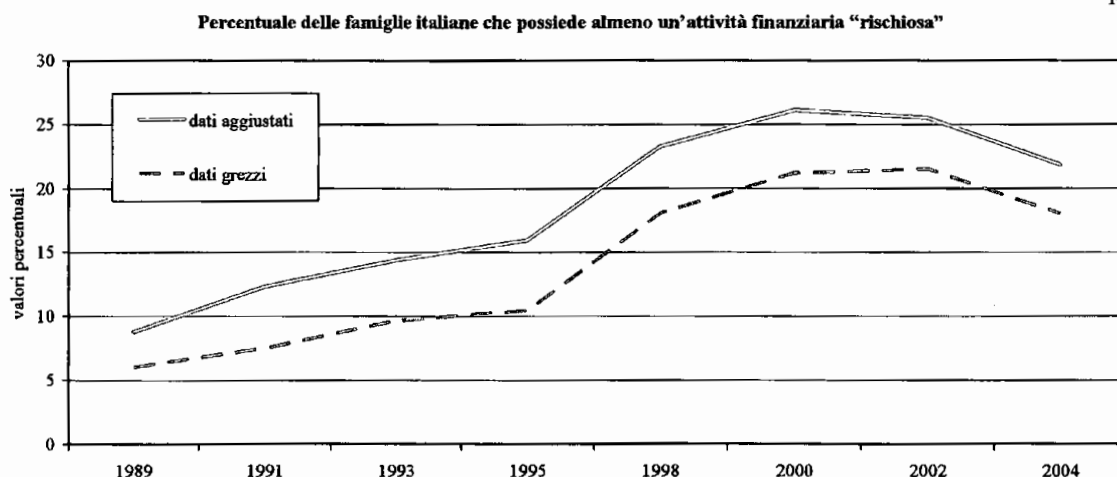
Fig. 49



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Il possesso delle attività rischiose è, tuttavia, molto concentrato: nel 2004, ad esempio, si stima che il 22 per cento circa delle famiglie possedesse l'intero *stock* di attività finanziarie rischiose. In altri termini, solo il 22 per cento circa delle famiglie possedeva almeno un'attività rischiosa. Il possesso di attività rischiose, che costituisce un indicatore di "partecipazione" al mercato finanziario, mostra inoltre un andamento decrescente a partire dal 2000 (sia con i dati grezzi che con quelli corretti), dopo aver mostrato un *trend* sempre crescente a partire dal 1989 (Fig. 50).

Fig. 50



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Sul diminuito tasso di partecipazione delle famiglie al mercato degli strumenti e dei prodotti finanziari rischiosi hanno probabilmente inciso la forte contrazione dei corsi azionari dopo lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici e, successivamente, gli effetti degli scandali societari legati alle vicende Cirio e Parmalat.