



Risparmiatori di avanguardia nelle scelte di investimento

Rapporto sulla clientela del Private Banking in Italia 2021

Risparmiatori di avanguardia nelle scelte di investimento

Rapporto sulla clientela del Private Banking in Italia 2021

A cura di Giuseppe Russo e Pier Marco Ferraresi

In copertina:

Umberto Boccioni, 1913 - *Dinamismo di un ciclista*

indice

Introduzione <i>di Paolo Langè</i>	5
1. A proposito della ricchezza	
<i>di Giorgio Arfaras, parte quantitativa di Alessandro Stanchi</i>	8
1. Preambolo	9
1.1 Dinamica del reddito	11
1.2 Dinamica della ricchezza	11
1.3 Sorge una classe media	13
1.4 La subalternità sta scomparendo	15
2. Tante ricchezze	16
2.1 La ricchezza immobile: le abitazioni	16
2.2 La ricchezza mobile: le azioni	18
2.3 La ricchezza mobile: le obbligazioni sovrane	20
3. I driver della ricchezza	20
3.1 L'impatto della demografia: gli anziani	20
3.2 L'impatto della demografia: i giovani	22
3.3 I rendimenti delle attività finanziarie nel tempo	22
3.4 L'impatto del Corona virus	23
4. Dove va la ricchezza?	24
4.1 Come cavarsela con le bolle	24
4.2 Cenni sui mercati: del riesumare la crescita	25
4.3 Cenni sui mercati: gestioni attive e passive	26
4.4 Cenni sui mercati: oro e immobili	27
4.5 Nota sui nuovi sistemi di pagamento	28
Fonti	29

2. Il profilo di una popolazione assai peculiare	
<i>di Pier Marco Ferraresi</i>	30
1. Alla ricerca di un cluster	31
2. Età più elevata, formazione superiore alla media	33
3. Una popolazione a sé per competenza finanziaria e propensione al rischio	36
4. I servizi di una banca private: un evidente valore aggiunto	48
5. L'impatto della banca private	58
3. Diversificazione nella sicurezza: le scelte di Portafoglio	
<i>di Alessandro Stanchi</i>	62
1. Un risparmiatore che osserva	63
2. Il patrimonio immobiliare: una scelta sempre valida	69
3. Una bilanciata diversificazione del patrimonio finanziario	73
4. Abilitare il ruolo sociale della ricchezza finanziaria	
<i>di Pier Marco Ferraresi</i>	78
1. Lo sviluppo diseguale e il ruolo dei più ricchi	79
2. Scelte prudenti, attenzione al portafoglio e consapevolezza	82
3. La narrazione ESG, accolta con senso critico	95
4. Non solo finanza: attività benefiche ed economia reale	104
5. Il ruolo dell'advisor: liberare le potenzialità	111
5. Conclusioni	
<i>di Giuseppe Russo</i>	114
6. Nota metodologica	
<i>a cura di BVA – Doxa</i>	128

Introduzione

di Paolo Langè, Presidente AIPB

Oggi osserviamo, per la prima volta in decenni, un'Italia che mostra una ripresa superiore alle aspettative.

Stiamo crescendo e bene. Il Paese ha riconquistato rispetto, considerazione e peso a livello internazionale.

Tutti i settori dell'economia devono contribuire a questa rinascita. Il Private Banking può e deve dare il suo contributo a questo rinascimento economico e culturale, che si basa anche su una ripresa di fiducia sulle potenzialità del Paese. Parlare di Rinascimento economico oggi richiede realismo, responsabilità e impegno.

Realismo, nel valutare correttamente i dati quantitativi.

Responsabilità, nel comprendere appieno quelli qualitativi. Sapere quanto è cresciuto lo stock di ricchezza investibile non basta. Dobbiamo anche conoscere gli orientamenti di chi lo possiede. La disponibilità dei nostri clienti a cogliere le opportunità di investimento in strumenti che accompagnino la transizione economica incoraggiata dai piani del Governo.

Impegno, per creare le condizioni perché il rinascimento non sia una fioritura di pochi mesi, ma una costante di lungo termine.

Dopo quasi due anni di emergenza pandemica, accanto alle risorse pubbliche

destinate al rilancio dell'economia, il risparmio privato ha l'opportunità di contribuire a questa spinta e di accompagnare la transizione economica del Paese verso modelli più sostenibili e competitivi.

Gli sforzi pubblici rischiano di non centrare il bersaglio, se non sapremo canalizzare e consolidare in modo virtuoso questa ricchezza, e i dati positivi di oggi si trasformerebbero in un'euforia passeggera.

La collaborazione con il Centro Einaudi ci offre l'occasione di capire meglio come il risparmio privato si orienti negli investimenti e, quale sia la propensione a contribuire al rilancio economico del Paese.

Il 36% della ricchezza accumulata, che fa capo al 2,6 % delle famiglie, rappresenta una élite di risparmiatori che si caratterizza per un elevato livello di istruzione, una maggiore attitudine al rischio e ad investire pensando al lungo termine. Un profilo che descrive un'avanguardia culturale in grado di orientare le scelte d'investimento con impatti sull'economia, che si riverberano e moltiplicano grazie all'influenza che questi individui sono in grado di esercitare.

Un'avanguardia che si pone in modo dialettico con la nostra industria e ci stimola a trovare nuove soluzioni di risparmio per venire incontro ad esigenze sempre più sofisticate.

Lo sviluppo del nostro Paese passa indubbiamente attraverso il libero esercizio della responsabilità sociale di chi appartiene a queste avanguardie culturali ed economiche. Dallo studio delle scelte finanziarie di questi clienti emerge un chiaro spostamento degli interessi verso gli ambiti della transizione ecologica e dell'impatto sociale ed etico degli investimenti.

Una tendenza che riflette la maturità di questo segmento nel riconoscersi un ruolo attivo nella società. C'è indubbiamente una nuova consapevolezza, specialmente tra i più giovani, abbienti, istruiti di poter contribuire sotto il profilo economico, ma anche culturale, alla rinascita del Paese.

Oggi il nostro impegno non può limitarsi a favorire la crescita del risparmio tout court a ritmi costanti.

Dobbiamo impegnarci fin da subito ad intercettare quella parte di mercato potenziale che non si è ancora avvicinata al servizio del Private Banking.

Dobbiamo porci l'obiettivo di accompagnare la disponibilità delle "avanguardie" degli investitori a impiegare risorse nel tessuto produttivo, offrendo strumenti innovativi d'investimento, in grado di attirare l'interesse della clientela non professionale.

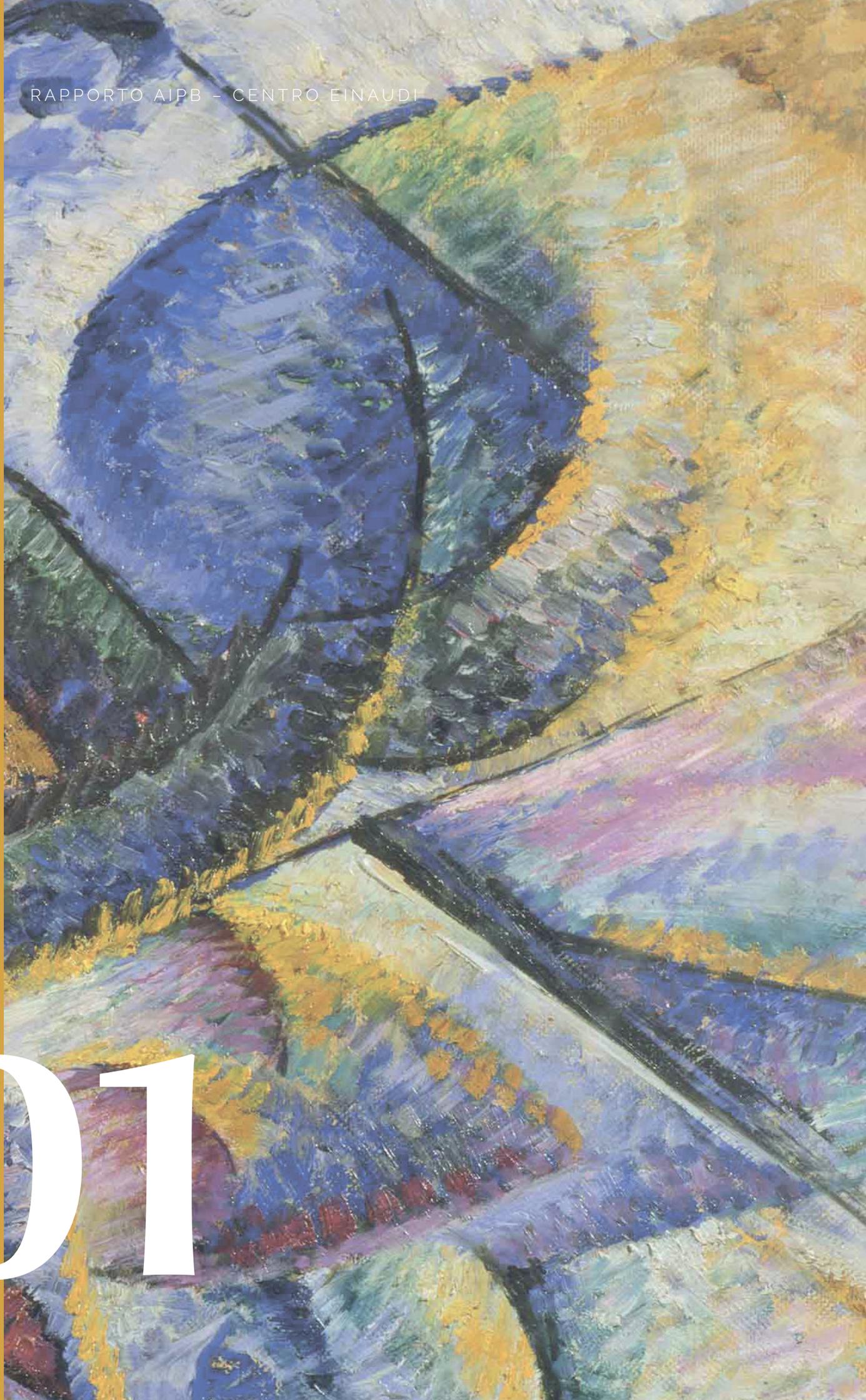
Dobbiamo attivarci per la rimozione degli ostacoli che limitano il contributo del risparmio privato agli investimenti in economia reale, la cui incidenza sui portafogli dei *clienti private* dovrebbe passare dall'attuale 0,5% su livelli più vicini al 5%.

Una crescita raggiungibile, secondo le nostre previsioni, se saremo in grado di accelerare una revisione delle regole attualmente in vigore, che favorisca l'accesso alle classi di clientela qualificata a strumenti alternativi d'investimento. Il nostro impegno presuppone infine una grande evoluzione culturale volta a promuovere e favorire l'integrazione delle tematiche di sostenibilità nei processi di investimento del Wealth Management, grazie anche ad una continua attenzione verso lo sviluppo delle competenze.

RAPPORTO AIPB - CENTRO EINAUDI

A proposito della ricchezza

01



di Giorgio Arfaras

1. Preambolo

Il *Private Banking* si occupa della ricchezza. La ricchezza è come un bacino d'acqua alimentato dal flusso di fiumi e piogge. Il flusso, a sua volta, è il reddito che defluisce nel bacino ma solo per una parte – il risparmio. Il bacino però non contiene un ammontare d'acqua equivalente al flusso riversato, ne contiene di più. La ricchezza (l'acqua nel bacino), con il trascorrere del tempo, diventa, infatti, maggiore del reddito accumulato (il flusso d'acqua che, di nuovo con il trascorrere del tempo, si è riversato), perché la ricchezza nel lungo periodo è cresciuta più del reddito. La ricchezza quindi è il punto.

La ricchezza era quasi tutta nelle mani di pochi fino alla Prima guerra mondiale. Ai tempi, la concentrazione della ricchezza generava un reddito particolarmente elevato e anche molto superiore a quello che si sarebbe potuto ottenere lavorando. Dopo la seconda guerra, la ricchezza si concentra molto meno e diventa più diffusa, perché nasce un grande e ricco ceto medio, con alcuni che ottengono lavorando dei redditi un tempo inimmaginabili.

LEVELS OF PER-CAPITA GDP
world and major
regions, 1000-
2001

Dati in valori
percentuali

	1000	1500	1820	1870	1913	1950	1973	2001
Western Europe	400	771	1.204	196	3.458	4.579	11.416	19.256
Western offshoots	400	400	1.202	2.419	5.233	9.268	16.179	26.943
Japan	425	500	669	737	1.387	1.921	11.434	20.683
WEST	405	702	1.109	1.882	3.672	5.649	13.082	22.509
Asia (excluding Japan)	450	572	577	550	658	634	1.226	3.256
Latin America	400	416	692	681	1.481	2.506	4.504	5.811
E. Europe & f. USSR	400	498	686	941	1.558	2.602	5.731	5.038
Africa	425	414	420	500	637	894	141	1.489
Rest	441	538	578	606	860	1.091	2.072	3.372
WORLD	436	566	667	875	1.525	2.111	4.091	6.049
Interregional spread	1.1:1	1.9:1	2.9:1	4.8:1	8.2:1	14.6:1	13.2:1	18.1:1
West/Rest spread	0.9:1	1.3:1	1.9:1	3.1:1	4.3:1	5.2:1	6.3:1	6.7:1

Levels of per-capita GDP (1990 international dollars)

Source: Maddison A., 2003, *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: OECD

TABELLA 1.1

LEVELS OF GDP
world and major
regions, 1000-
2001

Dati in valori
percentuali

	1000	1500	1820	1870	1913	1950	1973	2001
Western Europe	10,2	44,2	160,1	367,6	902,3	1.396	4.096	7.550
Western offshoots	0,8	1,1	13,5	111,5	582,9	1.635	4.058	9.156
Japan	3,2	7,7	20,7	25,4	71,7	161	1.243	2.625
WEST	14,1	53,0	194,4	504,5	1.556,9	3.193	9.398	19.331
Asia (excluding Japan)	78,9	153,6	392,2	401,6	608,7	823	2.623	11.481
Latin America	4,6	7,3	15,0	27,5	119,9	416	1.389	3.087
E. Europe & f. USSR	5,4	15,2	62,6	133,8	367,1	695	2.064	2.072
Africa	13,7	19,3	31,2	45,2	79,5	203	550	1.222
REST	102,7	195,3	501,0	608,2	1.175,2	2.137	6.626	17.862
WORLD	116,8	248,3	695,3	1.112,7	2.732,1	5.330	16.024	37.194
West/world (%)	12,1	21,3	28,0	45,3	57,0	59,9	58,6	52,0

Levels of GDP (millions of 1990 international dollars)

Source: Maddison A., 2003, *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: OECD

TABELLA 1.2

1.1 Dinamica del reddito

Il reddito fra le due rive del Nord Atlantico si è moltiplicato – tenendo conto della crescita della popolazione e dei prezzi, quindi della crescita reale pro capite – dal XVIII° secolo ad oggi di venti volte (vedasi Tabella 1 e 2). Guardando i numeri aggregati, come il PIL pro capite, si resta impressionati. Mettendo in rapporto nel corso del tempo alcuni beni con il salario medio si ha una impressione altrettanto vivida dell'accaduto. Osserviamo il potere d'acquisto del salario medio all'inizio del XXI° secolo rispetto all'inizio del XX° secolo. L'acquisto di una bicicletta comandava sei mesi di salario, mentre oggi comanda una settimana. Il tutto naturalmente senza considerare il salto di qualità che si è avuto.

Osservando il reddito in altro modo, non come "capacità di comandare" i beni, ma come distribuzione fra le grandi categorie di reddito (ossia fra salari, profitti, e rendite), salta alla vista che i profitti delle imprese sono – escludendo le escursioni che si hanno con le guerre – stabili da oltre un secolo: intorno al venti per cento del valore aggiunto. La quota dei salari, che è il complemento a cento della quota dei profitti manifatturieri, non può che essere stata, sempre al di fuori dei periodi bellici, altrettanto costante. Diverso è l'andamento dei redditi legati al settore abitativo. Si somma la rendita, se incassata direttamente in forma di affitto, così come si somma la rendita ma in forma figurata, se calcolata come affitto che si dovrebbe pagare per l'immobile qualora non fosse di proprietà. La rendita immobiliare è caduta in rapporto al PIL dall'otto per cento degli inizi del XX° secolo fino al 1950, quando è giunta a pesare solo il due per cento; poi si è ripresa senza sosta tanto che oggi è intorno al dieci per cento.

*I PROFITTI
DELLE IMPRESE
SONO STABILI
DA OLTRE
UN SECOLO:
INTORNO
AL VENTI
PER CENTO
DEL VALORE
AGGIUNTO*

1.2 Dinamica della ricchezza

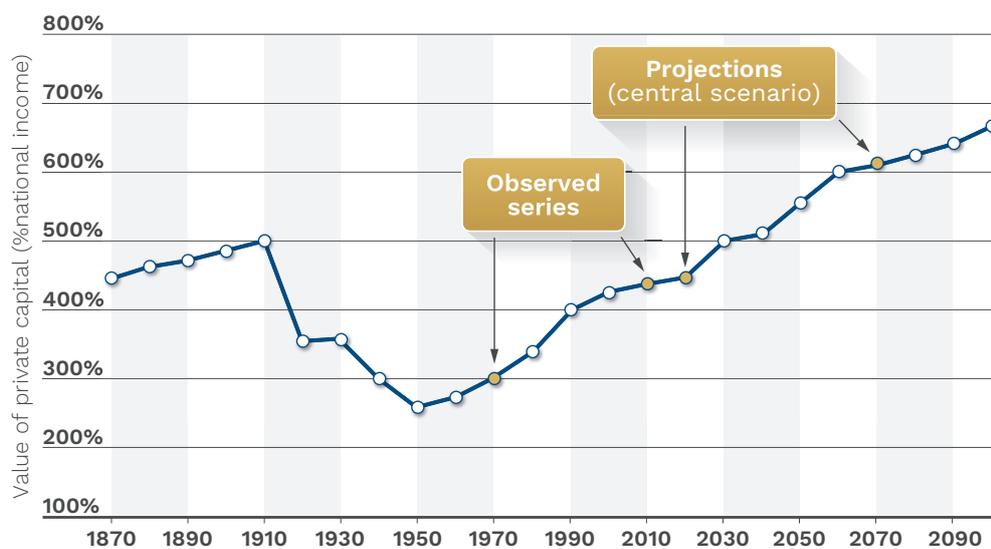
La ricchezza nel corso degli ultimi secoli non solo è oltre modo cresciuta, ma è anche mutata nella sua composizione. Agli inizi del Settecento, quindi prima della Rivoluzione industriale, la gran parte della ricchezza era di origine terriera, mentre era modesta la ricchezza che traeva origine dalle abitazioni e dagli impianti produttivi. Agli inizi Novecento, con lo sviluppo del capitalismo industriale, la quota di ricchezza terriera si è significativamente ridotta. La quota di ricchezza che, sempre agli inizi del Novecento, traeva origine dalle abitazioni e dagli impianti è, invece, diventata elevata. Sempre agli inizi del Novecento, è comparsa una quota non modesta di ricchezza detenuta all'estero – si era, infatti, nel pieno dell'epoca degli Imperi.

Oggi, passato un secolo, la quota terriera è diventata insignificante, mentre quella che trae origine dalle abitazioni è elevata, così come quella legata agli impianti produttivi. Infine, la ricchezza imperiale non c'è più. Si noti che si analizza la dinamica delle diverse forme della ricchezza come parti di un tutto. Questo non significa che la ricchezza terriera sia scomparsa (ossia, scomparsa come livello), solo che è diventata insignificante come quota (ossia, come percentuale) della ricchezza complessiva. In Europa – dal XIX° secolo fino alla Prima Guerra Mondiale – il possesso del capitale generava un reddito (in forma di rendite fondiari, affitti, dividendi, cedole) cospicuo. Dalla Prima Guerra fino ai primi anni Cinquanta del '900, il peso del capitale in Europa si è contratto, perché l'inflazione ha quasi azzerato il valore delle obbligazioni, e si è assistito a una crisi notevole delle imprese, quindi delle azioni che ne rappresentano la proprietà, oltre alla perdita delle rendite coloniali. Questi sommovimenti, nel corso di qualche decennio – quelli fra le due guerre mondiali – hanno abbattuto il capitale, e quindi il reddito dei ricchi (vedasi Figura 1). Nel secolo scorso finisce, prima fra le due guerre mondiali, poi nei decenni successivi – quelli della grande crescita del dopoguerra – l'epoca del rentier, ossia di chi viveva agiatamente senza lavorare.

Dopo la Seconda Guerra, sempre fra le due rive del Nord Atlantico, mentre si comprimeva il peso dei ricchi, il ceto medio accumulava un patrimonio signi-

**THE WORLD
CAPITAL
INCOME RATIO,
1870-2100**

Dati in valori
percentuali



Source: Maddison A., 2003, *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: OECD

FIGURA 1.1

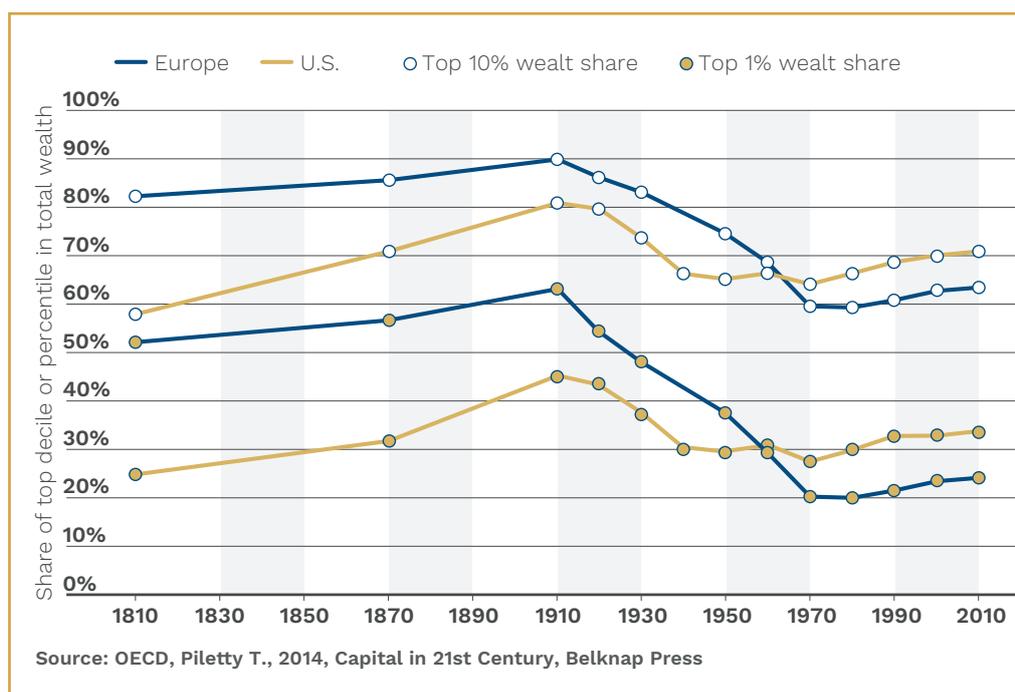
ficativo, soprattutto immobiliare. Si ha perciò oggi, in cima, un mondo di ricchi, ma meno ricchi di quanto i ricchi fossero in passato; in mezzo un mondo benestante; e, alla base, chi possiede una ricchezza modesta o nulla, ma che è protetto dallo Stato Sociale. Lo sviluppo di una classe media ricca è la principale trasformazione della distribuzione della ricchezza nei paesi sviluppati nel corso del XX° secolo.

1.3 Sorge una classe media

Torniamo alla Belle Époque, quindi intorno al 1900-1910. In tutti i Paesi europei la concentrazione del capitale era estrema. In Francia e nel Regno Unito il decile più ricco deteneva quasi tutta la ricchezza nazionale - ben il 90%. Al contrario, il 40% medio ne possedeva tra il 5% e il 10%, a seconda del Paese, poco più della ricchezza del 50% più povero. In altre parole, non esisteva la classe media, nel senso preciso che il 40% medio era povero di ricchezza quasi quanto il 50% più povero.

La concentrazione della ricchezza è oggi minore ma ancora elevata (vedasi figura 1.2): la quota del decile più alto ha raggiunto il 60% in Europa all'inizio del XXI° secolo e supera il 70% negli Stati Uniti. La metà inferiore della popolazione oggi è povera di ricchezza quanto lo era ieri: appena il 5% del totale. Dunque, è la classe media che si è allargata: ha preso poco più di un terzo del patrimonio

*LO SVILUPPO
DI UNA CLASSE
MEDIA RICCA
È LA PRINCIPALE
TRASFORMAZIONE
DELLA
DISTRIBUZIONE
DELLA RICCHEZZA
NEI PAESI
SVILUPPATI
NEL CORSO
DEL XX° SECOLO*



**WEALTH
INEQUALITY:
EUROPE AND U.S.,
1810-2010**

Dati in valori
percentuali

FIGURA 1.2

*I REDDITI DA
LAVORO BEN
PAGATI NEL
XXI° SECOLO
POSSONO
AVVICINARSI
AL REDDITO
DA CAPITALE,
QUANDO
QUESTO NON
SIA TROPPO
CORPOSO*

in Europa, e un quarto negli Stati Uniti. Questo gruppo centrale ha una popolazione quattro volte più grande del decile superiore. Per effetto della sua numerosità, infine, la classe media ha acquistato una grande importanza nell'arena politica.

I redditi da lavoro nel XIX° secolo non potevano avvicinarsi al reddito da capitale quando questo era corposo. Perciò, un giovane brillante che avesse avuto la fortuna di sposarsi con una ereditiera, come racconta diffusamente la letteratura dell'epoca, avrebbe potuto evitare il lavoro ed entrare nel mondo dei rentier. Negli Stati Uniti nella prima parte del XIX° secolo le cose stavano diversamente: vi era una concentrazione della ricchezza minore di quella europea, perché la terra era abbondante (la rendita fondiaria era bassa), e perché chi emigrava non aveva ricchezze (nessuno nasceva ricco). Negli Stati schiavistici del Sud le cose non erano molto diverse da quelle europee. Gli Stati Uniti hanno registrato una concentrazione crescente della ricchezza fino agli anni Venti dello scorso secolo – l'epoca del "Grande Gatsby". Con la Grande Depressione, la concentrazione di patrimoni si è ridotta, ma molto meno che in Europa, per poi ripartire dagli anni Ottanta.

Con – sempre negli Stati Uniti – una vera novità: la concentrazione di ricchezza è alimentata anche dagli enormi redditi da lavoro dei dirigenti delle grandi aziende (ma anche degli attori e degli sportivi). Un fenomeno che comincia a palesarsi anche in Europa. I redditi da lavoro ben pagati nel XXI° secolo possono avvicinarsi al reddito da capitale, quando questo non sia troppo corposo.

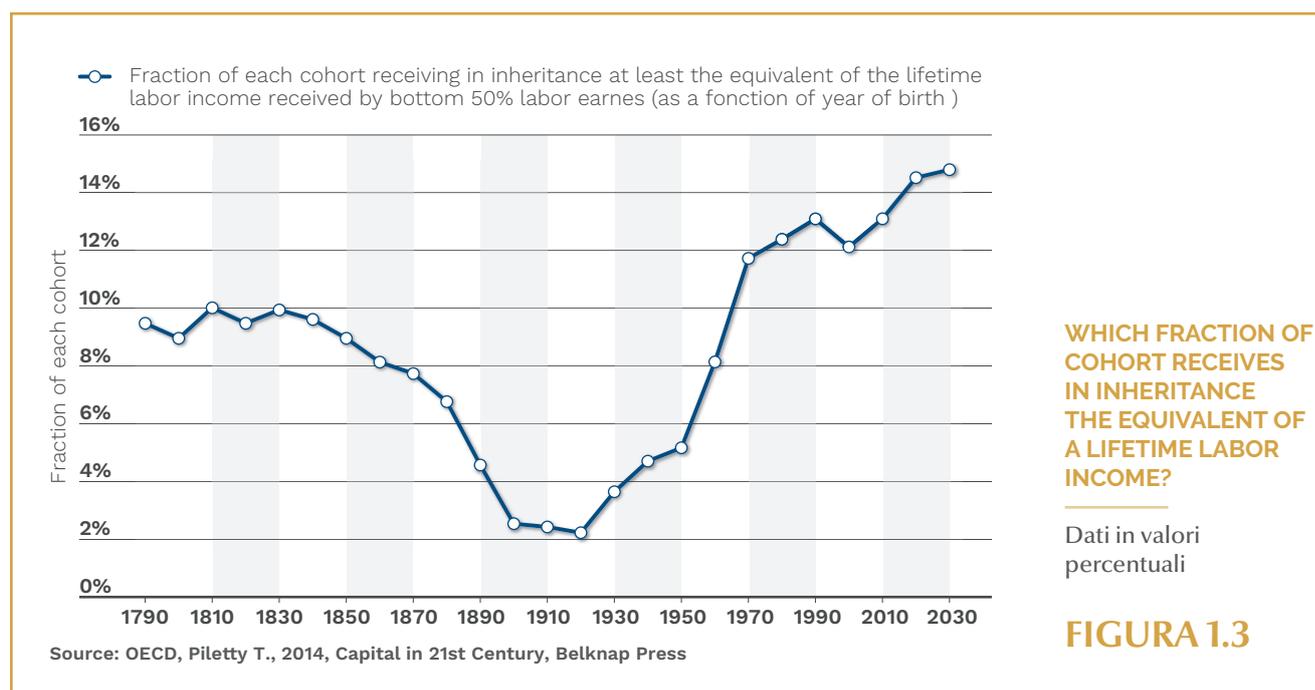
Si ha così la possibilità di guadagnare molto, e dunque si può, a differenza del passato, diventare ricchi senza ereditare.

Oggi, negli Stati Uniti, il 10% della popolazione meglio retribuita ha il reddito che proviene per il 85% dal proprio lavoro. Agli inizi del secolo scorso si aveva una situazione ribaltata, il grosso del reddito proveniva dalla ricchezza. Se questo dieci per cento molto retribuito risparmia abbastanza, e se il tasso di crescita della ricchezza continuasse ad essere, come in passato, maggiore del tasso di crescita dell'economia, questa fascia della popolazione potrebbe lasciare in eredità un patrimonio che potrebbe dar luogo alla rinascita (in tono minore) del mondo dei rentier del secolo scorso.

1.4 La subalternità sta scomparendo

Oggi le donne hanno, a differenza del passato, gli stessi diritti degli uomini nel campo della trasmissione ereditaria. La vera novità però è un'altra. Le donne hanno oggi una istruzione crescente, come una libertà crescente. L'economia, inoltre, è tendenzialmente meritocratica. Ergo, le donne istruite alla lunga sono ben retribuite, ed allo stesso tempo preferiscono gli uomini con le stesse caratteristiche. Abbiamo il cosiddetto "assortative mating". Nasce perciò nelle fasce sociali "meglio messe" un nuovo canale ereditario: oltre alla eventuale ricchezza, si hanno anche l'istruzione superiore e le relazioni "che contano". La quale istruzione e le relazioni consentono ai figli delle coppie dove le donne e gli uomini sono allo stesso livello elevato di istruzione e reddito quantomeno di mantenere la posizione sociale ed economica dei genitori.

Se tutti i figli ricevessero la stessa eredità, e se fossero liberi di disporre, la ricchezza si concentrerebbe in partenza meno di quanto avveniva quando le donne erano discriminate e/o quando il grosso del lascito era del primogenito. La discriminazione in alcuni Paesi era tale che i diritti ereditari delle mogli passavano al marito. Insomma, si sta formando un nuovo meccanismo ereditario. Questo nuovo meccanismo può essere misurato calcolando quanta parte di ogni generazione riceve un flusso ereditario equivalente al reddito di tutta una vita del 50% meno remunerato della popolazione (vedasi Figura 3). Per esem-



pio, un'eredità di 750 mila euro equivale a cinquanta anni di lavoro del 50% meno remunerato, il cui reddito è intorno ai 15 mila euro l'anno. Si ha, grazie alla ricchezza cumulata negli ultimi decenni da un numero crescente di famiglie, un numero sempre maggiore di persone – intorno al 15% della popolazione – che eredita, con 750 mila euro, l'equivalente di 50 anni di lavoro di chi nasce senza ereditare nulla. Si sta formando quella che è chiamata "società signorile di massa".

2. Tante ricchezze

2.1 La ricchezza immobile: le abitazioni

*LA TERRA È
"IMMOBILE"
LA TERRA
HA UN'OFFERTA
ANELASTICA
LA TERRA
È "ETERNA"*

Agli inizi del XIX° secolo quando l'economia era essenzialmente agricola si ragionava soprattutto di terre e di rendita fondiaria. Ecco come: a) man mano che cresce la domanda di cibo si coltivano le terre meno produttive, ciò che avviene con dei prezzi maggiori, i soli che giustifichino la loro messa a coltura, ma la crescita dei prezzi dei beni agricoli alza il prezzo dei beni salario; b) le terre più produttive hanno dei ricavi (i prezzi sono gli stessi di quelli delle terre meno produttive) maggiori dei loro costi (hanno, nel contempo, dei costi inferiori a quelli delle terre meno produttive), ossia hanno (un reddito come differenza fra ricavi e costi) una rendita. Quindi si ha una spinta ad avere – per effetto del maggior prezzo del grano – un costo del lavoro accresciuto, e delle rendite fondiarie elevate.

All'epoca – quella dell'economia detta "classica" – i fattori di produzione erano la terra, il capitale, ed il lavoro. Poi la terra come tale – verso la fine del XIX° secolo – è inghiottita nell'edificio dell'economia detta "neo-classica" dal fattore capitale, anche perché con lo sviluppo industriale, prima, e dei servizi, poi, l'importanza della terra agricola era andata scemando. Si è finito così per sottovalutare l'importanza della terra non in agricoltura, un settore divenuto minore, ma come il bene alla base del settore immobiliare.

La terra – a differenza del capitale e del lavoro – è "immobile". La terra – a differenza di altri beni – ha un'offerta "anelastica", ossia non cresce, salvo il caso peraltro di modesta entità delle terre strappate al mare. La terra è "eterna", nel senso che c'era ai tempi dei dinosauri e potrebbe sopravvivere allo homo sapiens sapiens.

Esplode la domanda di un bene qualsiasi, e ne segue che i fattori vengono ricombinati per offrirlo a sufficienza, finché prezzi e quantità non raggiungono un equilibrio. Nel caso della terra non si può incrementare l'offerta. Si può superare all'offerta anelastica costruendo grattacieli, ma anche questa soluzione ha un limite.

L'offerta anelastica rende la terra simile all'oro, con la notevole differenza che la terra genera, a differenza di questo metallo, un reddito - la rendita, appunto. L'offerta anelastica, infine, fa sì che la terra diventi una "riserva di valore". Mentre il capitale industriale deperisce, la terra, proprio perché anelastica ed eterna, tende a rivalutarsi con l'economia e/o la popolazione che crescono. La terra diventa così uno strumento di garanzia per i crediti.

Dal che si arguisce che le variabili cruciali sono: a) come le licenze edilizie sono regolate - alias il controllo dell'offerta; b) quanto l'industria finanziaria è libera di finanziare l'acquisto di un'attività, avendo come garanzia dei propri crediti l'attività stessa. Segue che: più l'offerta è limitata, e più i prestiti sono "facili", più i prezzi salgono e si ha la "bolla immobiliare".

Una complicazione si ha quando una forte crescita dei prezzi degli immobili, dovuta al credito facile, si combina con le politiche monetarie lasche: il credito continua a defluire in un settore a bassa produttività, così frenando il tasso potenziale di crescita dell'economia tutta.

Se la proprietà immobiliare non è ripartita in misura eguale fra la popolazione, si avrà che, con la crescita della ricchezza immobiliare, dovuta ai meccanismi di offerta anelastica, chi possiede già una proprietà, o ne possiede numerose, diventa più ricco. Simmetricamente, chi non possiede alcuna proprietà, e la vuole, deve pagarne di più il possesso - un minor tasso di interesse sui mutui non compensa la crescita del prezzo dell'immobile - così come, in alternativa al possesso, pagherà di più l'affitto. Chi non possiede già uno o più immobili deve risparmiare, ossia consumare meno, mentre chi li possiede non deve risparmiare, anzi può usare l'immobile come garanzia di nuovi prestiti che gli consentono di consumare di più (il cosiddetto home equity withdrawal). Questo è il meccanismo immobiliare che genera una disuguaglianza.

2.2 La ricchezza mobile: le azioni

Le caratteristiche di questa ricchezza sono il mutamento continuo della sua composizione, e la sua volatilità elevata.

Alla fine dell'Ottocento la borsa britannica era di gran lunga la maggiore. Essa era grande (ossia capitalizzava) meno del doppio di quella statunitense, che aveva circa la stessa dimensione di quella tedesca e francese. Seguivano – grandi la metà dei secondi in classifica - la borsa russa – dove c'era ancora lo Zar - e quella austriaca – laddove c'era ancora l'Impero degli Asburgo. Dopo cento anni di grandi trasformazioni, la differenza fra la borsa statunitense e tutte le altre diventa abnorme. Mentre alla fine dell'Ottocento la borsa inglese (la prima) era meno del doppio di quella statunitense (la seconda), oggi la borsa statunitense (la prima) è quasi otto volte maggiore di quella giapponese (la seconda). Il Secolo Americano, in breve.

Passiamo alla composizione delle borse statunitense e britannica di cent'anni fa e di oggi. Allora, il trasporto ferroviario era di gran lunga il settore maggiore. Oggi è scomparso dalla borsa azionaria. Si ha, invece, la presenza costante del settore bancario. Come mai quest'ultimo è l'unico settore ad essere sempre presente? Una spiegazione è quella che afferma che, prestando denaro a tutti i settori, sia a quelli vecchi sia a quelli nuovi, ecco che quello bancario si mantiene "sempre a galla".

Si arguisce che chi avesse dimenticato i titoli ferroviari (allora cartacei) nella cassetta di sicurezza avrebbe perso tutto. Ergo, la convinzione di colui che compra un titolo e se lo tiene per decenni, convinzione che afferma che alla lunga, anche detenendo uno o pochi titoli, si guadagna sempre, quanto meno è rischiosa. Bisogna, infatti, cambiare i portafogli man mano che cambia l'economia – si pensi al passaggio dalle motrici ferroviarie a carbone al telefono portatile intelligente.

L'esempio è l'indice Dow Jones, che aveva fino a poco tempo fa un solo titolo presente sin dalla fine dell'Ottocento, ossia General Electric. Queste caratteristiche spiegano la differenza fra la borsa che sale sempre e la presenza di famiglie imprenditoriali rovinate. Negli indici ci sono solo i vincitori, e quindi sembra ad una prima osservazione che non ci siano in economia dei perdenti. Passando all'asset allocation - la ripartizione fra azioni, obbligazioni, liquidità - osserviamone l'andamento su oltre un secolo nei maggiori Paesi. I rendimenti dei titoli privi di rischio (ossia, le obbligazioni dei Tesori a breve e a lungo termine) hanno reso meno della crescita del PIL, con una maggiore volatilità. I sistemi pensionistici a ripartizione, quelli centrati sul PIL, quelli che distribuiscono il

*IN PASSATO
IL TRASPORTO
FERROVIARIO
ERA DI GRAN
LUNGA IL
SETTORE
MAGGIORE.
OGGI È
SCOMPARSO
DALLA BORSA
AZIONARIA. SI
HA, INVECE,
LA PRESENZA
COSTANTE
DEL SETTORE
BANCARIO*

reddito (quindi il PIL) fra chi lavora e chi è in pensione, sono stati (se osservati a posteriori) meglio messi di quelli che investono il reddito risparmiato sui mercati finanziari ma nel solo reddito fisso (i sistemi ad accumulazione). I sistemi ad accumulazione sarebbero stati messi meglio di quelli a ripartizione se, al reddito fisso, avessero aggiunto gli investimenti in azioni e immobili.

I rendimenti dei titoli rischiosi (le azioni e gli immobili, con questi ultimi che non sono quotati, e quindi sono analizzati attraverso gli indici di prezzo) hanno dato, su un secolo e passa, nei maggiori Paesi, circa lo stesso rendimento assoluto, con gli immobili che hanno registrato una minor volatilità.

Passando alla volatilità, tutti parlano – e non solo le televisioni e i giornali – degli andamenti delle borse azionarie quando queste vanno benissimo, oppure malissimo.

Immaginate di avere 10 mila dollari investiti a Wall Street. Nel periodo dal 1995 al 2015 avreste avuto un portafoglio finale, non facendo nulla, di 65 mila dollari. Potendo sapere, solo voi e via l'interrogazione di un oracolo, quali sono i dieci giorni migliori, avreste potuto, come conseguenza, sapere quanto, se in quei giorni fosse stato investito, sarebbe valso il vostro portafoglio. Varrebbe 33 mila dollari. I dieci giorni migliori valgono così la metà del valore del portafoglio inattivo. Potendo sapere, solo voi e sempre via l'interrogazione di un oracolo, quali sono stati i suoi dieci giorni peggiori, avreste potuto, come conseguenza, sapere, quanto, se in quei giorni fosse stato investito, sarebbe valso il vostro portafoglio. Varrebbe 140 mila dollari. I dieci giorni peggiori – se evitati - valgono oltre il doppio del portafoglio finale che si ottiene facendo nulla.

Il conto viene fatto escludendo i dieci giorni in assoluto migliori ed includendo tutti gli altri, ed escludendo i dieci giorni in assoluto peggiori, mentre tutti gli altri giorni sono contati. Siccome il mercato alla fine sale, i giorni positivi "normali" sono maggiori dei giorni negativi "normali". Il contrario si ha con i numeri "a-normali", laddove la variazione di quelli negativi supera quella dei positivi.

Tutto questo per dire che quando le borse salgono, quindi, alla fine digeriscono sia i giorni migliori sia quelli peggiori, ma il peso dei giorni in assoluto peggiori supera il peso di quelli in assoluto migliori. I giorni peggiori si palesano quando i mercati cominciano a flettere mostrando una grande volatilità. Anche se si potessero sapere esattamente quali siano i giorni da evitare, nessuno riuscirebbe a fare meglio.

*I RENDIMENTI
DEI TITOLI
RISCHIOSI
HANNO DATO,
SU UN SECOLO
E PASSA, NEI
MAGGIORI
PAESI, CIRCA
LO STESSO
RENDIMENTO
ASSOLUTO,
CON GLI
IMMOBILI
CHE HANNO
REGISTRATO
UNA MINOR
VOLATILITÀ*

Se fosse possibile, infatti, si saprebbe precisamente quali saranno i giorni peggiori. Quindi molti inizierebbero a vendere, e molti altri a imitare le vendite prima dei fatidici giorni. In questo modo la caduta dei prezzi si spalmerebbe, e l'evento negativo non avrebbe luogo nella stessa misura.

2.3 La ricchezza mobile: le obbligazioni sovrane

Il salto dell'indebitamento pubblico dopo il 2008, e ancora dopo, nel 2020, ha reso impossibile ogni risanamento facile dei conti pubblici.

I mercati finanziari devono, da un lato, evitare che gli Stati dichiarino il fallimento del debito sovrano. Per questo devono esservi altri Stati disposti a salvare quelli più a rischio, per proteggere se stessi da un aumento generale dei tassi di interesse, una volta che il primo Stato risulti inadempiente. Questo è anche il senso del salvataggio dei Paesi in condizioni peggiori portato avanti da quelli in condizioni migliori con la crisi del Corona virus. La solidarietà tra gli Stati è quindi nell'interesse degli investitori.

I mercati finanziari, dall'altro lato, hanno bisogno di debito pubblico per gli investimenti sicuri: una pressione eccessiva per i pareggi di bilancio può privarli di opportunità di investimento. Le classi medie dei paesi ricchi hanno collocato una parte importante dei propri risparmi in titoli di Stato. Il pareggio di bilancio significherebbe che gli Stati dovrebbero prelevare dalle loro classi medie - sotto forma di tasse più elevate - ciò che queste possono ora risparmiare e investire in debito pubblico. Non solo i cittadini non riscuoterebbero più degli interessi, ma cesserebbero anche di essere in grado di trasmettere i propri risparmi ai figli.

*LA SOLIDARIETÀ
TRA GLI STATI È
NELL'INTERESSE
DEGLI INVESTITORI*

3. I driver della ricchezza

3.1 L'impatto della demografia: gli anziani

La spesa pubblica per gli anziani – soprattutto per le pensioni, e in misura minore per la sanità - aumenterà nel prossimo futuro più della crescita del PIL. La ragione va cercata da un lato nell'invecchiamento della popolazione, e dall'altro nella minor crescita dell'economia rispetto al passato. La decisione dei prossimi anni sarà quindi come controllare questa spesa, e come tassare quando non la si riesce a portare sotto controllo.

	r (before taxes)	r (after taxes)	g
0-1000	4,5%	4,5%	0,0%
1000-1500	4,5%	4,5%	0,1%
1500-1700	4,5%	4,5%	0,2%
1700-1820	5,1%	5,1%	0,5%
1820-1913	5,0%	5,0%	1,5%
1913-1950	5,1%	1,1%	1,8%
1950-2012	5,3%	3,2%	3,8%
2012-2050	4,3%	3,9%	3,3%
2050-2100	4,3%	4,3%	1,5%

Source: Maddison A., 2003, *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: OECD

RETURN TO CAPITAL AND GROWTH RATE OF THE WORLD

Dati in valori
percentuali

TABELLA 1.3

Relativamente ai sistemi pensionistici legati all'intervento pubblico – i sistemi a ripartizione – va ricordato che le molte riforme portate avanti dai Paesi sviluppati hanno in parte ridotto il margine per un ulteriore intervento volto a frenare la crescita della spesa pensionistica. Ciò è avvenuto alzando l'età minima per accedere al pensionamento, così come introducendo dei calcoli più complessi per stabilire i benefici pensionistici.

Relativamente ai sistemi a ripartizione – ossia, chi lavora trasferisce parte del proprio reddito a chi è in pensione – i problemi sorgono quando la vita si allunga e la popolazione cresce meno. In questo modo, la quota di anziani diventa maggiore, fintantoché la crescita dell'economia non compensa la nuova struttura demografica. Il problema dei sistemi a ripartizione allora non è tanto il numero crescente di anziani, quanto la minor fertilità – e quindi la numerosità relativa dei giovani che è diventata modesta – nonché la modesta crescita dell'economia.

La prima conclusione che si ricava è che i sistemi pensionistici futuri non saranno ricchi come quelli passati. La seconda conclusione è che si apre uno spazio per le integrazioni private – in forma di accumulazione.

Con le integrazioni private la pensione non dipende più solo dal PIL, ma anche dai mercati. Avevamo affermato che il primo è molto meno volatile dei secondi. Per controllare il rischio che la volatilità dei mercati, se perdurante, possa ridurre il capitale da cui si ricava la pensione, si dovrebbero estendere i versamenti su molti più anni di quelli richiesti dal sistema a ripartizione.

3.2 L'impatto della demografia: i giovani

La popolazione è composta dai Baby Boomers – quelli nati dal 1945 al 1964 – dalla Generazione X – quelli nati dal 1965 al 1980 – e, infine, dai Millennials – quelli nati dal 1981.

L'industria finanziaria è nelle mani, come clienti e come dirigenti, delle prime due classi generazionali. Sarebbe però un errore ignorare il ruolo che potrebbe avere l'ultima classe. Con l'errore legato alla semplice lettura del dato che, per esempio, negli Stati Uniti i Millennials possiedono solo il cinque per cento della ricchezza. Sarebbe un errore sottovalutare questa generazione per il banale motivo che prima o poi, per ragioni legate al trapasso delle coorti nate prima, prenderà il posto delle prime due.

I valori dei Millennials, secondo i sondaggi, sono molto diversi da quelli delle coorti precedenti. I Millennials sono più sensibili ai temi ambientali, di genere, razziali e sessuali, nonché di governo sociale dell'impresa. I loro valori riflettono, alla fine, né più né meno lo "spirito del tempo". Dal che si arguisce che il peso relativo dei prodotti finanziari che riflettano questi nuovi valori sarà in futuro maggiore.

*I MILLENNIALS
SONO PIÙ
SENSIBILI
AI TEMI
AMBIENTALI,
DI GENERE,
RAZZIALI E
SESSUALI,
NONCHÉ DI
GOVERNO
SOCIALE
DELL'IMPRESA*

3.3 I rendimenti delle attività finanziarie nel tempo

Quali sono stati nel corso del tempo i rendimenti dei mercati finanziari dei maggiori Paesi per le diverse generazioni? E quali potranno essere in futuro? Questi numeri sono importanti per comprendere i comportamenti passati e quelli futuri dei sistemi pensionistici ad accumulazione (vedasi Tabella 1.3).

I **Baby Boomers**, i cui risultati finanziari li misuriamo a partire dal 1950 fino ad oggi: variazione media annua composta in termini reali; azioni 7,1%, obbligazioni 3,6%

La **Generazione X**, i cui risultati finanziari li misuriamo a partire dal 1970 fino ad oggi: variazione media annua composta in termini reali; azioni 5,7%, obbligazioni 5,0%

I **Millennials**, i cui risultati finanziari li misuriamo a partire dal 1990 fino ad oggi: variazione media annua composta in termini reali; azioni 5,0%, obbligazioni 5,8%

I **nascituri**, i cui risultati finanziari proviamo a prevederli a partire dall'oggi: variazione media annua composta in termini reali: azioni 3,0%; obbligazioni, 0,5%. (Il calcolo è condotto partendo dal rendimento reale delle obbligazioni a breve termine, cui è sommato il premio per il rischio storico che si richiede per l'acquisto di azioni).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
European Union 27 countries from 2020	75,7	80,4	81,7	84,6	86,3	86,5	84,7	83,9	81,3	79,3	77,2	90,1
Germany	73,2	82,0	79,4	80,7	78,3	75,3	72,0	69,0	64,7	61,3	58,9	68,7
Spain	53,3	60,5	69,9	86,3	95,8	100,7	99,3	99,2	98,6	97,5	95,5	120,0
France	83,0	85,3	87,8	90,6	93,4	94,9	95,6	98,0	98,1	97,8	97,5	115,0
Italy	116,6	119,2	119,7	126,5	132,5	135,4	135,3	134,8	134,2	134,4	134,3	155,6
Netherlands	56,8	59,2	61,7	66,2	67,7	67,9	64,6	61,9	56,9	52,4	48,5	54,3
Austria	79,9	82,7	82,4	81,9	81,3	84,0	84,9	82,8	78,5	74,0	70,6	83,2
Poland	49,8	53,5	54,7	54,4	56,5	51,1	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,4
Portugal	87,8	100,2	114,4	129,0	131,4	132,9	131,2	131,5	126,1	121,5	116,6	135,2
Finland	41,5	46,9	48,3	53,6	56,2	59,8	63,6	63,2	61,2	59,8	59,5	69,5
Sweden	40,7	38,1	37,2	37,5	40,3	45,0	43,7	42,3	40,7	38,9	34,9	39,7

Government consolidated gross dept. as a percentage of gross domestic product (GDP)
Source: Maddison A., 2003, *The World Economy: Historical Statistics*, Paris: OECD

**PUBLIC DEBT OF
SOME MAJOR
EUROPEAN
COUNTRIES
2009-2020**

Dati in valori
percentuali

TABELLA 1.4

3.4 L'impatto del Corona virus

Il sistema politico ha reagito con vigore ai mutamenti che si sono avuti per effetto della pandemia. Nell'area dell'Euro, le politiche di austerità sono state, infatti, messe da parte per il tempo necessario fino alla scomparsa della pandemia. Negli Stati Uniti abbiamo persino avuto un capovolgimento delle politiche fiscali degli ultimi quarant'anni. Dallo "Stato è il problema e non la soluzione" di Reagan, ad un intervento statale di dimensioni inusitate iniziato da Trump, e di molto accresciuto da Biden. Nel caso statunitense, un intervento volto a costruire le infrastrutture necessarie alla modernizzazione e a ridurre l'impatto negativo della povertà. Nel caso europeo l'intervento è stato in decisa minor misura (vedasi Tabella 4).

Questi interventi si materializzano attraverso una (di gran lunga) maggiore spesa pubblica in deficit. A questa maggior spesa pubblica quasi tutta in deficit – quindi senza che qualcuno si senta toccato in misura significativa da un rialzo delle imposte – si accompagna un intervento della banca centrale in sede di acquisto di parte delle obbligazioni emesse per coprire il maggior deficit. Quest'ultimo è finanziato con l'emissione di obbligazioni, e non con l'emissione di moneta.

Il debito pubblico di tutti i Paesi sta crescendo moltissimo. Il maggior debito pubblico non è un problema irrisolvibile, se torna una crescita economica più vivace di quella che si è avuta negli ultimi tempi. Quest'ultima, per mettere sotto

controllo il debito, deve materializzarsi in un tasso di crescita (nominale) del PIL maggiore del tasso di interesse (medio) sul debito pubblico. Se così non fosse, e se prima o poi le banche centrali dovessero rialzare i tassi e/o dovessero smettere di intervenire acquistando titoli su mercati, allora si avrebbe un problema serio di gestione del debito pubblico.

4. Dove va la ricchezza?

4.1 Cenni sui mercati: come cavarsela con le bolle

*NEL 2000
E NEL 2007
AVEVAMO
UN MERCATO
IN "BOLLA"
- QUELLO
DELLE AZIONI,
E UNO CHE
NON LO ERA -
QUELLO DELLE
OBBLIGAZIONI
- MENTRE OGGI
ENTRAMBI I
MERCATI SONO
IN "BOLLA"*

La classe di attività finanziaria più importante sono le obbligazioni, perché sono un'attività in sé, e perché sono il fattore di sconto di tutte le altre classi di attività. La differenza tra la crisi del 2000, del 2007, e di oggi è il livello dei rendimenti dei titoli di Stato.

Nel passato recente, con i livelli massimi delle azioni, i rendimenti erano normali: 5% negli Stati Uniti e 3,5% in Germania, rispetto al 1,5% e meno di 0% di oggi. Nel 2000 e nel 2007 si poteva, infatti, osservare con relativo distacco l'elevato livello dei corsi azionari, perché il livello dei rendimenti obbligazionari era sufficientemente alto da consentire di passare dal reddito variabile a quello fisso per coprire i rischi. Oggi il passaggio dal reddito variabile a quello fisso è rischioso, perché i rendimenti obbligazionari sono molto bassi o negativi. Il prossimo movimento dei prezzi delle obbligazioni sarà probabilmente al ribasso. Per dirla in un linguaggio più colorito, nel 2000 e nel 2007 avevamo un mercato in "bolla" - quello delle azioni, e uno che non lo era - quello delle obbligazioni - mentre oggi entrambi i mercati sono in "bolla". La bolla del mercato azionario è definita come un livello di prezzo superiore a quello che ci si può aspettare da un flusso ragionevole di dividendi scontati con rendimenti normali. Bolla obbligazionaria significa un livello dei rendimenti che non può essere giustificato, una volta che la crescita economica e l'inflazione diventano normali.

In quale dei due mercati in bolla si dovrebbe restare? Se il mercato azionario scende per ragioni proprie, i mercati obbligazionari rimangono stazionari. Se però il mercato obbligazionario scende, scende anche quello delle azioni. In caso di un aumento dei rendimenti obbligazionari (ossia, di discesa del prezzo delle obbligazioni) abbiamo così un quadro diverso. Se i prezzi delle obbligazioni scendessero, i rendimenti aumenterebbero, aumentando il fattore di sconto delle azioni, il che farebbe scendere anche loro. In questo caso, "cash is king".

4.2 Cenni sui mercati: del riesumare la crescita

La preoccupazione non è l'inflazione nel campo dei beni e servizi, ma l'inflazione nel campo delle attività finanziarie. Le azioni, le obbligazioni e gli immobili sono costosi. Inoltre, in molti paesi il debito delle famiglie non è stato ridotto in misura sufficiente. Se si continua a sostenere i prezzi delle attività attraverso tassi bassi, o addirittura negativi, e se continuano le politiche di acquisto di obbligazioni (se le banche centrali perseguono le politiche attuali), ecco che si spingerebbe al rialzo i prezzi delle attività finanziarie a un livello lontano dai fondamentali. Una politica che prima o poi porta a una crisi, perché i prezzi degli asset a quel punto scenderebbero cercando una base che li sostenga.

Come possiamo riportare la crescita economica ed evitare le bolle? La crescita non può essere bassa, perché chi lavora dovrà mantenere una popolazione sempre più invecchiata, cioè chi lavora dovrà finanziare una spesa maggiore per pensioni e assistenza sanitaria. Come rilanciare allora una crescita elevata? Secondo alcuni c'è una "mancanza di domanda", e quindi propongono più spesa pubblica, secondo altri c'è una "mancanza di offerta", e quindi propongono una liberalizzazione del mercato dei prodotti e del lavoro.

Se gli imprenditori non si fidano, non investono e non assumono, il costo del denaro diventa meno importante delle aspettative sulla domanda effettiva. Ne consegue che il costo del denaro, anche se nullo, diventa meno importante. Lo stesso vale per le famiglie. Esse tornano a consumare solo se pensano che in futuro avranno un reddito più alto. Ed ecco che nasce l'idea che, in un mondo travolto dall'incertezza sul futuro, deve agire chi ha orizzonti di lungo periodo, e non ha (quasi) vincoli finanziari: la spesa pubblica. Lo stato spende più di quanto raccoglie in tasse generando una domanda aggiuntiva dal nulla.

Si può sostenere che il deficit della spesa pubblica, una volta assolto il compito di rilanciare l'economia, cessa? La spesa pubblica crea nuovi interessi che vogliono essere mantenuti. Una maggiore spesa pubblica, anziché ciclica e funzionale ad appianare le variazioni dell'economia, diventa permanente. E un'economia ad alto debito è vulnerabile agli shock.

Se la spesa pubblica non fosse generica ma dedicata - come si farebbe con un programma di investimenti in infrastrutture - avremmo puntato il dito sulla mancanza di domanda.

*A PREOCCUPARE
NON È
L'INFLAZIONE
NEL CAMPO DEI
BENI E SERVIZI,
MA L'INFLAZIONE
NEL CAMPO
DELLE ATTIVITÀ
FINANZIARIE*

La spesa pubblica in infrastrutture ha anche il vantaggio di avere un elevato moltiplicatore, ovvero genera un reddito superiore all'esborso iniziale. Con il mercato dei prodotti e della manodopera liberalizzato le innovazioni dovrebbero espandersi rapidamente. In tal modo, avremmo puntato il dito contro le carenze di approvvigionamento.

4.3 Cenni sui mercati: gestioni attive e passive

*L'INVESTIMENTO
CHE RIPRODUCE
GLI INDICI È
MIGLIORE? NON
È COSÌ SEMPLICE
COME PUÒ
SEMBRARE*

La maggior parte dei gestori di fondi non batte gli indici. Detto altrimenti, chi non riproduce gli indici, perché preferisce certi titoli ad altri, raramente riesce a fare meglio. Dal che si deduce che tanto varrebbe puntare sugli indici. Gli ETF - Exchange Trade Funds - sono dei prodotti che riproducono gli indici, nel senso che investono esattamente come è la composizione di questi ultimi, e lo fanno con un costo molto contenuto. Gli investimenti che riproducono gli indici sono allora migliori? Non è così semplice come può sembrare.

Il titolo X sale, mentre il titolo Y scende, ed ecco che il primo pesa di più nell'indice e quindi è comprato, il secondo pesa meno e quindi è venduto, ed è l'automatismo degli investimenti negli indici che segue questo percorso. L'automatismo non è interessato al fatto che l'aumento e la caduta siano giustificati, perché segue il prezzo come la migliore delle informazioni. Detto in modo diverso, l'automatismo implica che i prezzi riflettono sempre i valori.

Nemmeno la strada opposta, quella di scegliere le società quotate non è semplice come sembra. Per battere gli indici si devono avere le migliori informazioni: la società X andrà bene, mentre Y male. Queste sono difficili da avere e da elaborare sistematicamente. Più precisamente, una volta si avrà ragione e un'altra torto, e i risultati alla fine si annullano. Anche supponendo che qualcuno abbia le migliori informazioni, dopo un po' di tempo tutti le avranno, e quindi il vantaggio iniziale verrebbe annullato. Quindi non solo si può sbagliare nella scelta delle scommesse ripetute, ma, anche se ci fosse un modo per fare meglio della media, si subirebbe l'effetto del processo di imitazione che elimina la performance più alta, che quindi diventa qualcosa di temporaneo.

4.4 Cenni sui mercati: oro e immobili

Se le azioni e le obbligazioni sono mal posizionate, potremmo considerare, in alternativa, un investimento in oro e immobili? L'oro è un'opzione, e il suo peso in un portafoglio non può che essere modesto, mentre l'investimento immobiliare di solito ha un peso elevato.

Perché l'oro dovrebbe coprire - come opzione - le eventualità negative? La volatilità dell'oro (la media delle deviazioni positive e negative dalla media) è stata tre volte la volatilità dell'euro nei confronti del dollaro. Se pensi che gli investimenti tradizionali possano andare molto male, allora, acquistando oro, godrai del vantaggio di poter acquistare una quantità tre volte inferiore alle valute che dovresti acquistare per avere lo stesso effetto. Ciò non significa che l'oro abbia un valore in sé, perché è più "reale" della carta moneta, emessa a discrezione della banca centrale, la cosiddetta moneta fiat. L'oro vale solo perché qualcun altro potrebbe comprarlo. Quindi abbiamo un valore soggettivo. L'oro non produce un reddito, come un dividendo, una cedola o una rendita. Quindi il suo prezzo non dipende da altri valori, ma solo dalla percezione di chi scambia: potremmo dire che il prezzo dell'oro non ha un vero fondamento.

Perché l'oro è così volatile? L'oro prodotto ogni anno (il flusso) è pari a una piccola percentuale di quello estratto dall'alba dei tempi (lo stock). La quantità di nuova offerta d'oro è rigida, quindi i cambiamenti nella domanda si scaricheranno violentemente (su e giù) sul prezzo. L'offerta rigida è all'origine della volatilità del prezzo dell'oro, che è la fonte del suo valore come opzione.

La prima casa può essere di proprietà e quindi i suoi abitanti non pagano l'affitto. Il valore della casa allora è il flusso dell'affitto (evitato) scontato da un tasso adeguato. L'investimento immobiliare funziona se vendi la tua casa ad un prezzo più alto di quello pagato. A quel punto però devi cercare una nuova casa, ma, se i prezzi di tutte le case sono aumentati, non guadagni nulla, perché paghi di più la nuova casa: i guadagni emergono solo se vai a vivere in una casa peggiore, e che costa meno. Insomma, i guadagni immobiliari possono emergere solo sulle case dove il proprietario non abita. Immaginiamo che venga acquistata una seconda casa. Il proprietario riceve un affitto, come se fosse un dividendo o una cedola, in attesa di vendere quando il prezzo è cresciuto più del valore attuale del flusso degli affitti. Anche in questo caso non si può dire che il mercato immobiliare paghi l'affitto con la stessa certezza dei mercati finanziari che pagano dividendi e cedole, e, in ogni modo, non possiamo dire che è un mercato davvero liquido, se uno dovesse vendere.

*L'ORO È
UN'OPZIONE, E IL
SUO PESO IN UN
PORTAFOGLIO
NON PUÒ
CHE ESSERE
MODESTO,
MENTRE
L'INVESTIMENTO
IMMOBILIARE DI
SOLITO HA UN
PESO ELEVATO*

4.5 Nota sui nuovi sistemi di pagamento

Le nuove tecnologie hanno anch'esse un importante impatto sul settore bancario. Si può immaginare un futuro in cui le banche giochino un ruolo minore, laddove prevalga il denaro digitale, le transazioni finanziarie sono effettuate da società tecnologiche, e i mercati dei capitali che forniscono gran parte del credito. Fin qui tutto bene, ma...

*IL SETTORE
BANCARIO
OGGI SI
CONCENTRA
IN TRE O
QUATTRO
GRANDI
BANCHE NELLA
MAGGIOR
PARTE DEI
PAESI, PUR IN
PRESENZA DI
MOLTE BANCHE
PIÙ PICCOLE*

Il settore bancario oggi si concentra in tre o quattro grandi banche nella maggior parte dei paesi, pur in presenza di molte banche più piccole. Le piattaforme di pagamento *private* beneficiano degli effetti di rete – che sono degli effetti di economie scala. Gli effetti di rete sono maggiori di quelli delle banche tradizionali. Segue che il mercato può finire per concentrarsi in un numero davvero minuscolo di istituzioni.

Ciò potrebbe fornire ai governi, ma anche ad alcune imprese, una grande quantità di informazioni sui cittadini. I contanti non sono tracciabili, mentre il denaro digitale lascia una traccia. Il denaro digitale potrebbe – è un caso limite, ma vale la pena riflettervi – essere programmato per impedire che venga utilizzato per pagare ciò che il governo (o alcune imprese) ritengono che sia politicamente improprio.

Fonti:

Per le statistiche sul reddito e la ricchezza:

Thomas Piketty, *Le Capitale au XXIe siècle*, Editions du Seuil, 2013, e da Thomas Piketty, *Capital et idéologie*, Editions du Seuil, 2019.

Per ragionamento sul settore immobiliare:

J. Ryan-Collins, T. Lloyd, L. Macfarlane, *Rethinking the Economics of Land and Housing*, Zed, 2017

Per le statistiche sui mercati finanziari:

The rate of return on everything, 1870–2015 – Ò. Jordà, K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick, A.M. Taylor; Working Paper 24112: <https://www2.nber.org/papers/w24112.ero>

E. Dimson, P. Marsh, M. Stauton, *Credit Suisse Global Investment Return, Yearbook*, 2021

Per il ragionamento sulla demografia e le pensioni:

George Magnus, *The Age of Aging*, Wiley, 2012, Goodhart

Il profilo di una popolazione assai peculiare

02

Come potremmo fare
del bene al prossimo se tutti
non possedessero nulla?"

*Clemente d'Alessandria,
"Quis dives salvetur?"*

di Pier Marco Ferraresi

1. Alla ricerca di un *cluster*

Il settore del *Private Banking* presenta sfide proprie relative al livello di servizio richiesto, progressivamente più alto; alla concorrenza internazionale; alla formazione dei "client relations manager". A queste sfide legate alla complessità propria del settore, si è detto, occorre aggiungere una dimensione di proiezione verso l'esterno: vi sono ambiti nei quali il *Private Banking* può fare la differenza non solo sul portafoglio del cliente, ma sull'economia in generale e sulla società.

Uno degli obiettivi di questa ricerca è proprio quello di individuare la traccia dell'investimento del risparmio dei clienti "*private*" nel progresso dell'economia e della comunità, di determinarne il radicamento culturale e comportamentale, di cercarne le motivazioni, la risposta agli stimoli esterni e la relazione con gli operatori.

Abbiamo così selezionato per le nostre interviste un campione di 723 famiglie, rappresentativo della popolazione le cui caratteristiche patrimoniali (patrimonio finanziario pari o superiore ai 500 mila Euro) le rendono eleggibili per l'accesso ai servizi di *Private Banking*, di queste 401 hanno come referente principale una banca *private* (socio AIPB), le chiameremo, per brevità, "clienti *private*"; per 322, al contrario, il referente principale non è una banca AIPB: le chiameremo, per brevità, "clienti *private* potenziali"; l'insieme dei clienti *private* attuali e di quelli potenziali costituisce per noi la "popolazione *target* complessiva". Tutti i soggetti intervistati sono il responsabile principale delle decisioni economiche e finanziarie della famiglia¹.

¹ Ancorché in poco meno di un quinto dei casi per i clienti *private* e in poco più di un quarto per i clienti *private* potenziali, questo avvenga congiuntamente a qualche altro membro della famiglia.

LA NOSTRA
SPERANZA È DI
CONFERMARE
E CHE ESISTA
UN "CLUSTER"
DI SOGGETTI
ACCOMUNATO
ANCHE DALLA
PERCEZIONE
DELLA SOCIETÀ
E DALLE
POTENZIALITÀ
DI UN
IMPEGNO PER
MIGLIORARLA

Nell'ambito della popolazione *target* complessiva è stato anche effettuato un sovra-campionamento degli imprenditori titolari di imprese con 10 o più addetti al fine di renderne più rappresentativi i risultati, che sono poi stati ri-ponderati per riportarli alla popolazione generale del nostro campione: all'interno di tale campione gli imprenditori sono il 19,8 per cento, il 40,8 per cento è alla guida di imprese sotto la soglia dei 10 addetti, nessuna supera i 500 addetti.

Secondo le risposte dei nostri intervistati quasi i tre quarti della popolazione *target* complessiva hanno un patrimonio finanziario² inferiore al milione di euro, circa un quinto si colloca tra il milione e i cinque milioni, tra i cinque e i 10 milioni si colloca il 4,7 per cento, mentre i patrimoni superiori ai dieci milioni riguardano lo 0,2 per cento degli intervistati; i patrimoni oltre la soglia dei 5 milioni, peraltro, sono più presenti tra i clienti *private* potenziali (5,6 per cento contro il 4,4 per cento dei clienti *private*)³.

È naturale, volendo tracciare un quadro di una popolazione che promette di essere assai peculiare, partire indagandone il profilo sociale, culturale e demografico, e le relazioni con il referente finanziario.

La nostra speranza è di confermare e rafforzare l'idea, già emersa in alcuni studi precedenti⁴, che esista un "cluster" di soggetti accomunato non solo dalla rilevante ricchezza, ma da profili culturali che ne informino la percezione della società e delle potenzialità di un impegno per migliorarla.

² Ossia escludendo i beni immobili, i preziosi, altri beni rifugio, ecc.

³ In Italia le famiglie con una ricchezza finanziaria di almeno 500.000 euro sono circa il 2,6% e possiedono circa il 36% della ricchezza finanziaria totale. Il nostro campione è leggermente più orientato ai segmenti basso, medio e medio-alto della popolazione *target* complessiva e sotto-rappresenta i nuclei più ricchi: il 68% della ricchezza finanziaria del *target* di famiglie del Private Banking riguarda nuclei con patrimonio tra 0,5 e 5 milioni di euro (ossia il 95% delle famiglie benestanti). I nuclei con una ricchezza finanziaria superiore a 10 milioni sono circa l'1,3% e detengono il 16,5% della ricchezza totale (dati da "Rapporto sul Private Banking in Italia 2021", AIPB, Lug. 2021).

⁴ Oltre all'opera già citata si veda, a puro titolo esemplificativo, "Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese", Politecnico di Milano, AIPB, Intermonte, Quaderni di ricerca Intermonte, n° 4, gen 2020.

2. Età più elevata e formazione superiore alla media

La tabella 2.1 descrive il nostro campione per età e professione, è anche proposto un confronto con la popolazione generale dei correntisti italiani. La prima cosa che notiamo è che la nostra popolazione è in media più anziana rispetto alla popolazione generale dei correntisti: l'età media è superiore ai 58 anni, contro i poco meno di 53 della popolazione generale. Le differenze maggiori si riscontrano nella fascia d'età più giovane (tra 18 e 44 anni), che è decisamente sotto-rappresentata e nella fascia dei 65-74enni, che sono, al contrario, decisamente sovra-rappresentate. Da un lato appare evidente che, essendo il nostro campione selezionato sulla base della ricchezza, che è uno stock, il suo accumulo richiede tempo, il che riduce il peso delle fasce più giovani, che non la hanno ancora accumulata e non hanno ancora fatto in tempo ad ereditarla, da un altro lato, questo aspetto ha meno effetto sulle fasce intermedie (45-64 anni), che, se non hanno ancora finito

AGE	Overall target population	Man	Woman	≥1Mio financial assets	General population (*)
≤44	17,2	19,7	9,9	16,9	36,0
45/54	21,9	17,6	34,8	16,2	19,0
55/64	23,1	21,8	26,8	22,4	17,2
65/74	26,3	28,1	21	31,8	13,8
≥75	11,5	12,8	7,5	12,8	14,0
MEAN	58,55	58,77	57,88	59,32	52,6
JOB POSITION					
Entrepreneur	19,8	21,7	14,2	34,1	3,6
Freelancer - professional	23,2	22,5	25,1	16,3	8
Shopkeeper, craftsman, armer, other selfemployed profession	16,8	17,1	15,9	14	11,9
Manager	7,4	7,5	7	3	0,3
Official, quadro	4,4	3,8	6,4	4,7	-
White collar, teacher	4,1	2,6	8,6	1,7	21,2
Rentier	1,6	1,6	1,8	3,9	-
Housewife	1	-	3,9	1,3	2
Retiree	21,7	23,3	17,1	20,9	34

AGE AND OCCUPATION OF OVERALL TARGET POPULATION

(*) It is the general Italian population holding a current account, as defined in "Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani", Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.
Source - own calculations and, for the general population, quoted report, Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020

TABELLA 2.1

NONOSTANTE
L'ETÀ MEDIA
DEL NOSTRO
CAMPIONE
SIA PIÙ
ELEVATA E LA
PERCENTUALE
DEI 65-
74ENNI QUASI
DOPPIA, LA
PERCENTUALE
DI PENSIONATI
È PIÙ BASSA
RISPETTO ALLA
POPOLAZIONE
GENERALE

di accumulare ricchezza, hanno però in molti casi potuto ereditarla⁵, e anche sulla fascia più anziana, dove la mortalità comincia a diventare un fattore importante. Nelle fasce d'età intermedie le donne sono maggiormente presenti, mentre la loro incidenza è inferiore nella fascia più anziana e, soprattutto, in quella più giovane.

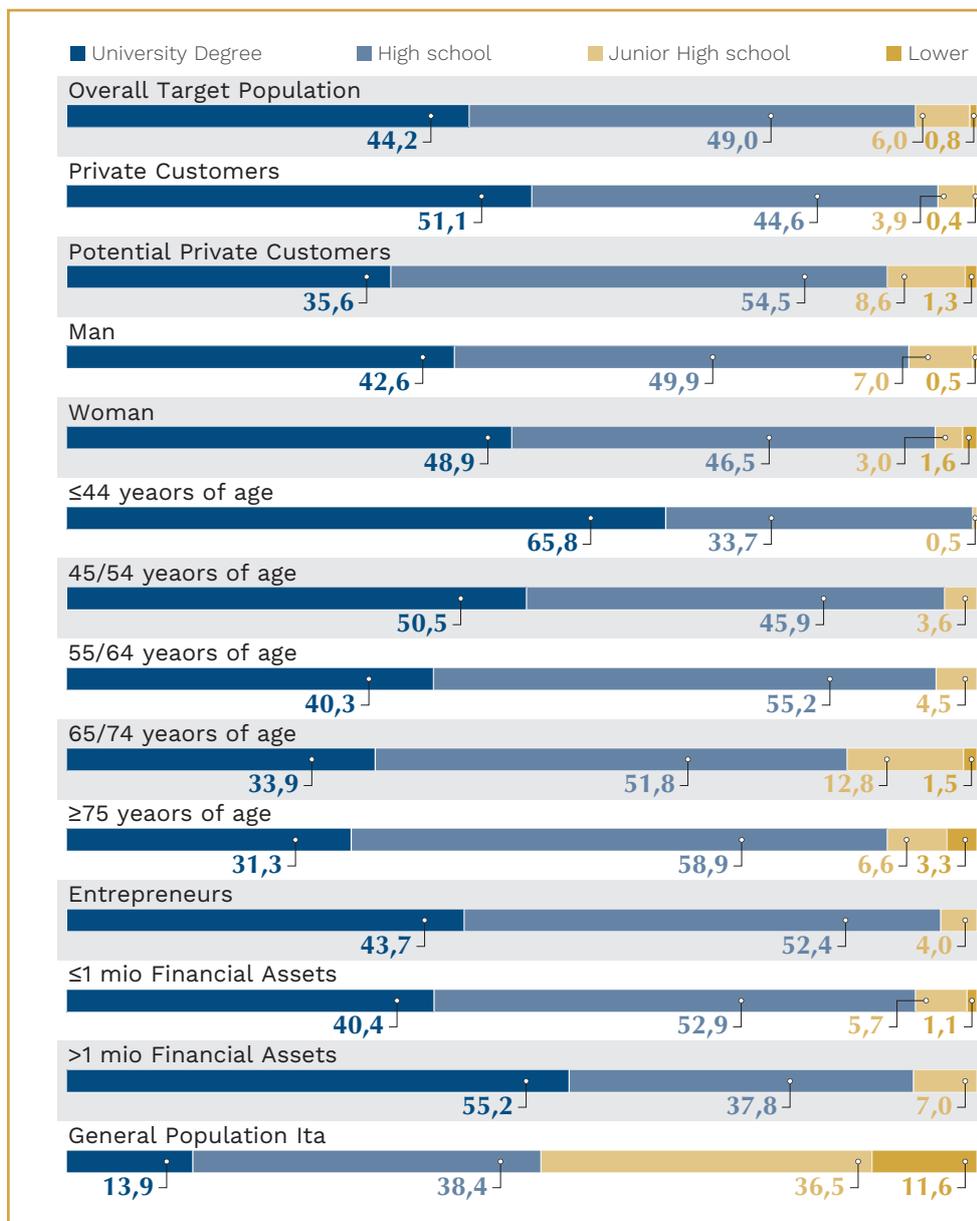
Sempre la selezione in base alla ricchezza è sicuramente l'origine delle differenze nella composizione professionale del campione rispetto alla media dei correntisti italiani: gli imprenditori, che sono meno del 4 per cento della popolazione generale dei possessori di conto corrente, costituiscono invece quasi un quinto del nostro campione, e oltre un terzo di chi ha un patrimonio superiore al milione di euro. I professionisti, i dirigenti e quadri messi insieme sono il 35 per cento dei nostri intervistati, leggermente più presenti tra le donne (38,5 per cento) e meno presenti nella fascia di patrimonio superiore al milione (24 per cento); anche in questo caso il campione della popolazione generale dei correntisti è molto diverso (8,3 per cento).

I "colletti bianchi" sono solo il 4 per cento della popolazione *target* complessiva e, ancorché più presenti tra le donne (8,6 per cento), sono molto distanti dalla popolazione generale, oltre un quinto della quale è un impiegato o un insegnante. È probabilmente scontato che tra chi ha patrimoni superiori al milione si collochi una percentuale di "rentier" non del tutto trascurabile (3,9 per cento), è, invece, più interessante notare che, nonostante l'età media del nostro campione sia più elevata e la percentuale dei 65-74enni quasi doppia, la percentuale di pensionati sia più bassa rispetto alla popolazione generale: poco più di un quinto contro oltre un terzo. Sembra evidente che la popolazione *private*, attuale o potenziale che sia, lasci il lavoro più difficilmente rispetto alla popolazione generale, fatto certamente in parte riconducibile all'incidenza quasi quadrupla dei professionisti e degli imprenditori.

La figura 2.1 traccia un ulteriore elemento di forte differenziazione del cluster della nostra indagine.

La nostra popolazione conta il 44 per cento di soggetti con un titolo universitario (laurea o superiore) e il 49 per cento che, pur non avendo un titolo universitario, ha almeno completato la scuola media superiore. La percentuale di laureati è più elevata tra i clienti *private* attuali rispetto a quelli potenziali (51,1 per cento contro 35,6%), raggiunge il 55 per cento tra chi ha patrimoni superiori al milione, ed è di

⁵ Con una speranza di vita media di circa 82 anni e un'età media al matrimonio intorno ai 34 anni (dati I.Stat, 2019), l'età alla quale si percepisce l'eredità è di circa 50 anni (si veda anche "La nostra eredità" in *Crédit Suisse Bulletin*, n°4, 2019).



EDUCATION

Source – own calculations and, for the general population, “Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani”, Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.

Dati in valori percentuali

FIGURA 2.1

quasi due terzi la proporzione di laureati tra i più giovani, con un andamento decrescente per età, che comunque vede anche tra gli ultra 74-enni il 31,3 per cento di laureati⁶.

Si tratta di dati decisamente diversi rispetto a quelli della popolazione genera-

6 L'andamento decrescente per età si ritrova anche tra la popolazione italiana, ma la scolarizzazione è decisamente più bassa per tutte le fasce d'età: nella fascia d'età fino ai 44 anni i laureati sono il circa il 24%, in quella degli ultra sessantacinquenni sono circa l'8 per cento (Istat, 2020).

Il dato riportato in figura è quello dell'“Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani” (Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi, 2020); non è, tuttavia, molto diverso da quello medio della popolazione italiana (Istat 2020), che vede circa il 16 per cento di laureati tra i maggiorenni, circa il 38 per cento con un diploma di scuola media superiore o professionale, circa il 46 per cento che ha un titolo inferiore o nessun titolo di studio.

le dei correntisti⁷, che ha un livello di scolarizzazione decisamente inferiore, con poco meno del 12 per cento che non raggiunge la licenza media e poco più della metà che ha un'istruzione universitaria o un diploma di scuola superiore, a fronte del 93 per cento dei clienti *private* attuali o potenziali.

È del tutto ragionevole ipotizzare che questa decisa superiorità dei percorsi formativi, unita ai cospicui patrimoni che il nostro campione si trova ad amministrare, si rifletta in un atteggiamento e in una consapevolezza del tutto peculiari nelle decisioni di risparmio e di investimento; queste saranno l'oggetto del capitolo 3 dell'indagine, ma fin da ora possiamo individuare alcuni elementi di profilo che confermano l'ipotesi e che suggeriscono la necessità di un rapporto con il referente finanziario diverso rispetto a quello riconducibile ai servizi offerti alla clientela "retail".

3 Una popolazione a sé per competenza finanziaria e propensione al rischio

La figura 2.3 sintetizza alcuni elementi utili a descrivere l'atteggiamento della nostra popolazione in relazione alle scelte di investimento.

Il primo elemento da notare è che oltre la metà degli intervistati (54 per cento) dichiara di avere un interesse elevato o molto elevato per l'informazione di natura finanziaria: questo è vero per tutte le categorie considerate, con la sola eccezione dei più anziani e della fascia dei 45-54enni, che registrano entrambe, comunque, un valore di circa il 49 per cento.

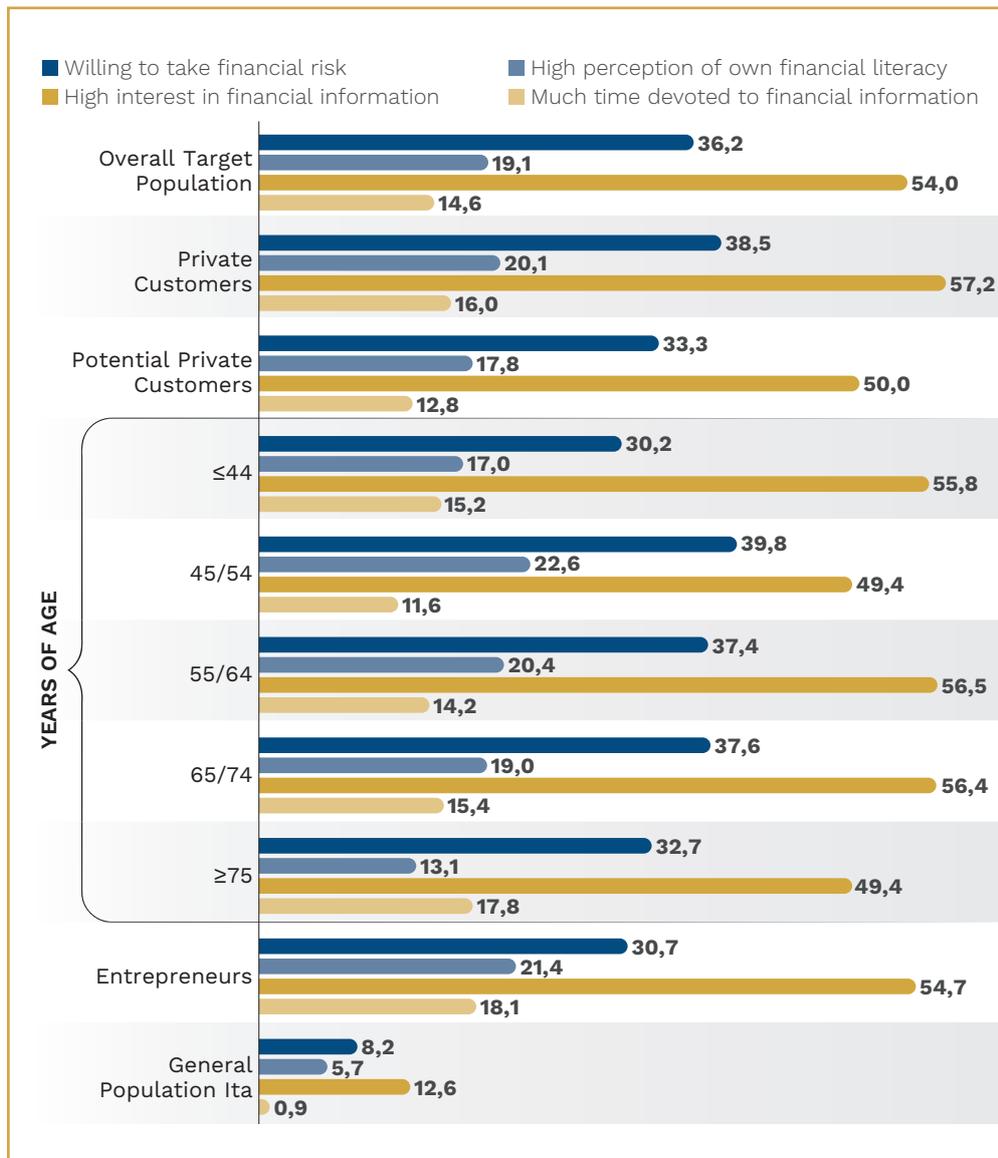
A tale dato non si accompagna una corrispondente disponibilità di tempo da dedicare all'informazione finanziaria, che è superiore alle due ore alla settimana⁸ per meno del 15 per cento del nostro campione, con valori leggermente superiori per gli imprenditori, per gli anziani e per i clienti *private* (rispettivamente 18,1; 17,8 e 16%). D'altra parte l'auto-valutazione della propria competenza finanziaria mostra un voto medio sufficiente⁹, ma meno di un quinto dei nostri intervistati ritiene di avere una competenza alta o molto alta. È di un certo interesse notare come l'analisi per età, a partire dai 45-enni mostri un andamento inverso

OLTRE LA
METÀ DEGLI
INTERVISTATI
(54%) DICHIARA
DI AVERE UN
INTERESSE
ELEVATO
O MOLTO
ELEVATO PER
L'INFORMAZIONE
DI NATURA
FINANZIARIA

7 Il dato riportato in figura è quello dell'"Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani" (Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi, 2020); non è, tuttavia, molto diverso da quello medio della popolazione italiana (Istat 2020), che vede circa il 16 per cento di laureati tra i maggiorenni, circa il 38 per cento con un diploma di scuola media superiore o professionale, circa il 46 per cento che ha un titolo inferiore o nessun titolo di studio.

8 "Molto tempo" corrisponde nella nostra ricodifica del questionario a coloro che hanno risposto di dedicare all'informazione sull'andamento dell'economia e dei mercati finanziari più di 120 minuti alla settimana.

9 Il voto medio che si danno i nostri intervistati è 4,4 in una scala da 1 a 7.



THE ATTITUDE ON FINANCIAL TOPICS

Source - own calculations and, for the general population, "Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani", Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.

Dati in valori percentuali

FIGURA 2.2

tra la propria auto-valutazione e il tempo dedicato all'informazione: mentre con l'età sale la percentuale di soggetti che dedicano molto tempo ad informarsi, scende quella di coloro che si valutano competenti o molto competenti, dal 22,6 per cento dei 45-54enni al 13,1 per cento dei più anziani; potremmo forse vedere la traccia di una progressiva acquisizione di consapevolezza della complessità dei problemi.

Oltre un terzo (36,2 per cento) degli intervistati presenta una propensione al rischio relativamente elevata, dichiara cioè una disponibilità alta o medio alta a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari pur di aumentarne il rendimento atteso. Il 38,5 per cento dei clienti *private* sono propensi al rischio, mentre tra i clienti *private* potenziali la percentuale è leggermente inferiore (33,3

*IL 38,5 PER
CENTO DEI
CLIENTI
PRIVATE SONO
PROPENSI
AL RISCHIO,
MENTRE TRA
I CLIENTI
PRIVATE
POTENZIALI LA
PERCENTUALE
È INFERIORE
(33,3 PER
CENTO).
IL VALORE PIÙ
ELEVATO (39,8
PER CENTO) SI
RILEVA TRA I 45-
54ENNI*

per cento). Il valore più elevato (39,8 per cento) si rileva tra i 45-54enni, mentre i valori più bassi (circa il 30 per cento) si rilevano tra i più giovani e tra gli imprenditori: considerando le fasce d'età successive a quella più giovane l'interpolante della relazione tra età e propensione al rischio è decrescente; ma il lettore potrebbe forse trovare curioso che i più giovani si mostrino meno propensi dei più anziani, così come curiosa potrebbe sembrare la bassa propensione degli imprenditori, che evidentemente sul fronte finanziario sono meno disponibili a correre rischi rispetto a quanto il loro ruolo richiede nell'economia reale.

In realtà le evidenze empiriche non sono univoche su tali punti¹⁰: benché in letteratura sia frequente l'ipotesi che la propensione al rischio sia indipendente dalla ricchezza, in realtà i dati spesso suggeriscono una relazione positiva, e questo può essere compatibile con valori più bassi nella fascia più giovane, mentre l'andamento decrescente con l'età per le fasce successive può essere anche legato al livello di scolarizzazione, che decresce con l'età e che è di solito associato a una maggiore propensione a rischiare: in sostanza l'età di per sé non sembra un fattore rilevante, quanto piuttosto una "proxy" dell'influenza di altri fattori. Per quanto riguarda gli imprenditori, il loro comportamento non è incoerente con la letteratura, nemmeno con quella teorica: i soggetti il cui reddito presenta maggiori incertezze tendono ad essere meno propensi al rischio e, in particolare, riducono l'esposizione ai rischi che possono evitare, come quelli finanziari. Un aspetto di sicuro interesse nel profilo, per così dire, di "atteggiamento finanziario" della nostra popolazione *target* è la netta separazione rispetto ai dati relativi alla popolazione generale dei correntisti: il grafico mostra due cluster decisamente separati, dove per la popolazione generale dei correntisti il mondo dell'investimento finanziario appare molto più distante, lungo tutte le dimensioni considerate, ancorché il ranking di tali caratteristiche sulla base della percentuale di soggetti non cambi: coloro che sono interessati all'informazione finanziaria si fermano al 12,6 per cento, e sono la percentuale più elevata; solo l'8,2 per cento è propenso al rischio finanziario, solo il 5,7 per cento ha una buona valutazione della propria financial literacy e meno dell'1 per cento dedica all'informazione finanziaria più di due ore alla settimana.

¹⁰ Si veda a tal proposito, per un'analisi empirica approfondita, Luigi Guiso, Monica Paiella, "Risk aversion, wealth and background risk", Banca d'Italia, Temi di discussione, n°483, 2003.

Questa ben definita peculiarità della nostra popolazione *target* è all'origine, ancor più delle differenze socio-demografiche rispetto alla popolazione generale dei correntisti, della necessità di un rapporto particolare con il referente finanziario: si tratta di una necessità che non solo è evidente dai dati, ma è anche chiaramente percepita dai soggetti che abbiamo intervistato. Il referente bancario o finanziario (gestore, banker o consulente) è considerato tra i due migliori "consiglieri" per le scelte di investimento dall'85,6 per cento della nostra popolazione¹¹, percentuale che non scende mai sotto l'80 per cento per nessuna delle sotto categorie che abbiamo indagato. Nella maggior parte dei casi (35,7 per cento) il nostro intervistato-tipo vede il proprio consulente una volta ogni 2-3 mesi, circa il 30 per cento del nostro campione ha contatti mensili, circa il 23 per cento ha contatti più frequenti (nell'8 per cento dei casi anche una volta alla settimana), i contatti sono annuali o anche più rari nell'11 per cento dei casi.

Ci è parso importante in questo quadro indagare il livello di soddisfazione per il rapporto con il referente finanziario principale, abbiamo così chiesto ai nostri intervistati, oltre al livello generale di soddisfazione, anche la loro opinione rispetto a otto indicatori: quattro che riguardano più da vicino il rapporto diretto con l'interessato, che abbiamo unito, nella figura 2.3, all'indicatore di soddisfazione generale, e quattro relativi ad aspetti più genericamente riferibili alla performance dell'istituzione di riferimento (figura 2.4).

La prima parte della figura racconta che la soddisfazione generale per il rapporto con il referente finanziario è decisamente elevata, con un saldo soddisfatti-insoddisfatti di +80,3%¹², il saldo è più elevato per i clienti *private* (84,3), è invece ridotto per i clienti *private* potenziali (75,3); in particolare il saldo relativo alla soddisfazione generale dei clienti *private* potenziali è molto più basso rispetto a quello della popolazione generale dei correntisti (85%)¹³, che è, al contrario, sostanzialmente in linea con quello dei clienti *private* effettivi.

Si tratta di una conferma del fatto che una relazione di tipo "ordinario" con la banca incontra le esigenze della popolazione media dei possessori di conto corrente, ma non quelle di coloro che, per entità del patrimonio e caratteristi-

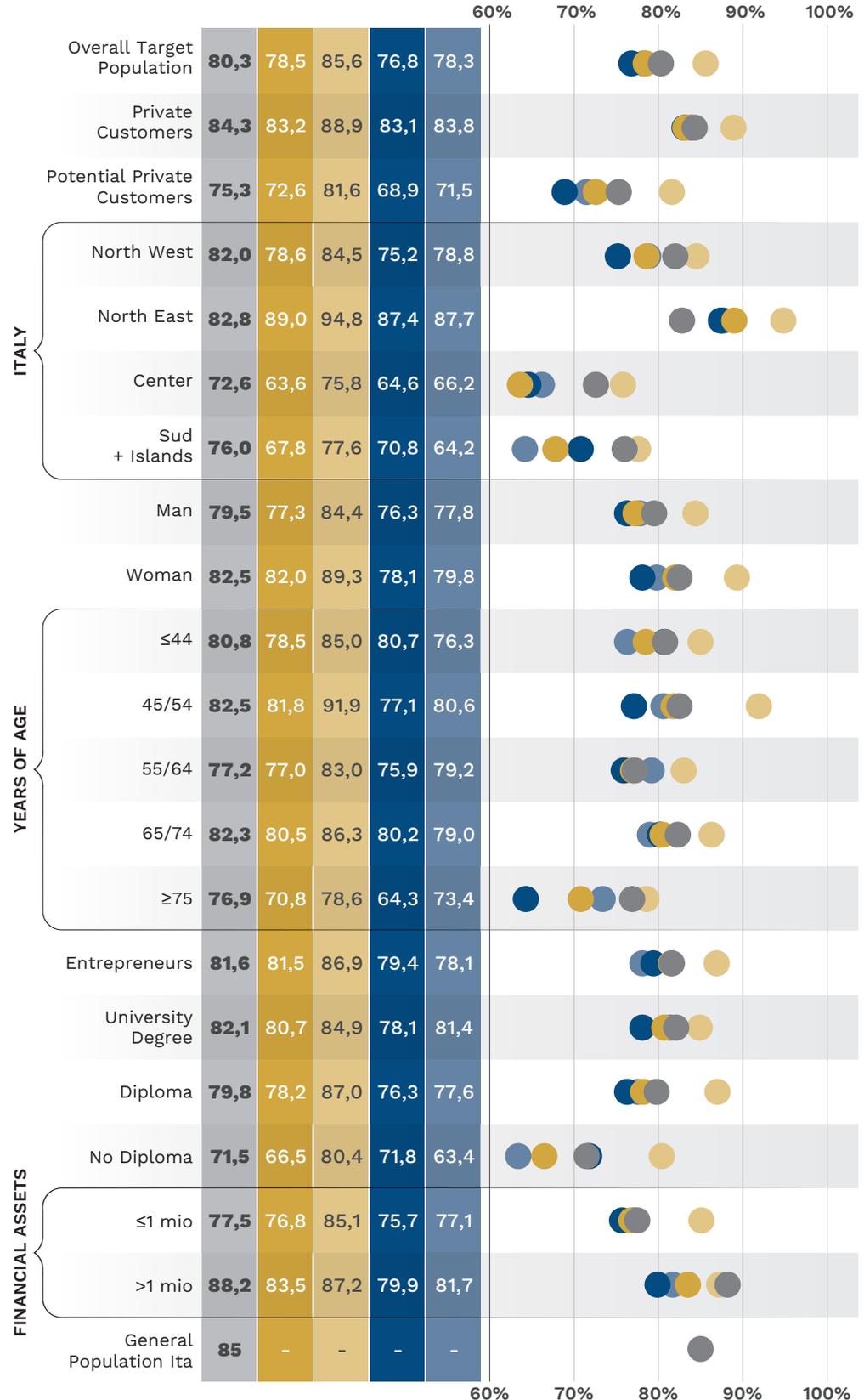
11 Di gran lunga più citato di tutte le altre figure considerate: il commercialista, l'avvocato, o altro professionista di riferimento sono collocati tra i due consiglieri principali solo nel 47,4% dei casi; il coniuge o un altro familiare nel 17,3%; tutte le altre figure non raggiungono il 10%.

12 Il saldo è calcolato come differenza tra i livelli di soddisfazione alta e molto alta e i livelli di soddisfazione bassa e molto bassa.

13 Per tale popolazione sono disponibili solo gli indicatori relativi alla soddisfazione generale e al *remote banking*, mentre non sono disponibili quelli relativi alle altre dimensioni del rapporto con il referente.

SATISFIED-UNSATISFIED BALANCE

■ General satisfaction
■ Investment proposals in line with goals/needs
■ Professionalism
■ Initiative and proactiveness
■ Timeliness of relevant information



GENERAL SATISFACTION WITH SOME RELEVANT ASPECTS OF THE RELATIONSHIP WITH THE FINANCIAL ADVISOR

Source – own calculations on current and historical AIPB data and, for the general population, “Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani”, Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.

Dati in valori percentuali

FIGURA 2.3

	2018	2019	2020	2021
GENERAL SATISFACTION				
Very high	21,8	28,8	21,1	24,7
High	53,5	52,6	52,1	55,7
Medium to high	20,5	15,9	23,7	18,4
Medium to low	3,6	2,8	2,6	1,1
Low	0,5	-	0,4	0,1
Very low	-	-	-	-
INVESTMENT PROPOSALS IN LINE WITH GOALS/NEEDS				
Very high	23,8	24,3	19,7	28,2
High	46,6	50,2	52,6	51
Medium to high	22,7	21,9	22,2	18
Medium to low	5,7	3,0	4,5	2,1
Low	0,9	0,5	0,9	0,5
Very low	0,2	-	0,1	0,2
PROFESSIONALISM				
Very high	32,4	36,6	28,4	43,1
High	47,1	49,5	50,7	43
Medium to high	15,1	12,4	17,6	11,7
Medium to low	3,6	1,6	2,5	1,8
Low	1,5	-	0,4	0,1
Very low	0,2	-	0,5	0,3
INITIATIVE AND PROACTIVENESS				
Very high	27,7	28,5	18,9	30,7
High	47	47	50,2	47,2
Medium to high	19,9	19,9	24,1	17,4
Medium to low	4,3	3,5	5,1	3,7
Low	0,8	0,9	1,2	0,6
Very low	0,3	0,1	0,5	0,5
TIMELINESS OF RELEVANT INFORMATION				
Very high	23	27,2	18,4	32,6
High	48,9	43,4	48,4	46,7
Medium to high	20,9	22,4	25,8	15,7
Medium to low	5,8	5,3	5,8	3,9
Low	0,7	1,7	1,5	0,7
Very low	0,6	-	0,1	0,3

che personali e della famiglia, dovrebbero essere assistiti da una banca *private*: quando lo sono la soddisfazione ritorna elevata.

Saldi inferiori alla media si riscontrano anche nel Centro-Sud Italia, tra i più anziani, tra chi ha patrimoni finanziari inferiori al milione di euro (contro un valore di 8 punti superiore alla media per chi ha patrimoni più elevati) e tra chi ha un livello di istruzione più basso¹⁴: l'interpretazione di queste differenze, che pur si mantengono tutte entro i limiti di saldi decisamente positivi, non è agevole e qualche informazione in più può venire "spacchettando" la soddisfazione complessiva lungo le dimensioni del rapporto con il referente finanziario.

Vediamo così che i clienti *private* valutano molto bene la professionalità del banker (saldo +88,9 per cento), ma anche tutti gli altri aspetti vedono saldi decisamente elevati e concentrati vicino al valore di quello relativo alla soddisfazione generale; al contrario, i clienti *private* potenziali valutano meno bene la professionalità (+81,6 per cento), inoltre danno giudizi più dispersi e inferiori sugli altri aspetti, in particolare sull'iniziativa e l'atteggiamento proattivo del referente (+68,9 per cento), sulla capacità di fornire l'informazione rilevante al momento giusto (+71,5 per cento) e su quella di formulare proposte in linea con gli obiettivi e le esigenze del cliente (+72,6 per cento).

Questi ultimi aspetti, in effetti, sembrano essere i più critici per tutte le categorie che vedono saldi sulla soddisfazione generale inferiori alla media, e il tema si propone nuovamente se consideriamo l'evoluzione degli ultimi quattro anni (parte inferiore della figura).

Il livello di soddisfazione generale vede quest'anno circa l'80 dei soggetti che danno una valutazione elevata o molto elevata, si è tornati, cioè, dopo la "caduta pandemica" (73,2 per cento, il valore più basso del quadriennio), ai livelli del 2019 (81,4 per cento).

Benché tutte le dimensioni considerate presentino la caduta del 2020, gli andamenti sono differenziati e diversi da quello del giudizio generale.

*IL LIVELLO DI
SODDISFAZIONE
GENERALE VEDE
QUEST'ANNO
CIRCA L'80 DEI
SOGGETTI CHE
DANNO UNA
VALUTAZIONE
ELEVATA O
MOLTO ELEVATA*

¹⁴ Ancorché questi due aspetti possano essere correlati (fig. 2.1).

Per quanto riguarda la tempestività delle informazioni sulle novità relative alle scelte di investimento, il 2020 in effetti segna il minimo di un triennio di soddisfazione decrescente, mentre il recupero del 2021 è deciso, e porta i soddisfatti (o molto soddisfatti) al 79,3 per cento facendo ben sperare per un miglioramento futuro anche dei saldi lungo questa dimensione, che era tra le più critiche. Sul fronte della proattività del referente finanziario il 2020 ha interrotto la crescita dell'anno precedente, ma il 2021, anche in questo caso, segna un recupero riportando la soddisfazione su un andamento positivo, che vede i soddisfatti passare da circa il 70 per cento del 2018 a circa il 78 di quest'anno, l'area rimane, tuttavia, quella che registra la minore percentuale di soggetti soddisfatti; essa è preceduta, di poco, dalla valutazione sulla capacità di formulare proposte di investimento in linea con le esigenze del cliente, che vede il 79,2 per cento di soddisfatti, frutto, comunque, di una crescita decisa (erano circa il 70,4 per cento nel 2018). La "professionalità" del referente è in assoluto la caratteristica che registra la maggior percentuale di clienti soddisfatti, con valori che sono passati dal 79,5 per cento del 2018 all'86 per cento del 2021.

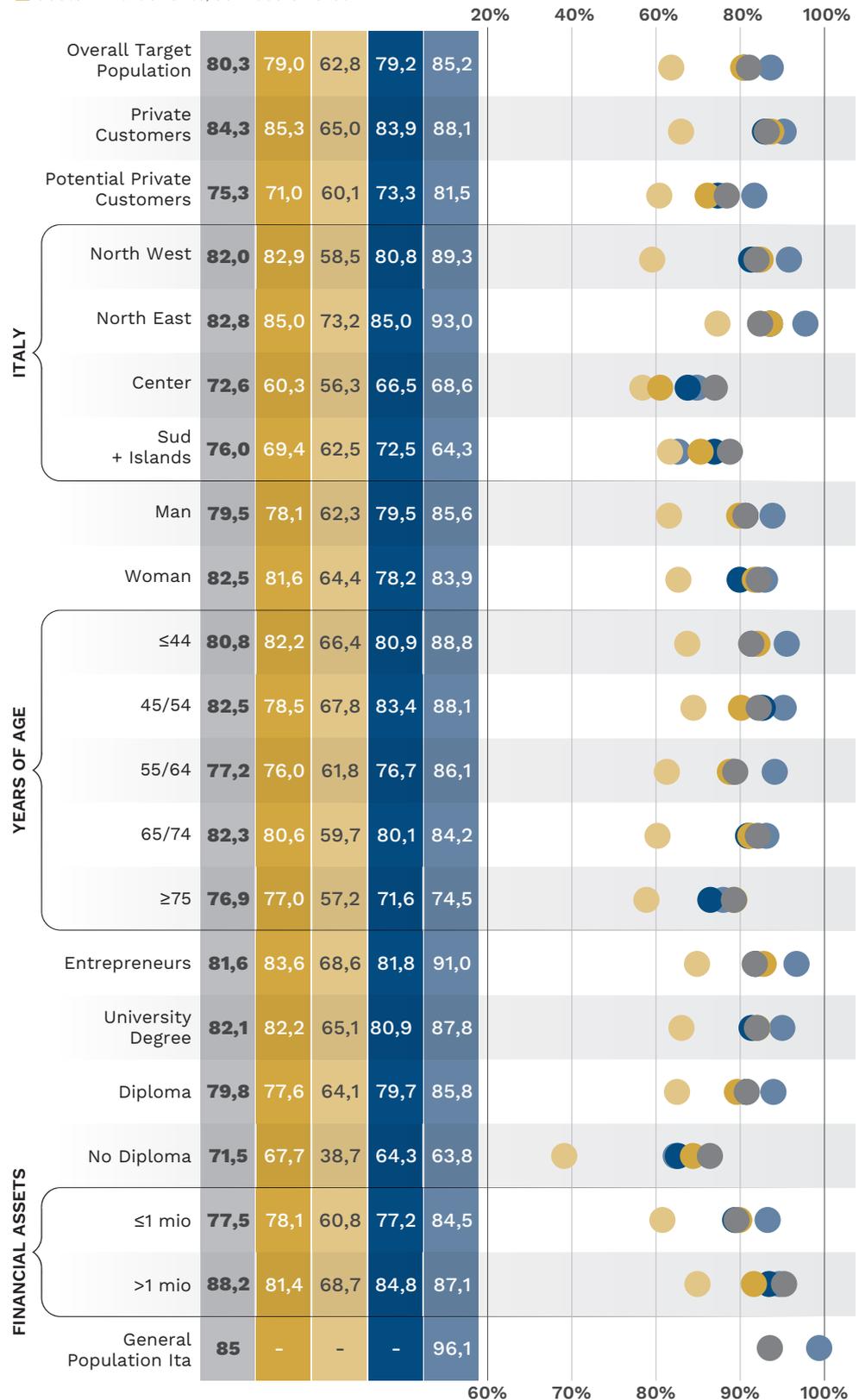
D'altra parte la professionalità del referente finanziario è necessariamente espressa nel perimetro più ampio dell'istituzione di riferimento, alla quale si riferiscono quattro delle otto dimensioni del rapporto banca-cliente (figura 2.4). Iniziamo questa volta con l'analisi dell'ultimo quadriennio: il 2020, l'anno della pandemia, ha segnato un arretramento marcato della percentuale dei soddisfatti e molto soddisfatti soprattutto in relazione al rapporto tra costi benefici del servizio, da circa il 65 a circa il 54 per cento, e in relazione all'ampiezza di gamma delle soluzioni proposte, da circa il 73 a circa il 71 per cento. Si tratta probabilmente di un dato legato alle difficoltà operative che la forzata chiusura ha imposto ai canali tradizionali di comunicazione tra banca e cliente, difficoltà che si sono forse saldate con la vulnerabilità percepita sul fronte del reddito e della ricchezza investita.

Un discorso diverso vale per la chiarezza e la completezza delle informazioni sull'andamento del mercato e, soprattutto, per i servizi di remote *banking*: in tali casi il 2020 coincide con l'inizio di un recupero dei livelli di soddisfazione calati tra il 2018 e il 2019. In particolare la percentuale di chi è soddisfatto della qualità dell'informazione rimane sostanzialmente costante a poco più del 71 per cento nel 2019 e nel 2020, dopo un calo di quasi tre punti rispetto al 2018 (73,8 per cento); i servizi di accesso remoto, hanno registrato una percentuale di soddisfazione sostanzialmente invariata tra il 2018 e il 2019 (poco superiore al 76 per cento), e in salita di 1,3 punti tra il 2019 e il 2020.

*LA PROFESSIONALITÀ
DEL REFERENTE
È IN ASSOLUTO
LA CARATTERISTICA
CHE REGISTRA
LA MAGGIOR
PERCENTUALE DI
CLIENTI SODDISFATTI*

SATISFIED-UNSATISFIED BALANCE

■ General satisfaction
■ The breadth of the offered products
■ Costs w.r.t. benefits/services offered
■ The quality of financial information
■ Remote banking



SOME RELEVANT ASPECTS OF THE RELATIONSHIP WITH THE BANK

own calculations on current and historical AIPB data and, for the general population, "Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani", Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.

Dati in valori percentuali

FIGURA 2.4

	2018	2019	2020	2021
GENERAL SATISFACTION				
Very high	21,8	28,8	21,1	24,7
High	53,5	52,6	52,1	55,7
Medium to high	20,5	15,9	23,7	18,4
Medium to low	3,6	2,8	2,6	1,1
Low	0,5	-	0,4	0,1
Very low	-	-	-	-
THE BREADTH OF THE OFFERED PRODUCTS				
Very high	25	23,3	21,5	29,8
High	47,7	49,9	49,1	49,9
Medium to high	19,8	21,5	22,8	16,6
Medium to low	6,1	4,1	5,3	3
Low	1,3	1,3	1	0,4
Very low	0,1	-	0,4	0,3
COSTS W.R.T. BENEFITS/SERVICES OFFERED				
Very high	29,8	18,1	14,3	21,8
High	49,9	48	40,1	42,8
Medium to high	16,6	24,3	35	28,7
Medium to low	3	5,3	7,6	4,8
Low	0,4	2,4	2,1	1,3
Very low	0,3	1,9	0,8	0,5
THE QUALITY OF FINANCIAL INFORMATION				
Very high	20,5	23,0	20,4	31,3
High	53,3	48,5	50,9	48,7
Medium to high	20	22,0	23,4	15,5
Medium to low	5,3	4,7	4,3	3,6
Low	0,5	1,8	1	0,6
Very low	0,4	-	-	0,3
REMOTE BANKING				
Very high	31,7	29,4	34,1	45,4
High	44,8	46,7	43,3	40,6
Medium to high	20,0	18,7	18,2	11,2
Medium to low	2,8	3,9	3,9	2,1
Low	0,7	0,9	0,3	0,6
Very low	0,0	0,3	0,3	0,2

L'ANALISI
DEI SALDI
SODDISFATTI-
INSODDISFATTI
TRA LE DIVERSE
CATEGORIE DI
INTERVISTATI
SI MUOVE IN
TERRITORIO
AMPIAMENTE
POSITIVO

La rilevazione di quest'anno mostra come la pandemia abbia accelerato alcune trasformazioni che hanno rafforzato il processo di miglioramento dei servizi offerti e condotto a un pieno recupero di un andamento crescente della soddisfazione della nostra popolazione *target*. L'emergenza è stata occasione per le banche per consolidare il rapporto con il cliente e accompagnarlo verso una maggiore digitalizzazione dei servizi rafforzandone la fiducia e cercando il giusto equilibrio tra accesso remoto ai servizi e contatto umano; questi sforzi hanno pagato, tanto che le banche tradizionali sembrano avere migliorato la loro posizione competitiva anche nei confronti degli operatori completamente digitali¹⁵. I nostri numeri confermano la tendenza anche per le famiglie ad elevato patrimonio, con una reale impennata della soddisfazione per i canali di accesso remoto, che guadagna circa nove punti tra il 2020 e il 2021 (da circa il 77 per cento di soddisfatti o molto soddisfatti a circa l'86 per cento); ma anche la capacità di veicolare un'informazione chiara e completa viene premiata, sempre di circa nove punti (da circa il 71 a circa l'80 per cento), non è difficile immaginare come una tale capacità sia fondamento del rafforzamento del rapporto di fiducia con l'intermediario.

L'analisi dei saldi soddisfatti-insoddisfatti tra le diverse categorie di intervistati si muove in territorio ampiamente positivo, ma con valori più bassi rispetto alle prime quattro dimensioni esaminate, mostrando come la "cornice aziendale" di riferimento possa in alcuni casi costituire un vincolo all'offerta di un livello di servizio che incontri pienamente la soddisfazione del cliente.

Non sorprende, forse, che il valore più ridotto dei saldi si riscontri nel giudizio sul rapporto costi-benefici dei servizi offerti: il saldo per il nostro campione nel suo complesso è +62,8 per cento, ma l'upgrade al mondo dei servizi *private* è un passo vantaggioso, visto che per i clienti *private* potenziali il saldo scende a +60,1 per cento, contro +65 per cento dei clienti *private* effettivi; anche gli imprenditori hanno un saldo migliore della media (+68,6 per cento). I soggetti meno istruiti sono quelli che valutano peggio questo aspetto (+38,7 per cento), seguiti, ma a distanza, dai più anziani (+57,2 per cento); in entrambi i casi, peraltro, potrebbe non essere azzardata l'ipotesi che la causa del problema non

¹⁵ Si veda, a tal proposito, Pasquale Ambrosio, "La customer experience ai tempi del Covid-19", MK, n.5, 2020; dove, peraltro, si fa anche notare come la transizione digitale sia stata favorita dalla normativa d'emergenza, come, ad esempio, nel caso della deroga temporanea alla forma scritta dei contratti bancari e finanziari. Sempre lo stesso autore prevede un modello futuro di banca che manterrà la componente umana soprattutto per i servizi ad alto valore e fortemente specializzati, mentre all'automazione saranno delegati gli altri aspetti della relazionale con il cliente. Certo, a parere di chi scrive, da un lato non sono del tutto chiari i limiti dell'intelligenza artificiale nell'erogare servizi anche complessi, dall'altro lato, e per contro, benché il percorso sia avviato, è forse necessario ancora qualche sforzo per costruire un rapporto di fiducia che consenta una decisa "disintermediazione umana".

sia nei costi in sé, quanto nella difficoltà di utilizzare appieno i servizi offerti¹⁶. L'aspetto con il saldo migliore tra soddisfatti e insoddisfatti è la facilità di accesso attraverso i canali remoti (+85,2 per cento), anche in questo caso troviamo valori più elevati della media (+88,1 per cento) tra i clienti *private* e valori più bassi (+81,5 per cento) tra quelli potenziali. Sul tema del remote *banking* è interessante notare come la popolazione generale dei correntisti abbia un saldo tra soddisfatti e insoddisfatti pari al 96,1 per cento: se escludiamo che questo sia dovuto a sostanziali differenze nelle piattaforme di accesso remoto messe a disposizione della clientela ad elevato patrimonio rispetto alla popolazione generale, possiamo ipotizzare che la ragione stia nel tipo di utilizzo richiesto da tale clientela, che forse trarrebbe vantaggio da servizi dedicati¹⁷. La chiarezza e completezza delle informazioni finanziarie sull'andamento del mercato e l'ampiezza di gamma delle soluzioni proposte si collocano in posizione intermedia, con saldi di circa +79 per cento. Anche in questo caso i clienti *private* hanno un deciso vantaggio con saldi rispettivamente di +83,9 e +85,3 per cento; in particolare sull'ampiezza percepita delle soluzioni finanziarie proposte il saldo soddisfatti-insoddisfatti di chi si rivolge a una banca *private* è di oltre 14 punti superiore rispetto al resto della clientela "eleggibile".

In buona sostanza la popolazione dei clienti *private*, o *private* potenziali, non solo differisce significativamente sotto il profilo socio-culturale dalla generale popolazione dei possessori di conto corrente; ma presenta anche un profilo del tutto peculiare in termini di interesse all'informazione finanziaria, di *financial literacy* e di propensione al rischio. Per conseguenza i giudizi espressi nei confronti del referente finanziario, sono più puntuali e più severi rispetto a quelli della popolazione generale. In tale quadro il fatto che le valutazioni siano comunque molto positive per i clienti *private* dimostra quanto un servizio dedicato sia necessario per venire incontro alle esigenze di chi deve gestire grandi patrimoni; d'altra parte sembra che spazi di miglioramento si possano trovare: essi riguardano certamente il rapporto con le persone di riferimento, ma forse ancora di più la necessità di ampliare il perimetro operativo costituito dalla "cornice aziendale" in cui si inserisce l'attività di *Private Banking*.

SUL TEMA
DEL REMOTE
BANKING LA
POPOLAZIONE
GENERALE DEI
CORRENTISTI
HA UN
SALDO TRA
SODDISFATTI E
INSODDISFATTI
PARI AL 96,1
PER CENTO

¹⁶ Per tali categorie, in effetti, sono relativamente bassi anche i saldi relativi agli altri aspetti del servizio, in particolare la chiarezza e completezza delle informazioni finanziarie sull'andamento del mercato e il remote banking.

¹⁷ Un servizio di accesso remoto più completo non è oggetto di questo rapporto, ma potrebbe meritare un supplemento di indagine.

Ci sembra necessario, a questo punto, indagare un po' più a fondo su quali siano gli argomenti di maggior interesse nel rapporto tra il cliente e il suo advisor, quali siano i servizi maggiormente utilizzati, la loro potenzialità di sviluppo e l'eventuale domanda latente di altri servizi: lo abbiamo chiesto direttamente ai nostri intervistati.

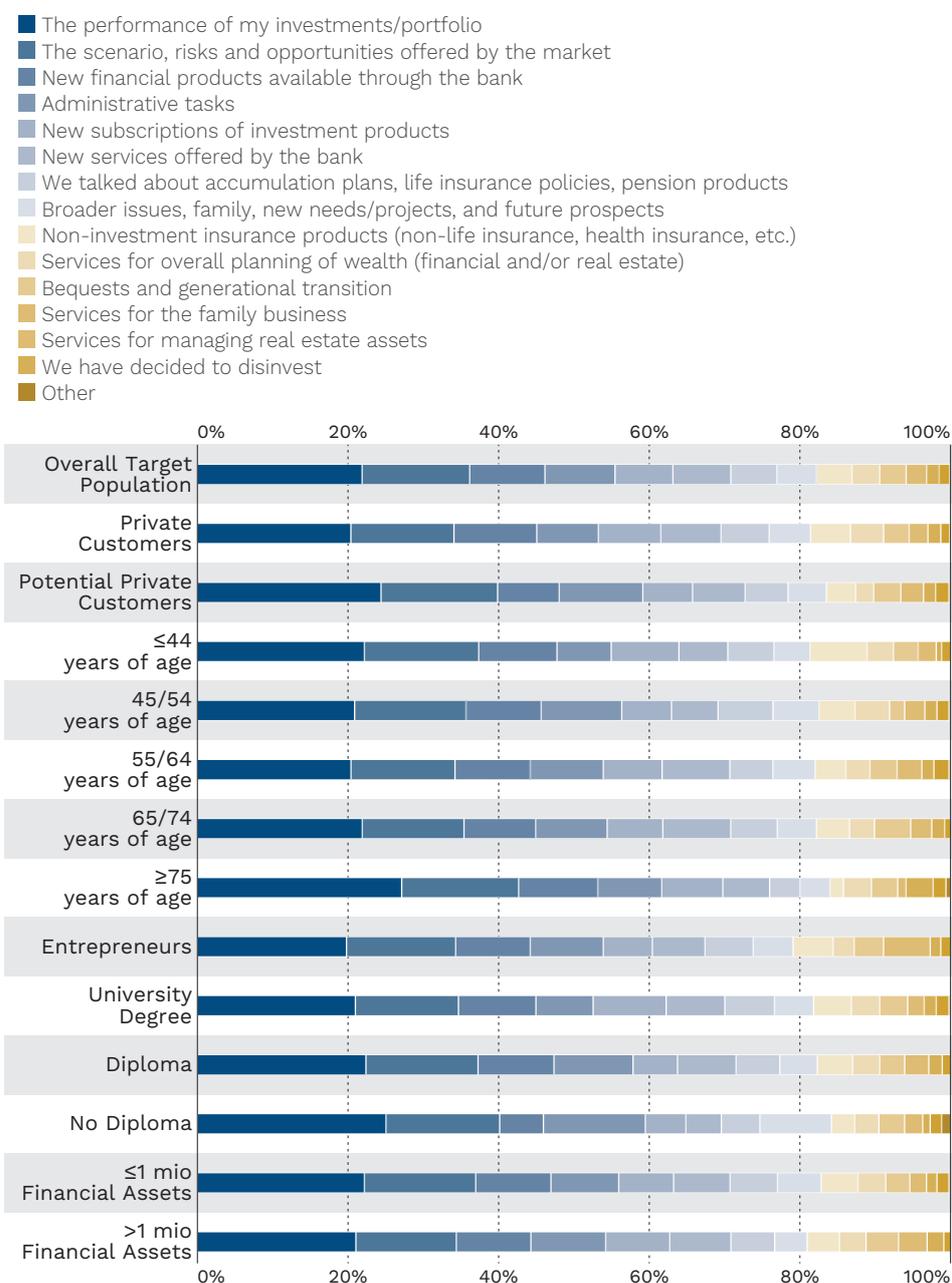
4. I servizi di una banca *private* costituiscono un evidente valore aggiunto

La figura 2.5 mostra quali sono gli argomenti principali oggetto di discussione tra i nostri intervistati e i consulenti della loro istituzione di riferimento: erano possibili più risposte e non è stato chiesto agli intervistati di ordinarle, abbiamo così riportato il valore a cento considerando come indicatore la percentuale complessiva con la quale ricorre una certa risposta sul totale delle risposte date (e non degli intervistati). Il metodo ci ha consegnato qualche sorpresa rispetto alla semplice considerazione delle percentuali sui rispondenti. L'andamento del portafoglio è, comprensibilmente, l'argomento più trattato, citato da quasi i tre quarti degli intervistati (74,8 per cento), vale il 21,9 per cento delle risposte complessive, anche se, in realtà, valori così elevati possono anche essere legati alle turbolenze finanziarie della pandemia, l'anno scorso, infatti, meno del 60 per cento del campione aveva trattato il tema. In ogni caso la percentuale sale quest'anno a quasi i quattro quinti tra i clienti *private* (79,2 per cento), tra i più giovani e tra chi ha patrimoni finanziari superiori al milione di euro (78,1 per cento in entrambi i casi); al contrario, se consideriamo, nel loro insieme, coloro per i quali il referente principale non è una banca *private*, la percentuale scende al 69,4 per cento, il valore più basso dopo quello dei meno istruiti (62,7 per cento): è evidente che le professionalità messe a disposizione dai servizi di *Private Banking* sono "metabolizzate" dalla clientela, e si traducono in una maggiore fiducia nella capacità del referente di essere un sostegno nelle scelte di portafoglio.

L'ANDAMENTO
DEL
PORTAFOGLIO È
L'ARGOMENTO
PIÙ TRATTATO,
CITATO DA
QUASI I TRE
QUARTI DEGLI
INTERVISTATI

Tuttavia il grafico mostra che il "peso" dell'argomento all'interno degli incontri con il referente finanziario è più elevato rispetto alla media tra i più anziani (27,1 per cento delle "citazioni"), tra i meno istruiti (25 per cento), e anche tra i clienti *private* potenziali (24,4 per cento); ma è più basso della media per i clienti *private* effettivi, per gli imprenditori (19,8 per cento) e anche, leggermente, per coloro che hanno un patrimonio finanziario superiore al milione di euro. Questi risultati sono solo apparentemente contrastanti e ci dicono che il dialogo di alcune categorie di soggetti con il proprio referente finanziario: in par-

tiolare i clienti *private*, gli imprenditori, i più ricchi, è più diversificato rispetto alla media, sicché tali soggetti, che pur in gran maggioranza chiedono consiglio sul proprio portafoglio, chiedono anche al loro consulente e all'istituzione di riferimento di essere di aiuto su uno spettro più ampio di problemi.



MAIN TOPICS DISCUSSED WITH OWN FINANCIAL ADVISOR
 own calculations on current and historical AIPB data and, for the general population, "Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani", Intesa Sanpaolo and Centro Einaudi, 2020.

Percentages w.r.t. total quotations, multiple answers allowed

FIGURA 2.5

Un discorso in tutto analogo vale per il tema, peraltro assai correlato al precedente, dell'analisi di scenario in termini di rischi e opportunità offerte dal mercato, che è il secondo "più pesante" nel dialogo con il proprio referente finanziario e vale in media il 14,3 per cento delle citazioni: anche in questo caso il peso è superiore alla media (15,5 per cento) per i clienti *private* potenziali e per i più anziani, così come per i meno istruiti (15,1 per cento); per gli imprenditori il peso (14,5 per cento) è sostanzialmente pari a quello medio. Nuovamente, e per le stesse ragioni, il quadro è capovolto se si considerano le percentuali sui rispondenti¹⁸.

I clienti *private* sono particolarmente disponibili ad esaminare novità nell'ambito dei prodotti finanziari offerti dalla banca: si tratta del terzo argomento di "conversazione" in ordine di importanza; nella media del campione conta per il 10 per cento delle citazioni, la variabilità non è molta tra le categorie, ma il peso dell'argomento sale all'11 per cento per i clienti *private*, il valore più elevato tra tutte le categorie considerate, e si ferma all'8,2 per cento per quelli potenziali (il valore più basso, fatta eccezione per il 5,8 per cento tra chi non ha concluso la scuola superiore). A questa "curiosità" sulle novità in campo finanziario si affianca anche una maggiore disponibilità alla sottoscrizione di prodotti finanziari, legata probabilmente anch'essa al particolare rapporto di fiducia con il referente: tale attività pesa in media l'8,3 per cento tra gli argomenti trattati dai clienti *private* con il loro banker, mentre il peso è solo del 6,6 per gli altri¹⁹; peraltro le nuove sottoscrizioni trovano una posizione di rilievo nel bilancio complessivo degli incontri con il referente anche per altre categorie, in particolare i più istruiti (9,7 per cento), i più giovani (9 per cento) e i più ricchi (8,5 per cento).

LE INCOMBENZE
AMMINISTRATIVE,
NEL RAPPORTO
CON IL
REFERENTE,
PESANO IN MEDIA
QUASI QUANTO
I DISCORSI SUI
NUOVI PRODOTTI
FINANZIARI

Le incombenze amministrative, nel rapporto con il referente, pesano in media quasi quanto i discorsi sui nuovi prodotti finanziari (9,3 per cento) per la nostra popolazione *target* complessiva, e probabilmente l'impegno richiesto per svolgerle aumenta con il ridursi del livello di istruzione, sicché arrivano a pesare il 13,5 per cento delle citazioni dei soggetti meno scolarizzati. D'altra parte accedere a un servizio di *Private Banking* sembra essere un vantaggio anche su questo fronte, giacché il peso scende all'8,2 per cento, contro l'11,1 per cento (anche in questo caso il valore più alto dopo quello dei meno istruiti) per chi non è cliente *private*.

La maggior ampiezza di argomenti di cui si è detto a proposito della popolazione

¹⁸ Il tema è affrontato da circa il 53 per cento dei clienti *private* e dal 54 per cento degli imprenditori, contro circa il 44 per cento dei clienti *private* potenziali e dei più anziani e circa il 38 per cento dei meno istruiti (si rimanda alle tabelle in appendice per il dato completo).

¹⁹ Il tema è affrontato da circa il 53 per cento dei clienti *private* e dal 54 per cento degli imprenditori, contro circa il 44 per cento dei clienti *private* potenziali e dei più anziani e circa il 38 per cento dei meno istruiti (si rimanda alle tabelle in appendice per il dato completo).

private rispetto a quella *private* potenziale non riguarda solo l'interesse e la sottoscrizione di nuovi prodotti finanziari, ma anche i nuovi servizi offerti dalla banca, i piani di accumulo, le polizze vita e i prodotti pensionistici, le polizze assicurative non di investimento (ramo danni, ramo malattia, ecc.), i servizi per la pianificazione complessiva della ricchezza, sia essa finanziaria o immobiliare: tutti insieme questi argomenti contano per poco meno di un quarto delle citazioni, contro meno di un quinto per i clienti *private* potenziali.

I disinvestimenti pesano poco (in media 1,4 per cento, e non superano il 2 per cento in nessuna categoria), è però interessante notare che, in termini di percentuali sui rispondenti, quest'anno solo il 4,8 per cento del nostro campione dichiara di aver deciso, con il suo advisor, di disinvestire tutto o parte del portafoglio, contro quasi il 18 per cento dell'anno passato; al contrario, chi decide di fare nuove sottoscrizioni passa dal 20,8 per cento del 2020 al 26,2 di quest'anno: è forse contemporaneamente in parte una spiegazione dell'eccesso di liquidità che si è accumulata sui conti durante la pandemia²⁰, e in parte una buona notizia sempre sullo stesso fronte, visto l'incremento di chi decide di reinvestirla.

Tutti gli altri argomenti del nostro elenco (progetti e prospettive della famiglia, eredità e transizione generazionale, servizi per l'impresa di famiglia, gestione del patrimonio immobiliare) messi insieme pesano meno del 2 per cento nella conversazione tipo con il proprio referente, e questo vale sia per i clienti *private*, sia per le famiglie ad alto patrimonio nel loro complesso.

È assai probabile che per alcuni temi, per così dire, "non bancari", i nostri intervistati facciano ragionevolmente ricorso ad altri più specializzati professionisti, è per questo che dobbiamo capire quali siano effettivamente i servizi di maggior utilizzo o di maggior interesse tra quelli che una banca *private* mette (o potrebbe mettere) a disposizione della sua clientela (tabella 2.2).

Abbiamo diviso i servizi in due gruppi: il primo gruppo raccoglie quelli più direttamente connessi all'operatività di tipo bancario, il secondo gruppo raccoglie servizi addizionali, quasi forme di *brand stretching* o *brand extension*, che potrebbero essere di interesse per una clientela *private*.

*È ASSAI PROBABILE
CHE PER ALCUNI
TEMI, PER COSÌ DIRE,
"NON BANCARI", I
NOSTRI INTERVISTATI
FACCIANO RICORSO
AD ALTRI PIÙ
SPECIALIZZATI
PROFESSIONISTI*

²⁰ I depositi bancari dei residenti in Italia sono aumentati, tra febbraio 2020 e maggio 2021 (mese della nostra rilevazione) di circa 189 miliardi, portando il livello della liquidità di famiglie e imprese a 1.805 miliardi, circa il 109 per cento del PIL. Le imprese hanno probabilmente rinviato gli investimenti. Sulle famiglie hanno influito tre fattori: la riduzione delle occasioni di consumo a seguito delle limitazioni imposte dall'emergenza; l'incremento del risparmio precauzionale (due fattori che, insieme, hanno fatto crescere la propensione media al risparmio); infine bisogna appunto considerare la preferenza per la liquidità nelle scelte di portafoglio, anche questa causata presumibilmente dai bassi rendimenti e dall'incertezza sulle prospettive dei mercati finanziari, nonché, forse, sul futuro in generale.

Services for market operations									
		Pers. advisor ready to visit me	Experts on specific issues	Indep. trading without an advisor	Trading with the assistance of an advisor	Purchase of funds or asset management	Access to products with high minimum investment threshold (>=100.000 euros)	Identifying needs and building tailored financial solutions	
Total sample	Used	77,3	52,8	24,1	79,2	70,9	45,6	72,9	
	Pot.	10,8	26,6	26,8	7,3	11,8	16,9	10	
Priv. Cust.	Used	86,1	59	24,5	85,8	80,6	55,4	81,7	
	Pot.	7,8	24,9	27,9	5,5	8,6	13,6	8	
Pot. P.C.	Used	66,4	45	23,5	71	58,8	33,3	61,8	
	Pot.	15,7	29,5	25,3	10,1	17,1	23,7	13,3	
<= 44 years	Used	82,7	43,2	27,4	82,2	70,7	47,2	79,5	
	Pot.	9,3	44,7	34,1	6,1	16,6	20,2	8,1	
>74	Used	69,7	59,9	12,9	76	65,7	38	58,4	
	Pot.	8,6	9,9	12,9	6,7	7,2	8,1	12,7	
Entrepr.	Used	76,7	54,5	26,3	75,3	70	47,3	75,4	
	Pot.	12,6	22,8	23,6	9,8	13,7	20,1	11,9	
Univ. Degr.	Used	77,5	58,8	30,6	81	75,7	54,7	75,8	
	Pot.	13,2	21,1	29,3	5,6	11	13,9	10,1	
No dipl.	Used	70,7	48,5	11	76,9	63,8	27,7	61,6	
	Pot.	15,6	22,8	46,3	17,8	18,7	29	9,7	
> 1mio	Used	81,8	63,1	28,2	80,9	77	59	79,5	
	Pot.	8,7	20,4	38,6	8,4	10,7	10,8	6,5	
Additional services									
		Advice on the entire family budget	Educ. meetings on financial topics or products	Consulting on the generational transmission of my wealth	Asset protection services (trustees, insurance vehicles...)	Business consulting and services	Consultancy for real estate investments	Consult. for the evaluation of works of art	Lifestyle (tailored services and experiences)
Total sample	Used	55,9	21,9	36,4	46,8	30	35,7	13,8	21,2
	Pot.	11,5	64,7	52	21,5	21,3	35,3	60,2	55,3
Priv. Cust.	Used	63,9	26,7	39,6	56,6	37,2	39,1	18,1	30,1
	Pot.	11,5	56,8	52,5	20,7	13,7	40,9	57,7	44,3
Pot. P.C.	Used	45,8	16	32,4	34,6	21	31,5	8,5	10,1
	Pot.	11,6	81,1	51,3	23	38,1	26,6	66,8	95,8
<= 44 years	Used	57,5	20,1	18,1	44,4	29,1	39,2	13,3	24,1
	Pot.	9,5	102,6	134,3	25,5	32,2	55,4	63,2	89,1
>74	Used	52,3	20,5	42,7	39,2	20	30,3	23,3	14,3
	Pot.	0	33,1	35,3	22,3	19,3	37,3	24,3	32,2
Entrepr.	Used	60,3	22,8	34,8	55,8	49,6	34,8	9,9	26,3
	Pot.	9,1	61,8	61,9	15,7	24	42,4	94,7	40,1
Univ. Degr.	Used	62,8	27,6	40,5	51,9	34,4	40,9	19,9	29,9
	Pot.	10,2	46,1	43,9	24,5	25,4	42,6	53,6	41,8
No dipl.	Used	37,8	10,6	35,3	29,8	11,1	15,3	3	6,3
	Pot.	33,7	232,2	78,5	18,6	56,8	67,1	397,2	234,6
> 1mio	Used	63	29,3	47,1	55,8	38,6	41,2	20,7	30,6
	Pot.	8,2	54,4	29,6	19,7	18,4	26,5	53,7	37,7

**USED SERVICES
AND POTENTIAL
DEMAND
INCREASE**
own calculations

Dati in valori
percentuali

TABELLA 2.2

Per ciascun servizio abbiamo chiesto ai nostri intervistati se lo utilizzassero (o lo avessero mai utilizzato) o, nel caso non lo avessero utilizzato, se avessero intenzione di utilizzarlo in futuro, abbiamo così calcolato l'incremento potenziale di domanda espresso in percentuale della domanda attuale²¹.

Tra i servizi più propriamente bancari quello più utilizzato (79,2 per cento) è la negoziazione di titoli e strumenti finanziari con l'assistenza di un consulente, è dunque normale che il suo potenziale di crescita sia relativamente ridotto (7,3 per cento); al contrario, il potenziale di crescita più elevato si ritrova per la negoziazione autonoma (26,8 per cento), che è ad oggi il meno utilizzato tra i servizi (24,1 per cento). Questo vale in media, ma anche per tutte le categorie considerate, pur con intensità diverse: in particolare un valore decisamente più basso della media nell'utilizzo del trading indipendente si riscontra tra gli anziani (12,9 per cento), e tra i meno istruiti (11 per cento); tuttavia per i primi anche la potenzialità di crescita è ridotta, mentre per i secondi è quella più elevata tra tutte le categorie (46,3 per cento, che porterebbe gli utilizzatori a circa il 16 per cento).

A testimonianza della qualità dei servizi offerti dalle banche *private*, la negoziazione con l'assistenza di un consulente è molto più utilizzata dai clienti *private* (85,8 per cento) rispetto a quelli potenziali (71 per cento), e in qualche modo si accompagna al rapporto personale con un advisor disponibile a recarsi presso il cliente, utilizzato dall'86 per cento dei clienti *private* e solo dal 66 per cento dei clienti *private* potenziali: si tratta di una differenza che non verrebbe colmata neanche dalla piena espressione della domanda potenziale, che porterebbe all'utilizzo di un consulente per la negoziazione circa il 78 per cento dei clienti *private* potenziali e circa il 90 per cento di quelli attuali. La banca *private*, inoltre, sembra particolarmente efficace nell'identificare i bisogni e nel costruire soluzioni finanziarie personalizzate, visto che questo tipo di servizio è utilizzato da oltre i quattro quinti dei suoi clienti, contro il 62 per cento di coloro che non sono assistiti da una tale istituzione; anche i più ricchi, se sono considerati a prescindere dall'istituzione di riferimento si fermano al 79,5 per cento.

*A TESTIMONIANZA
DELLA QUALITÀ
DEI SERVIZI
OFFERTI DALLE
BANCHE PRIVATE,
LA NEGOZIAZIONE
CON
L'ASSISTENZA DI
UN CONSULENTE
È MOLTO PIÙ
UTILIZZATA DAI
CLIENTI PRIVATE
RISPETTO
A QUELLI
POTENZIALI*

²¹ L'incremento potenziale è dato dal rapporto tra il numero di soggetti che vorrebbero utilizzare il servizio non avendolo mai utilizzato e il numero di soggetti che lo utilizzano già (o lo hanno già utilizzato).

Una peculiarità dei clienti *private* è l'incidenza del risparmio gestito²², in cui impiegano (o hanno impiegato) parte delle loro sostanze l'80,6 per cento dei soggetti, con la potenzialità di arrivare a circa l'87 per cento; al contrario, tra le famiglie ad alto patrimonio che non hanno l'assistenza di una banca *private*, solo il 58,8 per cento ha investito in una forma di risparmio gestito, con la potenzialità di raggiungere circa il 69 per cento. Un'altra significativa differenza nell'investimento in risparmio gestito si verifica tra i più istruiti (75,7 per cento) e i meno istruiti (63,8 per cento): l'allocazione di portafoglio sarà il tema del prossimo capitolo, qui a chi scrive preme solo rilevare come la propensione ad affidarsi a un gestore professionale (così come si è visto per l'utilizzo di un consulente), sia probabilmente da un lato legata alla fiducia che la banca sa conquistare, dall'altro alla comprensione della complessità dei problemi, che cresce con il livello di istruzione.

Le famiglie ad elevato patrimonio potrebbero ragionevolmente essere interessate all'accesso a prodotti di investimento con elevata soglia di ingresso²³, e in effetti il 45,6 per cento del nostro campione ha utilizzato il suo referente finanziario per accedere a tali prodotti, con una potenzialità di un ulteriore incremento del 16,9 per cento, che porterebbe i sottoscrittori a superare la metà del campione (53,3 per cento). È normale che un maggior utilizzo si abbia per i soggetti più ricchi (59 per cento, che potrebbe diventare 65 per cento se si esprimesse la domanda potenziale); tuttavia, a prescindere dal patrimonio, anche in questo caso più della metà dei clienti *private* ha utilizzato questa possibilità: il 55,4 per cento, con una domanda potenziale tale da coinvolgere un ulteriore 7,5 per cento della popolazione; al contrario, solo un terzo di coloro che non sono assistiti da un *private* banker accede a prodotti ad alta soglia e, anche se la domanda potenziale si sviluppasse appieno, raggiungerebbero appena il 41 per cento.

SOLO UN
TERZO DI
COLORO CHE
NON SONO
ASSISTITI DA
UN PRIVATE
BANKER
ACCEDE A
PRODOTTI AD
ALTA SOGLIA

L'ultimo servizio che consideriamo fa, per così dire, da "ponte" tra il gruppo dei servizi "core" e quello dei servizi addizionali: si tratta della disponibilità di professionisti esperti su specifiche tematiche relative al patrimonio (pianificazione fiscale, passaggio generazionale, ecc.): poco più della metà del campione dichiara di averne fatto uso (52,8 per cento), con un potenziale di crescita della domanda del 26,6 per cento; il livello di utilizzo più elevato (63,1 per cento) si ha tra coloro che

²² Per "risparmio gestito" intendiamo il conferimento della gestione degli asset finanziari a un gestore professionale, che amministra le risorse all'interno del mandato ricevuto; rientrano in tale forma di risparmio i fondi comuni di investimento, gli ETF, i fondi immobiliari, le gestioni patrimoniali, ecc.

²³ Il questionario esplicita la soglia, indicando un investimento minimo di almeno 100 mila euro.

hanno patrimoni finanziari superiori al milione, peraltro con una buona potenzialità di crescita (20,4 per cento); anche in questo caso, pur quasi a parità di incremento potenziale della domanda, è decisamente superiore la diffusione del servizio tra i clienti *private* (59 per cento), rispetto a quelli *private* potenziali (45 per cento). In buona sostanza quasi tutti i servizi tipicamente "bancari" offerti alla clientela con elevato patrimonio sono ampiamente utilizzati da quasi tutte le fasce di popolazione considerate, con la sola eccezione del "trading indipendente", che trova una diffusione minore; inoltre la domanda potenziale è di solito più elevata laddove la diffusione del servizio è più bassa²⁴.

L'essere clienti *private* sembra avere almeno due decisivi vantaggi: in primo luogo facilita l'utilizzo di tutti i servizi "core" rispetto alla clientela che ha come referente un'istituzione di tipo diverso; in secondo luogo sembra avere un effetto quasi "culturale"; per nessun servizio, infatti, anche il pieno sviluppo della domanda potenziale è sufficiente ad avvicinare in modo sensibile le percentuali di utilizzo dei servizi espresse dai clienti di altri tipi di banca rispetto a quelli dei clienti *private* (figura 2.6). Se, dunque, la domanda (attuale e potenziale) di servizio espressa da chi non è cliente *private* è semplicemente più bassa, vuol dire che l'abitudine a servizi ad elevato standard, tipici di una banca *private*, stimola la fiducia nel proprio referente e anche la disponibilità o l'esigenza di affidare ad esso un maggior numero di aspetti della gestione della propria ricchezza. Il gruppo dei servizi addizionali, che esaminiamo più brevemente, presenta un'analogia e almeno due differenze rispetto a quello dei servizi "core".

L'analogia è nel maggior utilizzo dei servizi della popolazione *private* rispetto a quella *private* potenziale; le differenze riguardano in primo luogo un generale e marcato minor utilizzo di questi servizi rispetto a quelli tipicamente bancari, in secondo luogo sono maggiori le potenzialità di crescita della domanda, che in alcuni casi portano a più che raddoppiarla, segnatamente nei casi della popolazione più giovane e di quella meno istruita.

24 Questo in parte dipende dal fatto che sia espressa in termini relativi rispetto all domanda esistente e piccoli numeri, è ovvio, producono grandi variazioni relative, è però anche vero che l'attuarsi della domanda inespressa produrrebbe in molti casi una limitata convergenza nell'utilizzo dei servizi da parte di diverse categorie di intervistati.

Per la prima più che raddoppierebbero la domanda di incontri formativi su temi finanziari (+102 per cento) e quella di consulenza sulla trasmissione generazionale della ricchezza (+134 per cento) che partono entrambe, tuttavia, da bassi livelli: rispettivamente da circa il 18 per cento e da circa il 20 per cento di utilizzatori.

Anche la popolazione meno istruita sente l'esigenza di incontri formativi, la cui domanda più che triplicherebbe (+232 per cento), partendo però da una percentuale di utilizzatori inferiore al 10 per cento; su un fronte completamente diverso solo il 6,3 per cento dei meno colti utilizza servizi di "lifestyle"²⁵, valore non distante da quello di chi non fa riferimento a una banca *private* (10,1 per cento), ma molto diverso da quelli dei clienti *private* (30,1 per cento) e dal 30,6 per cento dei più ricchi; d'altra parte l'incremento potenziale di domanda è di circa il 235 per cento, che porterebbe l'utilizzo in linea con il 21,2 per cento della media complessiva.

²⁵ Con tale termine intendiamo servizi di svago ed esperienze personalizzati, accesso a eventi, prenotazioni e ospitalità in contesti esclusivi, ecc.

**DEMAND FOR
SERVICES BY PRIVATE
CUSTOMERS AND
POTENTIAL PRIVATE
CUSTOMERS**
own calculations

Percentage of
population using the
service

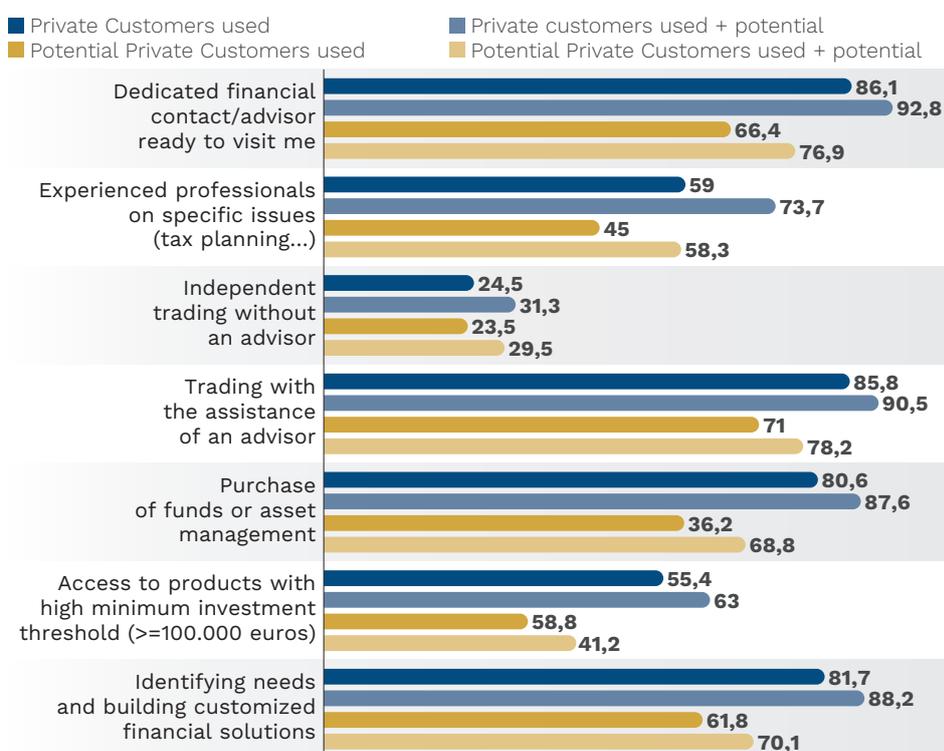


FIGURA 2.6

I tre servizi maggiormente utilizzati sono quelli di consulenza sulla pianificazione finanziaria del bilancio familiare (flussi finanziari, redditi, impegni economici), che è utilizzata dal 55,9 per cento della popolazione *target* complessiva, dal 63,9 per cento dei clienti *private* e dal 45,8 per cento di quelli potenziali; i servizi di tutela del patrimonio (protezione tramite fiduciaria o veicoli assicurativi), utilizzati dal 46,8 per cento in media, dal 56,6 per cento dei clienti *private* e solo dal 34,6 per cento degli altri; infine i servizi di consulenza sulla trasmissione generazionale della ricchezza, utilizzati in generale da meno del 40 per cento della popolazione, con l'eccezione dei più istruiti (40,5 per cento), dei più anziani (42,7 per cento), e dei più ricchi (47,1 per cento). Lo sviluppo della domanda potenziale probabilmente genererebbe una maggiore convergenza tra categorie di quanto non accada per i servizi "core", ma non riuscirebbe certamente ad avvicinare l'utilizzo complessivo dei servizi addizionali a quelli tipicamente bancari; tra gli stessi servizi addizionali il lettore avrà sicuramente notato che quelli più utilizzati hanno una connotazione fortemente operativa e, inoltre, sono relativamente vicini alle competenze di un consulente finanziario. Le famiglie ad alto patrimonio, clienti *private* o no, apprezzano sicuramente le opportunità offerte dall'istituzione finanziaria di riferimento; tuttavia, come si è già ricordato, si rivolgono probabilmente a professionisti specifici per le aree che non riguardano propriamente le scelte di investimento finanziario. Per conseguenza l'esperienza del *Private Banking* non dovrebbe essere tanto (o quanto meno non solo) quella di un "retail di lusso": puntare sul "core business" e ad essere un veicolo per avvicinare per quanto possibile le opzioni di investimento del cliente *private* a quelle dell'investitore professionale è certamente più coerente con i dati di profilo della popolazione oggetto della nostra indagine e, a parere di chi scrive, promette di attirare nell'orbita del *Private Banking* anche chi ad oggi è solo un "cliente potenziale".

*L'ESPERIENZA
DEL PRIVATE
BANKING NON
DOVREBBE
ESSERE TANTO
(O QUANTO
MENO NON
SOLO) QUELLA
DI UN "RETAIL
DI LUSSO"*

5. L'impatto della banca *private*

La nostra indagine è svolta su un campione di 723 famiglie, rappresentativo della popolazione eleggibile per l'accesso ai servizi di *Private Banking*; di queste 401 hanno come referente principale una banca *private* (socio AIPB), le abbiamo chiamate "clienti *private*"; per 322, al contrario, il referente principale non è una banca AIPB: le abbiamo chiamate "clienti *private* potenziali". Quasi i tre quarti delle famiglie del nostro campione hanno un patrimonio finanziario inferiore al milione di euro, circa un quinto si colloca tra il milione e i cinque milioni, tra i cinque e i 10 milioni si colloca il 4,7 per cento, mentre i patrimoni superiori ai dieci milioni riguardano lo 0,2 per cento degli intervistati.

Per tracciare il profilo di questa popolazione siamo partiti dalle caratteristiche sociali, culturali e demografiche, ne abbiamo quindi indagato le relazioni con il consulente finanziario e la banca di riferimento.

Siamo convinti che le famiglie ad elevato patrimonio rappresentino un "cluster" accomunato non solo dalla rilevante ricchezza, ma da profili culturali che ne informano la percezione della società e delle potenzialità di un impegno per migliorarla.

Sul fronte demografico, essendo il nostro campione selezionato sulla base della ricchezza, che è uno stock il cui accumulo richiede tempo, il peso delle fasce più giovani è ridotto; sempre la selezione in base alla ricchezza è l'origine delle differenze nella composizione professionale del campione che, rispetto alla media dei correntisti italiani, vede sovra-rappresentati gli imprenditori, i professionisti, i dirigenti e quadri.

La nostra popolazione ha un livello di istruzione decisamente superiore rispetto alla media dei correntisti, con il 44 per cento di soggetti con un titolo universitario e il 49 per cento che ha almeno completato la scuola media superiore.

Questa decisa superiorità dei percorsi formativi, unita ai cospicui patrimoni che il nostro campione si trova ad amministrare, si riflette in un atteggiamento e in una consapevolezza del tutto peculiari nelle decisioni di risparmio e di investimento, che suggeriscono la necessità di un rapporto con il referente finanziario diverso rispetto a quello riconducibile ai servizi offerti alla clientela "*retail*".

In particolare oltre la metà degli intervistati ha un interesse elevato per l'informazione finanziaria e oltre un terzo presenta una propensione al rischio relativamente elevata.

La nostra popolazione sotto questi profili è estremamente differente rispetto alla popolazione generale dei correntisti, per la quale il mondo dell'investimento finanziario appare molto più distante.

Il referente bancario o finanziario (gestore, banker o consulente) è considerato tra i due migliori "consiglieri" per le scelte di investimento da quasi il nove soggetti su dieci della nostra popolazione, e a tal proposito la rilevazione di quest'anno mostra come la pandemia abbia accelerato alcune trasformazioni che hanno rafforzato il processo di miglioramento dei servizi offerti e condotto a un pieno recupero di un andamento crescente della soddisfazione della nostra popolazione *target*. L'emergenza è stata occasione per le banche per consolidare il rapporto con il cliente e accompagnarlo verso una maggiore digitalizzazione dei servizi, sicché registriamo una reale impennata della soddisfazione per i canali di accesso remoto e per la capacità della banca di veicolare un'informazione chiara e completa: non è difficile immaginare come una tale capacità sia fondamento del rafforzamento del rapporto di fiducia con l'intermediario.

*L'EMERGENZA
È STATA
OCCASIONE PER
LE BANCHE PER
CONSOLIDARE
IL RAPPORTO
CON IL CLIENTE
DIGITALIZZANDO I
SERVIZI*

I SERVIZI NON
"CORE" PIÙ
UTILIZZATI
HANNO
COMUNQUE
UNA
CONNOTAZIONE
FORTEMENTE
OPERATIVA
E SONO
VICINI ALLE
COMPETENZE
DI UN
CONSULENTE
FINANZIARIO

La popolazione dei clienti *private*, effettivi o potenziali, date le sue ben chiare peculiarità esprime giudizi nei confronti del referente finanziario più puntuali e più severi rispetto a quelli della popolazione generale. In tale quadro, il fatto che le valutazioni siano comunque molto positive per i clienti *private* effettivi e meno per quelli potenziali dimostra quanto un servizio dedicato sia necessario per venire incontro alle esigenze di chi deve gestire grandi patrimoni; d'altra parte sembra che spazi di miglioramento si possano trovare: essi riguardano certamente il rapporto con le persone di riferimento, ma forse ancora di più la necessità di ampliare il perimetro operativo costituito dalla "cornice aziendale" in cui si inserisce l'attività di *Private Banking*.

Abbiamo così indagato quali siano gli argomenti di maggior interesse nel rapporto tra il cliente e il suo advisor, quali siano i servizi maggiormente utilizzati, la loro potenzialità di sviluppo e l'eventuale domanda latente di altri servizi.

In primo luogo è emerso come le professionalità messe a disposizione dai servizi di *Private Banking* siano "metabolizzate" dalla clientela, e si traducano in una maggiore fiducia nella capacità del referente di essere un sostegno nelle scelte di portafoglio; in secondo luogo i clienti *private*, gli imprenditori, i più ricchi, hanno un dialogo con il loro advisor che è più diversificato rispetto alla media: oltre al consiglio sul proprio portafoglio, essi chiedono anche al loro consulente e all'istituzione di riferimento di essere di aiuto su uno spettro più ampio di problemi.

In sintesi quasi tutti i servizi tipicamente "bancari" offerti alla clientela con elevato patrimonio, sono ampiamente utilizzati da quasi tutte le fasce di popolazione considerate, ma l'essere clienti *private* sembra avere almeno due decisivi vantaggi: in primo luogo facilita l'utilizzo di tutti i servizi "core" rispetto alla clientela che ha come referente un'istituzione di tipo diverso; in secondo luogo sembra avere un effetto quasi "culturale": l'abitudine a servizi ad elevato standard stimola la fiducia nel proprio referente e anche la disponibilità o l'esigenza di affidare ad esso un maggior numero di aspetti della gestione della propria ricchezza.

Considerando i servizi non "core", quelli più utilizzati hanno comunque una connotazione fortemente operativa e, inoltre, sono relativamente vicini alle competenze di un consulente finanziario. In sostanza le famiglie ad alto patrimonio, clienti *private* o no, apprezzano sicuramente le opportunità offerte dall'istituzione finanziaria di riferimento; tuttavia si rivolgono probabilmente a professionisti specifici per le aree che non riguardano propriamente le scelte di investimento finanziario.

Per conseguenza l'esperienza del *Private Banking*, a parere di chi scrive, non dovrebbe essere tanto (o quanto meno non solo) quella di un "*retail* di lusso": puntare sul "core business" e ad essere un veicolo per avvicinare per quanto possibile le opzioni di investimento del cliente *private* a quelle dell'investitore professionale è certamente più coerente con i dati di profilo della popolazione oggetto della nostra indagine.

Moltiplicare le possibilità di impiego della ricchezza delle famiglie dotate di patrimoni elevati significa anche abilitarne la funzione sociale, ed è forse questa una delle principali aree di impatto di una banca *private*: le direttrici lungo le quali tale impatto può manifestarsi sono legate alle possibilità offerte in termini di strumenti finanziari e alle preferenze delle famiglie, e saranno oggetto dei prossimi capitoli.

Diversificazione nella sicurezza: le scelte di Portafoglio

03

La prima regola è non perdere.
La seconda è non scordare la prima.

Warren Buffet

di Alessandro Stanchi

1. Un risparmiatore che osserva

Se si considera la percentuale delle entrate che è stata risparmiata dalle nostre famiglie durante l'anno 2020, in forma di denaro liquido o di depositi o di altri beni, il quadro che emerge mostra come il 2020 sia stato un anno in cui il risparmio ha subito una forte contrattura, in termini di proporzione sul reddito²⁶: il 57,61% dei rispondenti al questionario dichiara di aver risparmiato meno del 20% delle proprie entrate, mentre solo il 16,73% ha affermato di aver risparmiato di più. Questo valore è di poco inferiore se si osserva il dato considerando i clienti *private*, mentre i gli altri si posizionano al 58,93%, evidenziando una minore, seppur lieve, propensione al risparmio dei primi. Ancor più marcata è la differenza per le quote di risparmio superiori: qui i i clienti *private* che hanno risparmiato dal 30% al 50% del proprio reddito sono, in rapporto al totale dei i clienti *private*, circa il triplo della medesima quota relativa ai clienti *private* potenziali, e tale divario si amplia ancor di più per le quote di risparmio sopra il 50%, dove i clienti *private* sono, in quota sul proprio totale, più di cinque volte i loro omologhi che non hanno una banca *private* come referente principale. Per le medesime proporzioni di risparmio, una differenza che salta subito all'occhio è quella relativa al genere di appartenenza: gli uomini sono in misura percentuale maggiore sul loro totale, se si considerano basse quote di risparmio del proprio reddito, mentre ad alte percentuali di risparmio sul reddito le donne sono, in percentuale, di più.

²⁶ Per tutto il presente capitolo, si consideri che i rispondenti avevano anche la facoltà di non rispondere, così come alcuni, al momento, potevano non ricordare: di qui le apparenti discrepanze nella somma a 100 delle frequenze cumulate di un carattere.

**PERCENTAGE OF
INCOME SAVED
DURING THE
YEAR 2020.**

Dati in valori
percentuali

TABELLA 3.1

				M	F
less than 5% of annual income	17,59	17,48	17,72	18,76	14,09
5% to 9% of annual income	19,65	20,15	19,04	18,73	22,39
10% to 19% of annual income	20,37	18,92	22,17	19,83	21,95
20% to 29% of annual income	9,64	11,24	7,65	8,75	12,29
30% to 49% of annual income	5,3	7,51	2,53	4,77	6,84
50% and above of annual income	1,79	2,86	0,46	2,2	0,56
I don't know	11,8	8,17	16,31	12,27	10,39
I don't want to answer	13,87	13,67	14,12	14,68	11,48

Tale divario suggerisce che le donne riescano a risparmiare più delle controparti maschili, se si parla di quote medio-alte del reddito annuale, mentre gli uomini tornano ad essere più risparmiatori per quelle quote oltre il 50% del reddito. Considerando, invece, le fasce d'età, emerge un fattore già noto agli operatori, ossia il fatto che i più anziani risparmino una quota più alta del proprio reddito rispetto a quelli più giovani: anche qui, come nella distinzione tra sessi, emerge il dato in controtendenza di coloro che riescono a risparmiare più del 50% del reddito, che decresce con l'aumentare degli anni. Infine, l'ammontare complessivo del patrimonio pare essere determinante nella fascia di risparmio sotto il 5% del reddito, dove i risparmiatori a patrimonio basso (sotto il milione di euro) sono in percentuale quasi il doppio degli omologhi a patrimonio maggiore di 1 milione di euro: anche qui, l'aver capitali grandi è indicativo della capacità di risparmio ad alte quote del reddito, dove i milionari a risparmiare più del 50% sono 4,46%, a fronte di uno 0,87% dei "non-milionari". I dati mostrano un'alta predisposizione al risparmio se confrontata con la media nazionale per il 2021, che vede un risparmio medio di circa il 15% sul reddito disponibile²⁷.

²⁷ Fonte: Banca d'Italia, *L'Economia in Breve*, numero 10, ottobre 2021.

La motivazione all'origine dei capitali risparmiati vede una preponderanza del fattore volontario: il 60,07% dichiara di aver intenzionalmente risparmiato, a fronte di un 32,96% di operatori che si sono ritrovati con redditi, in qualche maniera, inspiegabilmente al di sopra delle spese. Tra i motivi volontari, spicca il fine precauzionale: quasi un terzo degli operatori ha messo denaro da parte per far fronte ad incertezze future, sino esse di vita o d'impresa, e, anche in questo frangente, sono le donne a risparmiare di più per questo motivo, rispetto agli uomini. Un certo stupore lo desta il 37,40% degli Imprenditori che dichiara di aver risparmiato per sicurezza: tale dato va quasi contro la narrazione comune che vuole tale figura come più propensa al rischio ai fini del profitto rispetto ad altre, cosa che viene moderata anche dalla bassa percentuale di capitani d'impresa (14,31%, con tassi più alti tra gli uomini, rispetto alle donne) che ha risparmiato per fini puramente "imprenditoriali", ossia l'accrescimento della propria ricchezza²⁸. Non solo, ma se si guarda al titolo di studio, ecco che appare un'altra caratteristica meno nazional-popolare: chi ha studiato di più è più propenso al rischio, rispetto all'essere imprenditore, come se lo studio desse un'intraprendenza che prescinde dalla propria attività di imprenditore²⁹. Ci si aspetterebbe un atteggiamento volto al profitto più nelle fasce d'età più giovani, rispetto a quelle anziane, ma i dati dicono una storia lievemente diversa: sono i più anziani a risparmiare per accrescere il patrimonio, con un aumento della quota sul totale crescente con le classi di età. Tutto ciò sarà anche confermato dalle tabelle sul patrimonio immobiliare, in cui si nota come le fasce più giovani siano interessate più ad investimenti immobiliari per la famiglia e la stabilità, rispetto alla ricerca del profitto. Un altro dato interessante è che i clienti *private* sono meno propensi al rischio degli altri, e in misura percentuale maggiore hanno conseguito risultati positivi, per così dire, inaspettati (37,23% a fronte di un 26,98%).

*UN CERTO
STUPORE
LO DESTA IL
37,40% DEGLI
IMPRENDITORI
CHE DICHIARA
DI AVER
RISPARMIATO
PER SICUREZZA*

²⁸ Questi dati confermano quelli di profilo del Capitolo 2, e anche in questo caso ricordiamo che i soggetti il cui reddito presenta maggiori incertezze tendono ad essere meno propensi al rischio e, in particolare, riducono l'esposizione ai rischi che possono evitare, come quelli finanziari.

²⁹ Ovviamente, le due categorie non sono mutuamente esclusive: si possono avere, ad esempio, imprenditori laureati (presenti in entrambe le colonne), così come non laureati che non siano capitan d'azienda (che non apparirebbero, quindi, in nessuna delle due categorie).

**MAIN REASON
FOR SAVING**

AIPB data

Dati in valori
percentuali

				M	F	Entrepreneur	Degree
Intentionally to make precise investments/ expenditures	16,2	15,65	16,96	15,43	18,32	17,7	15,89
Intentionally for precautionary reasons	33,03	30,25	36,92	32,18	35,39	37,4	30,18
Intentionally to increase assets	17,82	16,87	19,14	19,54	13,04	14,31	21,13
Unintentionally: our income was simply higher than our expenses	32,96	37,23	26,98	32,86	33,24	30,59	32,79

TABELLA 3.2

**MAIN TARGET WHEN
SAVING**

Centro Einaudi e Intesa-Sanpaolo, Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani, 2020

Dati in valori
percentuali

	Total	M	F
The return obtained in the short term (less than one year)	14,1	14,3	13,8
The security of not losing a significant part of the capital (for example: in the event of a financial crisis)	59,2	57,5	61,2
Liquidity (possibility of disinvesting in a short time, at low cost and without loss of capital)	12,5	14,2	10,4
The return obtained in the long term (5 years and more)	7,9	7,7	8,2
Does not indicate	6,4	6,3	6,4

TABELLA 3.3

Una tale visione è in linea con l'indagine nazionale che il Centro Einaudi ha condotto nel 2020 con Intesa-Sanpaolo, che prende in esame la generale popolazione dei correntisti, ai quali chiede quale sia l'obiettivo principale quando investono: i dati nella tabella 3.3 e in Figura 3.1 evidenziano una preponderante preferenza verso aspetti relativi alla sicurezza, piuttosto che al profitto, sia esso nel breve o nel lungo, con il 59,20% che investe per preservare il proprio capitale nel tempo (diventa il 61,20% delle donne, se si guarda al genere), con punte anche maggiori per particolari categorie professionali, come gli artigiani, tra i quali sono il 65,5% a risparmiare per paura del futuro.

Alla stessa domanda, i dati della nostra indagine indicano un risultato molto simile: non solo anche qui l'obbiettivo primario è preservare la ricchezza accumulata (ritorna sempre il tema della sicurezza, invece che il rischio per il profitto), ma anche le percentuali sono simili, con un 55,90% che investe per non trovare brutte sorprese future. Ciò che è interessante è la differenza tra clienti *private* e clienti *private* potenziali in merito alla quota di investitori che investono per un profitto nel medio-lungo periodo: i clienti *private* sono il 20,92%, mentre gli altri sono il 15,35% del loro totale, e tale differenza può portare a pensare che i clienti *private* siano più consapevoli delle possibilità di guadagno di medio e lungo periodo, e che abbiano un'attitudine al rischio (e al profitto) più elevata dei loro corrispondenti che non si rivolgono a un *private banker*.

In tema di finalità quando si investe, la motivazione principale è mutata nel corso di pochi anni: nel 2018, il 41,20% investiva per trasmettere il proprio patrimonio ai posteri (eredi, ad una causa, ad una Onlus), mentre nel 2021 il motivo più sentito è il mantenimento del tenore di vita, anche se una tale riduzione di attenzione ai posteri è da attribuire all'ultimo anno, passando da un 39% del 2020 al 28,40% del 2021. Contestualmente, cresce di poco nel tempo il desiderio di accrescere mera-

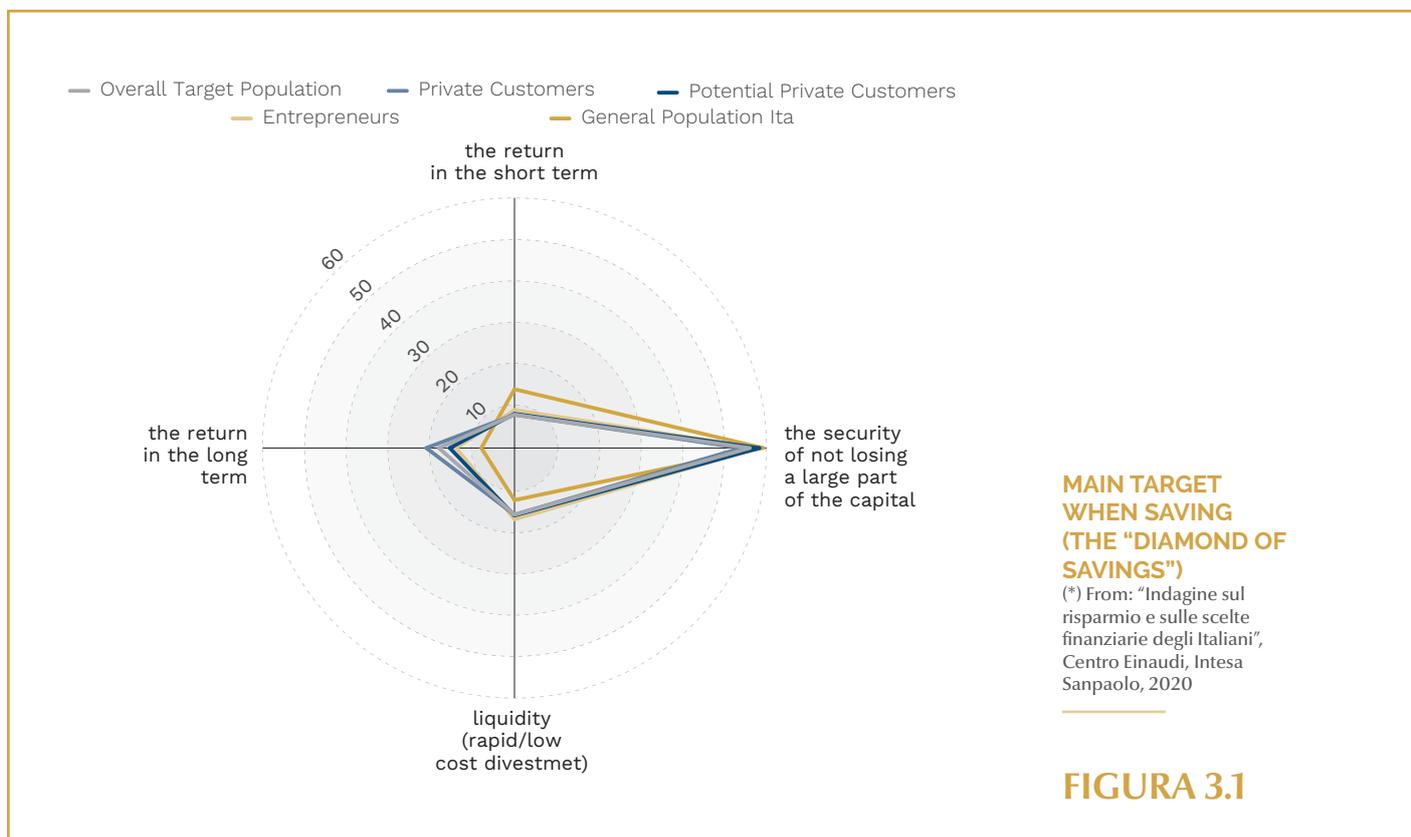


FIGURA 3.1

mente il patrimonio (da 22,50% nel 2018 a 27,30% nel 2021): si investe per uno scopo corrente, meno per l'accumulo futuro.

Un aspetto che interessa i gestori di portafogli è sicuramente il periodo di riferimento dei loro clienti, al fine di programmare le scelte d'investimento per loro conto: ebbene, nel giro di un anno si è passati da una maggioranza orientata al medio periodo (45,20%) ad una al lungo periodo (43,46%), con una marcata differenza se si considerano i clienti *private*, che sono più inclini al lungo periodo rispetto agli altri, i quali preferiscono un orizzonte di breve periodo. Il medio periodo è obbiettivo anche della maggioranza degli over 74 (gli unici ad avere le idee del tutto chiare sul se investire nel breve, nel medio o nel lungo), mentre il lungo periodo è il focus dell'età di mezzo, ossia quella della fascia 45-54, e della fascia degli under 44: il breve periodo pare essere uno scrupolo principalmente per la fascia 55-64, che è quella vicina all'età pensionabile. La crisi finanziaria prima, e pandemica poi, hanno cambiato le priorità degli investitori, che cercano prima di tutto sicurezza per sé, per il proprio patrimonio e per la famiglia, rispetto a vaghe lusinghe di profitto futuro.

**MAIN TARGET
WHEN SAVING
(AIPB data)**

				M	F
The return obtained in the short term (less than one year)	8,33	8,43	8,21	8,69	7,28
The security of not losing a significant part of the capital (for example: in the event of a financial crisis)	55,89	53,95	58,32	57,48	51,19
Liquidity (possibility of disinvesting in a short time, at low cost and without loss of capital)	15,92	15,67	16,23	15,59	16,9
The return obtained in the long term (5 years and more)	18,44	20,92	15,35	16,73	23,52
Does not indicate	1,41	1,02	1,89	1,51	1,1

TABELLA 3.4

**TIME PREFERENCE
FOR SAVINGS**

					≤44 years	45/54	55/64	65/74	>74
Short run	15,4	14,8	12,25	19,34	13,45	13,45	20,13	12,16	19,97
Long run	43,46	38,8	46,54	39,62	47,00	51,08	41,92	42,19	29,58
Medium run	38,85	45,2	39,24	38,37	35,09	33,54	35,32	43,79	50,45
I don't know	2,29	1,3	1,98	2,67	4,46	1,93	2,63	1,86	0,00

TABELLA 3.5

2. Il patrimonio immobiliare: una scelta sempre valida

Il risparmiatore che emerge dall'indagine risulta, quindi, per lo più concentrato sul medio periodo, con l'obiettivo di mettere al sicuro la propria ricchezza, e intenzionato (o capace) a risparmiare quote del reddito sotto il 30%, per lo più. Ad un profilo simile corrisponde un orientamento verso il settore immobiliare, considerato da sempre in Italia un investimento sicuro nel medio e lungo periodo, come illustrano i dati aggregati.

La nostra popolazione target, infatti, non considera solo investimenti nel mercato mobiliare, ma anche nel cosiddetto "mattone": alla richiesta di indicare le tre motivazioni principali per cui investire nel settore degli immobili, per il 42,88% tale asset viene ritenuto un investimento sicuro, e il 46,03% lo intende come mezzo di trasmissione preferito della propria eredità ai figli (Tabella 6): oltre che a fini di investimento, si conferma anche una sorta di funzione sociale intergenerazionale del *Private Banking*, che narrazioni sensazionalistiche della stampa generalista etichettano invece come principalmente orientato al profitto e al rischio, con connotati egoistici. I dati, invece, raccontano un'altra storia: che, a parte le ovvie considerazioni sull'investitore che cerca il profitto, tale obiettivo non è il primo nella scala dei valori, ma viene superato dal desiderio di lasciare una parte di sé ai propri cari. E in questo senso il *Private Banking* potrebbe essere un apripista per politiche economiche ad hoc.

Tornando ai dati, se si raffina l'analisi sulle motivazioni legate al settore immobiliare, e si chiede quale sia il primo motivo per cui investire in tale comparto, la

*IL RISPARMIATORE
CHE EMERGE
DALL'INDAGINE
RISULTA PER LO PIÙ
CONCENTRATO SUL
MEDIO PERIODO*

				M	F	≤44 years	45/54	55/64	65/74	>74
it is a safe investment	19,06	18,9	19,26	19,79	16,91	17,15	17,55	23,59	19,17	15,42
no more convenient than other forms of investment	7,57	7,94	7,1	7,73	7,07	6,46	6,18	5,07	11,97	6,82
there are too many expenses and taxes	10,14	9,81	10,54	9,48	12,08	9,9	8,29	10,22	11,28	11,2
it is a good investment because it maintains the capital value	18,01	20,92	14,38	19,9	12,43	17,28	20,09	20,31	14,13	19,34
it is difficult to sell a property if you need the cash	5,29	3,78	7,17	4,85	6,6	6,54	6,81	4,03	5,14	3,47
it is a capital that can be reused even by the elderly, to have an annuity	7,33	7,3	7,38	7,86	5,78	11,14	6,35	8,6	4,47	7,53
it is a way to leave a legacy for your children	21,39	19,88	23,26	20	25,47	18,32	23,74	20,12	21,51	23,73
it is a good investment because it allows for rental income (or rental savings)	11,22	11,47	10,9	10,39	13,66	13,21	10,99	8,06	12,33	12,5

**THE BEST
REASON WHY
INVESTING IN
REAL ESTATE**

TABELLA 3.6

**REAL ESTATE ASSETS
COMPOSITION**

TABELLA 3.7

				M	F	Capital ≤1mio	> 1mio
my home	90,67	90,43	90,98	90,62	90,84	90,97	89,82
residential properties for rent	43,86	48,85	37,64	43,55	44,78	41,69	50,16
vacant residential properties (vacation homes, etc.)	63,05	67,3	57,76	62,8	63,8	61,43	67,76
One or more non-residential properties (of various types) that are the location of a family business	24,87	24,45	25,39	24,95	24,63	22,17	32,71
one or more non-residential properties put to income (warehouses, offices, etc.)	16,53	20,68	11,35	17,26	14,34	14,87	21,34
agricultural/forest land	18,69	18,1	19,41	19,94	14,97	17,79	21,29
building land	8,89	8,31	9,61	9,73	6,4	6,81	14,93
I have no real estate assets	2,17	2,23	2,1	1,99	2,72	2,64	0,81
does not indicate	2,8	1,81	4,03	2,95	2,33	2,15	4,68

**LA MOTIVAZIONE
EREDITARIA
RIMANE SALDA
AL PRIMO POSTO,
CON UN 21,39%**

motivazione ereditaria rimane salda al primo posto, con un 21,39%, che diventa un 23,26% per i clienti *private* potenziali. Osservando anche gli altri caratteri, si nota come le donne preferiscano questa motivazione per un +5,47% di differenza rispetto agli uomini, mentre il lasciare un'eredità in immobili è più sentito per le fasce estreme di età, rispetto alle altre: forse il fatto di avere figli da poco (la prima fascia) o essere al crepuscolo della vita porta ad interessarsi di più di chi verrà dopo di noi. L'eredità è anche più sentita per i detentori di alti patrimoni, oltre il milione di euro, rispetto ai possessori di patrimoni più modesti: 25,92% contro il 19,80%.

Al secondo posto tra le motivazioni primarie per gli immobili, torna la questione sicurezza (al 19,06% del totale), sia essa per sé, o per i propri cari, mentre investire in immobili per il mero guadagno è sentito solo dallo 11,22% degli investitori: l'immobiliare non viene pensato tanto come settore lucrativo in senso finanziario, ma come conveniente in senso economico, cioè se si incorpora in tale giudizio l'effetto protezione della ricchezza, per sé e per la famiglia.

Guardando poi alla composizione del patrimonio immobiliare (Tabella 7), si evince la ben nota e frequente caratteristica del mercato italiano, ossia la preferenza per la casa di residenza e il mattone in generale: più del 90% dichiara

di possedere la casa in cui vive, con un picco del 94,26% per coloro che sono over 74, a riprova del fatto che più si invecchia, più si desidera vivere in una casa di cui si è proprietari. Il mattone vede al secondo posto le seconde case per la villeggiatura, la cui proprietà è più diffusa ancora una volta tra le classi di mezzo e tra gli anziani (ma meno tra i più anziani), mentre al terzo posto notiamo un investimento che potremmo definire con un obbiettivo più "core business", ossia gli immobili residenziali, che vengono acquisiti per trarne una rendita finanziaria: su questo punto i clienti *private* staccano di molto gli altri, evidenziando (per il 48,85% rispetto all'omologo 37,64%) una chiara predisposizione per l'immobile cittadino da rendita. Stupisce un poco, ai giorni d'oggi, la decisione di più del 20% di investire anche nella terra, sia essa da rendita agraria, o da rendita da una possibile edificazione futura: non solo, ma tale orientamento raggiunge un complessivo 35,24% quando si tratta di investitori molto ricchi, a fronte di un totale 27,58% degli investitori totali.

Se ne deduce che chi ha grandi capitali trova molto fruttuoso andare alla fonte ontologica della ricchezza immobiliare, la terra, piuttosto che sull'edificio che poggia su di essa, e questo è anche più vero per le fasce d'età più anziane rispetto ai più giovani. Tale inclinazione è una più decisa preferenza per gli uomini, con un 29,67%, rispetto alle donne, di cui il 21,37% investe in terreni. Tale orientamento viene però diluito per quanto concerne l'immediato futuro, l'oriz-

			M	F	Degree	≤44 years	Capital ≤1mio	> 1mio	
No	78,75	73,17	86,23	75,58	90,24	71,61	66,95	80,67	76,14
Yes, purchase a home for my family (as a primary residence or as a residence to be kept available)	6,47	5,81	7,35	7,58	2,44	7,98	5,14	6,59	6,31
Yes, purchase one or more residential properties to rent out	3,54	4,31	2,51	4,52	0	4,16	13,25	4,54	2,19
Yes, purchase one or more non-residential properties to put to income	1,66	1,84	1,43	2,12	0	2,36	0	0	3,92
Yes, to purchase one or more properties for my business activity	3,04	5,31	0	2,53	4,88	6,8	2,38	3,45	2,49
Yes, make major renovations and/or expansions to one or more of my properties	6,53	10,48	1,24	7,66	2,44	7,08	7,52	5,67	7,7
Yes, build one or more properties	1,58	2,76	0	2,02	0	3,54	4,77	0	3,73
Yes, agricultural land/forestry	1,6	2,8	0	2,04	0	1,18	2,38	0,92	2,53
Yes, building land	0,53	0	1,24	0,67	0	1,18	0	0	1,24
Yes (NET)	21,25	26,83	13,77	24,42	9,76	28,39	33,05	19,33	23,86

**POSSIBILITY OF
REAL ESTATE
INVESTMENTS
IN THE NEXT 12
MONTHS (NON-
REAL ESTATE
COMPANY)**

TABELLA 3.8

zonte a 12 mesi (Tabella 3.8): il 78,75% non ha intenzione di effettuare dei nuovi investimenti in immobili, con la componente femminile che arriva anche a più del 90% di diniego; di converso, i detentori di ampi patrimoni sono tra quelli più decisi ad operazioni immobiliari a breve termine (per un 23,86%), mentre i più decisi sono i clienti *private*, e la fascia di età al di sotto dei 44 anni: questi ultimi investono per, in ordine, esigenze dell'attività professionale, per ristrutturare proprietà di famiglia, e per comprare una casa di abitazione.

Anche il possesso di un titolo di studio alto determina la decisione nel breve periodo, per il 28,39% dei laureati, di investire nel mattone, ma in questa categoria si investe prima per l'acquisto di una casa per la famiglia, poi per ristrutturare, e per terzo al fine di mettere a rendita l'immobile. In totale, comunque, si nota come il 76,80% degli investitori dell'indagine³⁰ detenga una quota che va dal 10% al 75% della propria ricchezza in immobili, mentre è inspiegabilmente alta (più del 17%) la quota di rispondenti che non è in grado di quantificare la propria quota.

30 Tabella C20 dell'indagine.

3. Una bilanciata diversificazione del patrimonio finanziario

L'Italia è da sempre conosciuta non solo come il feudo della ricchezza legata agli immobili, ma anche come la terra del risparmio delle famiglie. Un'indagine di Banca d'Italia³¹ dava l'ammontare del patrimonio degli Italiani pari a 9.743 miliardi di euro, di cui il 60% composto da immobili, e il 40% da altri strumenti finanziari, nonché dalla liquidità. Nonostante siano dei risparmiatori, gli Italiani mostrano una scarsa propensione all'investimento mobiliare: tra il 2008 e il 2018, la presenza di titoli obbligazionari nei borselli titoli delle famiglie si è ridotta di più del 67%; marcata la riduzione dei titoli di capitale di rischio e di quelli a brevissimo termine. Appare cresciuta, invece, la preferenza per la liquidità, con circa il 33% del portafoglio totale, e sono anche cresciute le riserve di tipo assicurativo (+ 44,6% dal 2008), in particolare le polizze vita e i fondi pensione. Alla crisi le famiglie hanno risposto in maniera usuale, risparmiando: nel primo semestre 2020, nonostante una riduzione dell'8,8% dei redditi pro-capite, la ricchezza delle stesse è aumentata di 58,8 miliardi di euro, con un aumento che interessa principalmente contanti e depositi³².

Le tabelle 3.9, 3.10 e 3.11 riportano i dati emersi dall'indagine condotta dal Centro Einaudi e Intesa-Sanpaolo sulla popolazione generale dei correntisti, e in esse vengono elencate le scelte di portafoglio dei risparmiatori in merito alle seguenti categorie di beni mobili:

- obbligazioni;
- azioni;
- fondi comuni et similia.

Analogamente, le tabelle 12, 13, 14 e 15 riportano dati analoghi, indicanti le scelte di portafoglio per la presente indagine, suddivise anch'esse in:

- obbligazioni;
- azioni;
- fondi comuni et similia;
- liquidità.

³¹ Banca d'Italia e Istat, 2019, *La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane 2005-2017*.

³² Banca d'Italia, 2021, *I conti economici e finanziari durante la crisi sanitaria del Covid-19*.

L'investimento in titoli obbligazionari è preferito nel caso del cliente generico rispetto a quello della nostra popolazione target: nel primo caso a dichiarare una quota di investimento al di sotto del 30% del proprio patrimonio è il 75,10% della clientela generale, mentre per il nostro campione tale proporzione si ferma al 73,55%, e una percentuale molto più bassa rispetto alla popolazione generale investe più del 30%: l'esito è una distribuzione che per la popolazione generale è leggermente più spostata a destra, con una media del patrimonio investito in obbligazioni del 21,4%, contro il 19,86% della nostra popolazione. A livello di popolazione generale un investimento in bond inferiore al 30% coinvolge il 79% degli uomini e solo il 68,60% delle donne, per la nostra popolazione i valori sono decisamente più vicini, rispettivamente 85,8% e 83,7% di coloro che hanno investito. In merito all'investimento in capitale di rischio, questo è presente per un massimo del 30% del capitale investito nel 92,10% della popolazione generale dei correntisti (sempre considerando solo coloro che vi hanno investito), e nel 77,82% della nostra popolazione target; il 100% della popolazione generale ha un massimo di 50% di azioni in portafoglio, contro solo dall'83,44% dei nostri intervistati; ma il punto è che la distribuzione dei nostri intervistati è decisamente "magra" verso le quote maggiori di patrimonio, e ha, al contrario, frequenze elevate sul lato sinistro: solo lo 0,49% investe oltre il 50% in azioni. L'esito è un'esposizione media al settore azionario solo leggermente più alta rispetto alla popolazione generale: il 16,9% del portafoglio, contro il 15,50 in media, il che può essere coerente con una maggiore consapevolezza dei rischi nell'investire una quota alta in azioni.

**THE SHARE OF
(FINANCIAL) ASSETS
INVESTED IN BONDS
(INCLUDING ALSO
FOREIGN, NON-
GOVERNMENT BONDS
AND REPURCHASE
AGREEMENTS AS WELL
AS EXCLUSIVELY BOND
FUNDS) IN THE AVERAGE
OF THE LAST 12 MONTHS**

	2020	M	F	25/34	35/44	45/54	55/64	>65
less than 10%	37	38,2	35,1	32,8	34	38,4	33,6	39,8
between 10% and 30%	38,1	40,8	33,5	49,8	38,9	33,3	38,4	38,8
between 30% and 50%	16,1	13,2	20,8	8,8	13,3	23,9	20,3	11,2
over 50% up to 99%	7,3	7,8	6,5	8,7	10,6	2,2	4,9	10,1
100%	1,5	-	4,1	-	3,1	2,1	2,9	-

2020 (Centro Einaudi per Intesa-Sanpaolo, Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani, 2020)

TABELLA 3.9

	2020	M	F	25/34	35/44	45/54	55/64	>65
less than 10%	40,5	45,3	32,4	-	28,3	40,4	42,6	58,4
between 10% and 30%	51,6	45,1	62,5	100	63,4	28,7	57,4	41,6
between 30% and 50%	7,9	9,5	5,1	-	8,3	30,8	-	-

2020 (Centro Einaudi per Intesa-Sanpaolo, Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani, 2020)

THE PROPORTION OF (FINANCIAL) ASSETS INVESTED IN EQUITY SECURITIES (INCLUDING FOREIGN EQUITY SECURITIES AND EQUITY MUTUAL FUNDS HELD) OVER THE AVERAGE OF THE LAST 12 MONTHS

TABELLA 3.10

	2020	M	F	25/34	35/44	45/54	55/64	>65
less than 10%	18,8	17,8	20,7	11,3	20,2	19,2	18,4	19,1
between 10% and 30%	54,5	56,5	50,7	76,6	57,2	49,6	58,1	50,7
between 30% and 50%	21,1	19,4	24,3	12,1	15,9	19,6	23,5	25,5
over 50% up to 99%	5,6	6,2	4,3	-	6,6	11,5	-	4,7
100%	-	-	-	-	-	-	-	-

2020 (Centro Einaudi per Intesa-Sanpaolo, Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli Italiani, 2020)

THE PROPORTION OF (FINANCIAL) ASSETS INVESTED IN EQUITY SECURITIES (INCLUDING FOREIGN EQUITY SECURITIES AND EQUITY MUTUAL FUNDS HELD) OVER THE AVERAGE OF THE LAST 12 MONTHS

TABELLA 3.11

Question C21	2021	AIPB members	Non memb.	M	F	Capital ≤1mio	> 1mio
I have no investments in bonds	14,49	11,79	17,86	15,32	12,02	13,7	16,79
less than 10%	17,85	21,03	13,89	18,54	15,79	17,42	19,09
between 10% and 30%	40,8	45,34	35,14	39,35	45,12	42,32	36,39
between 30% and 50%	8,56	7,13	10,34	8,2	9,62	8,91	7,55
over 50% up to 99%	1,59	1,4	1,83	1,38	2,21	1,26	2,55
100%	0	0	0	0	0	0	0
Not able to evaluate	11,99	9,62	14,95	11,63	13,05	12,49	10,55
Does not indicate	4,72	3,7	5,99	5,57	2,19	3,9	7,08

AVERAGE PERCENTAGE OF HOUSEHOLD FINANCIAL ASSETS INVESTED IN BONDS

TABELLA 3.12

*IL RISPARMIATORE
AD ELEVATO
PATRIMONIO È
UN INVESTITORE
ATTENTO ALLA
SICUREZZA, CHE
DIVERSIFICA
IL PROPRIO
PORTAFOGLIO*

Osservando i dati relativi a chi sceglie il risparmio gestito, si riscontra una sostanziale equivalenza tra i due tipi di investitori: osservando chi ha scelto di allocare in questo tipo di investimento una quota che va dal 10% al 30% del proprio patrimonio, si nota che tra la popolazione generale è il 54,50% del totale di coloro che vi hanno investito, mentre nel nostro campione sono nella misura del 38,38%; ma in media il 24,85% del portafoglio del generico investitore è investito in strumenti di risparmio gestito, così come per il nostro campione. Per tali clienti, molto diffusa è anche la liquidità, ma per basse quote del patrimonio investito (in media il 14,3% del portafoglio) più basse per chi è seguito da una banca private (13,72%): tale aspetto è in linea con la ricerca di una sicurezza maggiore, dati i tempi incerti, e con l'esigenza di poter disporre velocemente di una fonte sicura, all'emergere di impreviste necessità finanziarie.

Il quadro complessivo che emerge dall'indagine condotta è che il risparmiatore ad elevato patrimonio è un investitore attento alla sicurezza, che diversifica il proprio portafoglio, e che col passare degli anni si apre ad asset immobiliari e più stabili, meno rischiosi, per proteggere la propria terza età e la propria famiglia: tutto questo lo vede diverso dal correntista generico, e lo identifica come un operatore finanziario accorto e che accetta il rischio, ma con moderazione. Il ruolo della banca *private*, in tale contesto, sembra essere stato efficace nell'aumentare la consapevolezza nell'investimento, nel favorire l'assunzione di rischi calcolati e la preferenza per il lungo periodo, e anche nel riportare l'atteggiamento verso gli immobili a una logica "meno romantica e più finanziaria", che li vede come un asset produttivo di rendite.

**AVERAGE PERCENTAGE
OF HOUSEHOLD
FINANCIAL ASSETS
INVESTED IN STOCKS**

TABELLA 3.13

				M	F	Capital ≤1mio	> 1mio
I do not have investments in stocks	13,49	9,29	18,72	12,81	15,51	13,78	12,64
less than 10%	23,67	22,71	24,86	22,5	27,14	25,53	18,24
between 10% and 30%	40,66	47,75	31,81	41,17	39,13	39,83	43,06
between 30% and 50%	5,62	6,67	4,32	6	4,49	5,46	6,09
more than 50%	0,49	0,63	0,32	0,47	0,56	0,19	1,36
Not able to evaluate	10,92	8,58	13,85	10,89	11,02	10,64	11,74
Does not indicate	5,16	4,38	6,13	6,16	2,16	4,57	6,86

				M	F	Capital ≤1mio	> 1mio
I do not have any asset management, mutual funds or life insurance policies	7,48	4,92	10,68	7,28	8,09	8,21	5,36
less than 10%	15,12	13,99	16,52	15,18	14,93	15,79	13,17
between 10% and 30%	38,38	39,13	37,46	38,38	38,4	37,96	39,62
between 30% and 50%	18,55	23,58	12,29	16,75	23,92	18,78	17,9
over 50% up to 99%	4,68	7,74	0,88	5	3,73	4,21	6,07
100%	0	0	0	0	0	0	0
Not able to evaluate	10,99	7,39	15,48	12,09	7,73	11,03	10,89
Does not indicate	4,79	3,26	6,69	5,32	3,2	4,03	6,99

AVERAGE PERCENTAGE OF HOUSEHOLD FINANCIAL ASSETS INVESTED IN WEALTH MANAGEMENT, MUTUAL FUNDS, OR LIFE INSURANCE

TABELLA 3.14

				M	F	Capital ≤1mio	> 1mio
less than 10%	31,31	34,88	26,86	30,42	33,94	30,1	34,8
between 10% and 30%	39,89	41,02	38,47	38,4	44,3	42,03	33,65
between 30% and 50%	8,79	8,5	9,14	8,89	8,47	8,54	9,5
over 50% up to 99%	1,67	0,5	3,11	1,78	1,31	2,05	0,54
100%	0	0	0	0	0	0	0
Not able to evaluate	7,31	5,18	9,96	8,34	4,23	6,58	9,41
Does not indicate	11,04	9,92	12,45	12,15	7,74	10,69	12,09

AVERAGE PERCENTAGE OF FAMILY FINANCIAL ASSETS LIQUIDATED IN CHECKING ACCOUNTS (TO MAKE REGULAR PAYMENTS OR FOR OTHER REASONS)

TABELLA 3.15

Abilitare il ruolo sociale della ricchezza finanziaria

04

Olim garrula cicada in frondosa silva
canebat, laboriosa formica
autem assidue laborabat.

Fedro

di Pier Marco Ferraresi

1. Lo sviluppo diseguale e il ruolo dei più ricchi

Vi sono alcuni “fatti stilizzati” sul reddito e sulla ricchezza, il primo dei quali, che ci sentiamo di affermare senza timore di essere smentiti, è che la crescita economica (più dell’azione redistributiva dei governi) è la principale causa di riduzione della povertà; in secondo luogo la crescita, mentre riduce la povertà, porta per sua natura a una concentrazione del reddito, che tende, tuttavia (e questo è il terzo “fatto stilizzato”), ad attenuarsi con il procedere del percorso di sviluppo.

Dal 1980 fino alle soglie della pandemia³³ (figura 4.1), il numero di persone sotto la soglia di povertà assoluta di 1,9\$ al giorno è passato da oltre il 40 per cento al 10 per cento della popolazione mondiale; se consideriamo la soglia di 5,5\$, i poveri si sono ridotti da quasi il 70 per cento a meno del 50 per cento; inoltre la popolazione residente nei 20 paesi più poveri del mondo è passata dal 51 per cento al 5 per cento della popolazione mondiale, anche grazie all’uscita di alcuni paesi (Cina in testa) da questa condizione; tutto questo nonostante l’incremento della popolazione a livello globale.

Lo sviluppo è per sua natura diseguale, giacché è frutto primariamente dell’ingegno, ed è normale, e forse anche salutare per l’incentivo ad innovare, che i primi ad introdurre nuovi processi e nuovi prodotti ne traggano profitto. Le

³³ I dati che abbiamo utilizzato sono pre-pandemici: si fermano al 2014 o al 2015 e, per le curve di concentrazione sono relativi a circa 133 paesi, dove risiede circa il 95 per cento della popolazione mondiale; per la povertà sono quelli stimati dalla World Bank sull’intera popolazione mondiale.

POVERTY AND INCOME INEQUALITY

own calculations on World Bank data for poverty and on data by "Global Consumption and Income Project" for personal income (USD-PPP 2005).

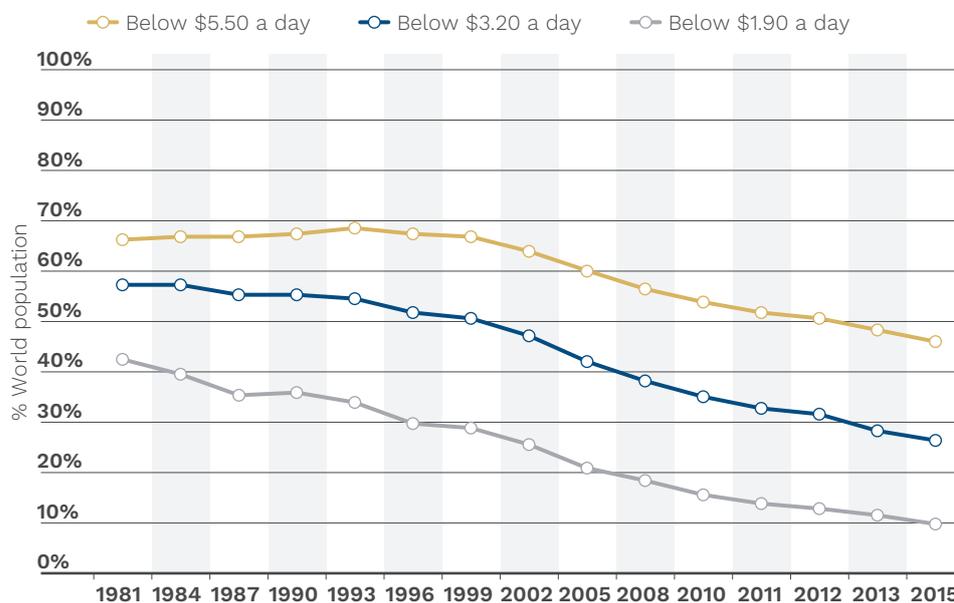


FIGURA 4.1

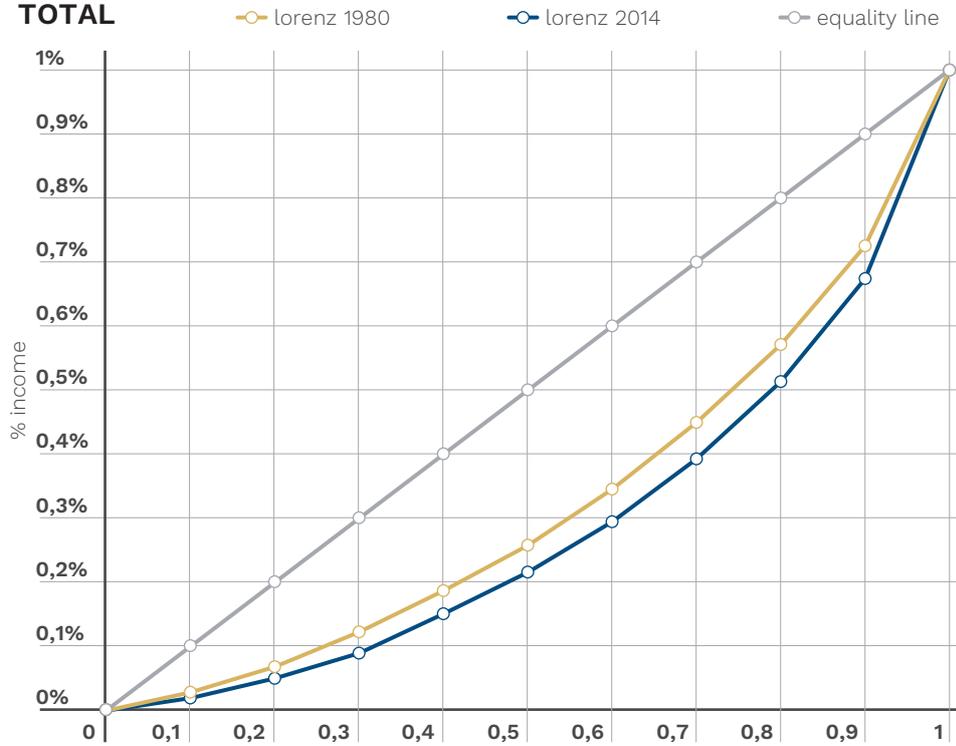
LA CLIENTELA PRIVATE, SIA ESSA EFFETTIVA O POTENZIALE, RAPPRESENTA UN'ÉLITE NON SOLO DI TIPO CULTURALE MA ANCHE DI TIPO STATISTICO

disuguaglianze di reddito si traducono, anche questo è normale, in una concentrazione della ricchezza, che del reddito è il frutto (cap. 1), e anche nei paesi sviluppati, accanto al benessere diffuso, e contemporaneamente ad esso, troviamo una certa disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza: in Italia la ricchezza netta (ossia al netto dei debiti) delle famiglie corrisponde a circa 6 volte il PIL, il 60 per cento circa è rappresentata da immobili, e il 10 per cento più ricco detiene il 52 per cento della ricchezza totale³⁴. Da questo punto di vista, la clientela *private*, sia essa effettiva o potenziale, rappresenta un'élite non solo di tipo culturale (Cap. 2), ma anche, per così dire, di tipo statistico: le famiglie italiane con un patrimonio finanziario superiore ai 500 mila euro sono circa il 2,6 per cento³⁵.

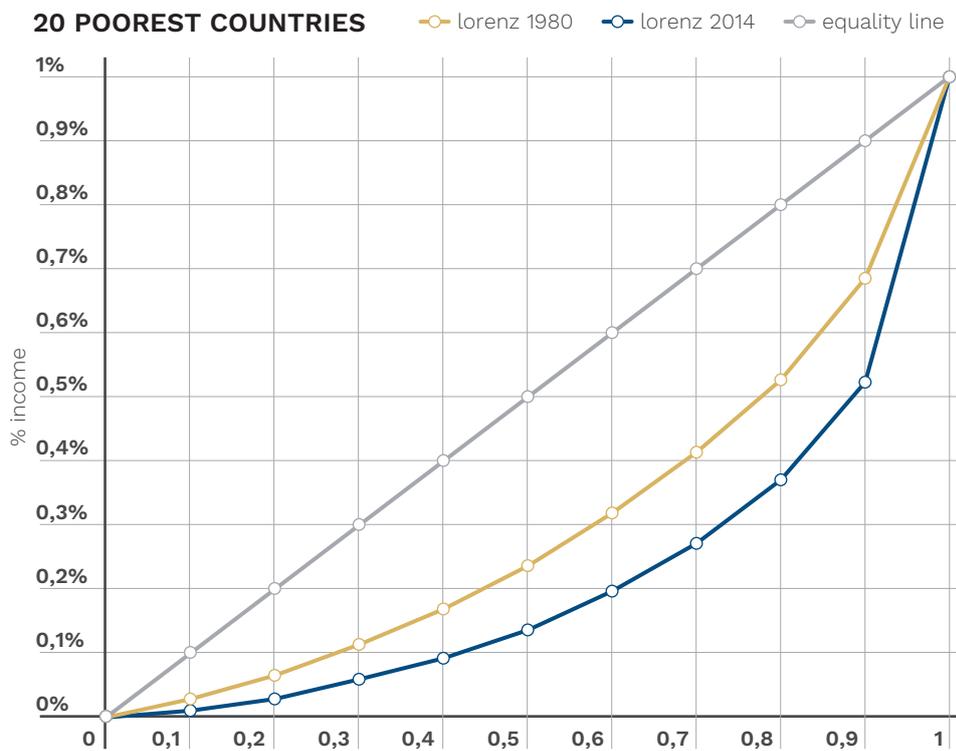
34 James Davies, Rodrigo Lluberas, Anthony Shorrocks, "Global wealth databook 2021", Credit Suisse, giu. 2021; una stima analoga della ricchezza si trova anche in: "La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie. 2005-2017", Banca d'Italia e Istat, 2019.

35 Si tratta di circa 661 mila famiglie, il cui patrimonio finanziario corrisponde a circa 1.152 miliardi di euro ("Le prospettive del Private Banking in Italia", AIPB-Prometeia, 2020), su un totale di 25.592.000 mila famiglie (I.Stat, 2020).

TOTAL



20 POOREST COUNTRIES



*LO SVILUPPO
DEL NOSTRO
PAESE È PASSATO
ATTRAVERSO
IL LIBERO
ESERCIZIO DI UNA
RESPONSABILITÀ
SOCIALE DI CHI
HA AVUTO LA
POSSIBILITÀ
DI MOLTO
ACCUMULARE*

Questa disuguaglianza, si è detto, non ha precluso la riduzione della povertà, ed è, anzi, assai ragionevole che il ruolo di coloro che hanno accumulato grandi patrimoni sia stato non irrilevante nel migliorare il benessere di tutti.

Qualunque sia dal punto di vista psicologico, o anche da quello sociologico, il rapporto degli Italiani con la ricchezza, è però certo che lo sviluppo del nostro paese sia passato attraverso il libero esercizio di una responsabilità sociale di chi ha avuto la possibilità di molto accumulare, che ha in parte destinato la sua ricchezza a vantaggio del benessere collettivo, nei modi storicamente determinati, ad esempio attraverso l'attività di investimento, d'impresa, o quella caritativa, che si sono affiancate a quella redistributiva dei governi.

In questo capitolo vogliamo investigare questo ruolo, che si compone di due elementi portanti: il primo è la penetrazione, tra le famiglie ad elevato patrimonio, dell'idea secondo la quale chi molto possiede è investito di una responsabilità anche sociale nell'utilizzo della propria ricchezza; il secondo è la disponibilità ad esercitare una tale responsabilità, e le forme in cui questo avviene.

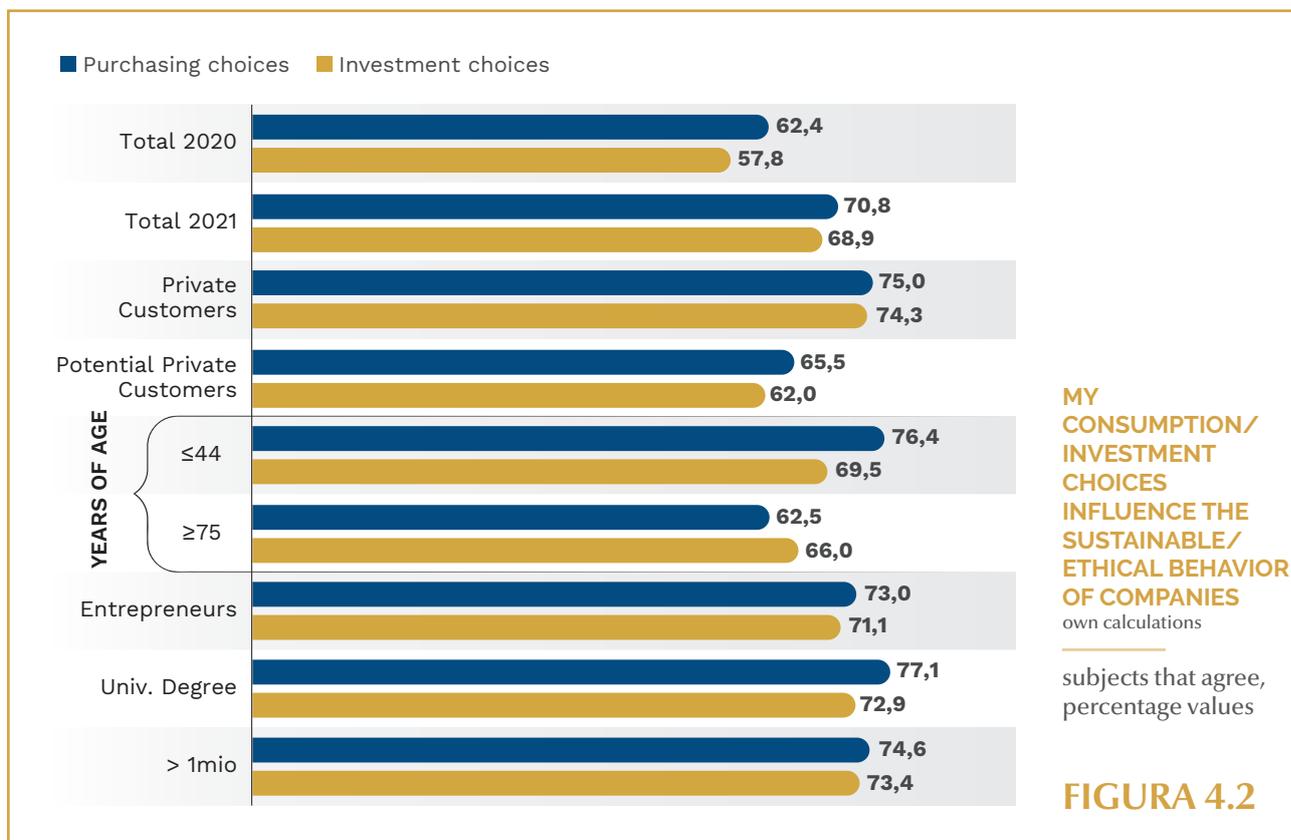
2. Scelte prudenti, attenzione al portafoglio e consapevolezza

Cominciamo dall'inizio: abbiamo chiesto al nostro campione (figura 4.2) quanto fosse d'accordo sull'idea che il proprio comportamento di consumo, e quello di investimento, influenzassero un comportamento sostenibile ed etico delle imprese. In fondo si tratta delle prime forme di esercizio della propria responsabilità sociale: come consumatori e come investitori.

Il primo aspetto che notiamo è che circa il 70 per cento degli intervistati ritiene di avere una responsabilità effettiva come consumatore o investitore (il 70,8 per cento sul consumo e il 68,9 per cento sugli investimenti).

Un altro risultato interessante è che tale consapevolezza è molto più diffusa tra gli imprenditori, tra i più istruiti e tra i più ricchi (per il consumo rispettivamente 73, 74 e 75 per cento circa e per l'investimento 71, 72,9 e 73,4 per cento circa); l'andamento per età segna una decisa cesura sulla percezione della propria responsabilità di consumatori tra i più giovani (76,4 per cento) e i più anziani (62,5 per cento), mentre, sul fronte della responsabilità degli investitori la differenza, pur esistente, è meno marcata (69,5 contro 66 per cento), soprattutto a causa del ridursi della percezione dei più giovani.

Non sappiamo se la pandemia abbia portato a riflettere anche su questi temi: qualunque sia la ragione, comunque, rispetto alla stessa domanda posta nel 2020 la consapevolezza, sia sul fronte del consumo responsabile, sia su quello



dell'investimento responsabile vede un deciso incremento (di oltre 8 punti percentuali per il consumo, e di oltre 11 punti percentuali per l'investimento). Infine ci sembra di sicuro interesse il ruolo della banca *private*: chi si rivolge a una tale istituzione come referente principale, non solo ha un livello di consapevolezza decisamente superiore rispetto a coloro che hanno un differente advisor (circa 10 punti di differenza sul consumo e circa 12 sugli investimenti); ma, e questo per noi è ancora più rilevante, l'opinione sull'investimento responsabile, ossia sull'elemento su cui il referente ha una più diretta influenza, quasi coincide con quella sul consumo responsabile, accomunando in entrambi i casi circa tre quarti degli intervistati in un giudizio di consapevolezza: per tutte le altre categorie, e in particolare per i clienti *private* potenziali, si assiste a una divaricazione maggiore tra i due giudizi, con una percezione più bassa di poter influire sul comportamento delle imprese attraverso le proprie scelte di investimento. A fronte di questa dimensione, per così dire, indiretta, del ruolo sociale della ricchezza, esistono anche più dirette "prese di responsabilità", abbiamo così chiesto ai nostri intervistati chi debba secondo loro concretamente impegnarsi per la crescita e il benessere collettivo, da un lato, e per la soluzione dei problemi cronici del paese dall'altro, i risultati sono rappresentati nella figura 4.3.

*RISPETTO
AL 2020 LA
CONSAPEVOLEZZA
VEDE UN DECISO
INCREMENTO*

AGREEMENT WITH SOME STATEMENTS REGARDING THE GROWTH AND COLLECTIVE WELLBEING, AS WELL AS THE SOLUTION OF CHRONIC PROBLEMS OF THE COUNTRY
own calculations
percentage that strongly agree

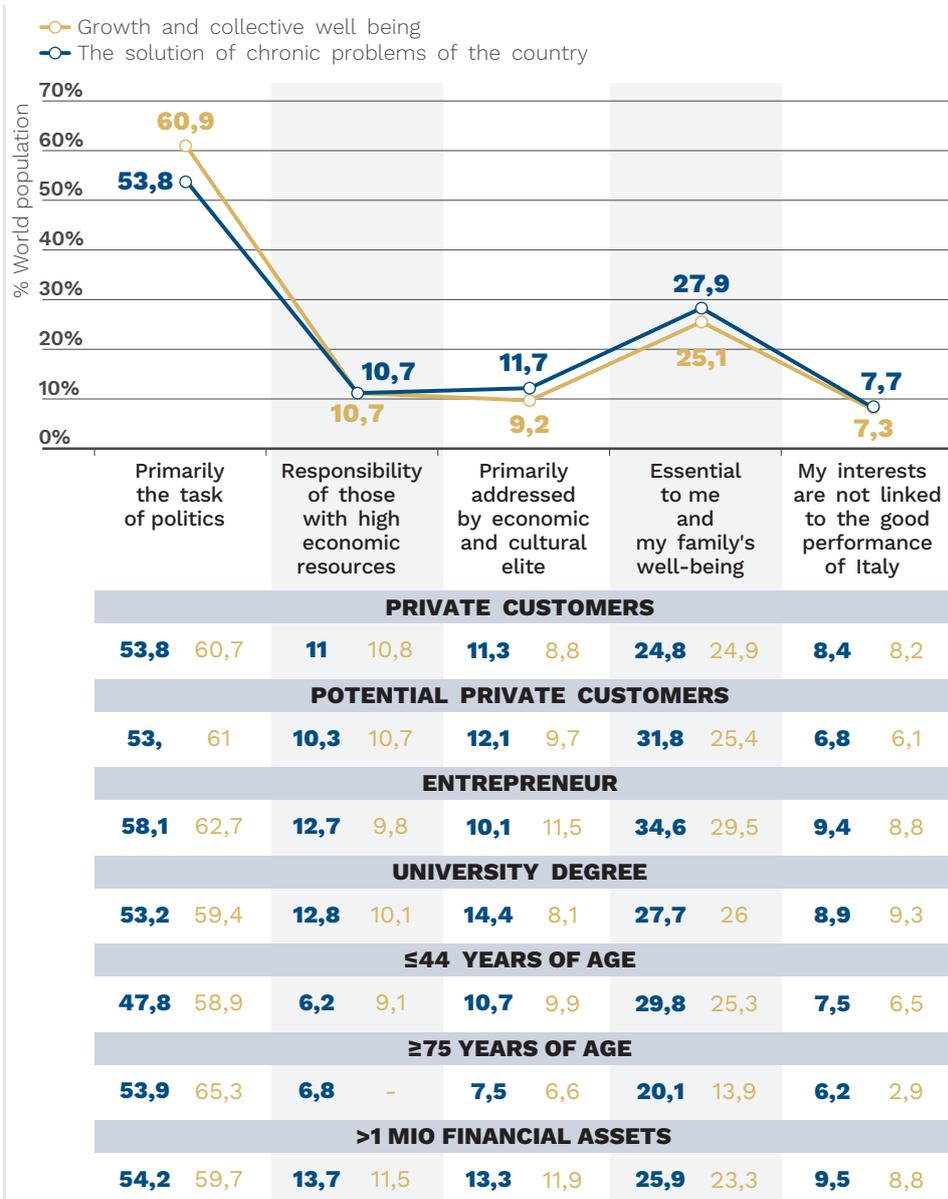


FIGURA 4.3

Nella figura abbiamo volutamente incluso solo coloro che di fronte alle affermazioni proposte hanno risposto "molto d'accordo", abbiamo voluto cioè cogliere le "opinioni forti". Sono pochi quelli convinti che l'andamento del Paese non influenzi i loro interessi (in media il 7,7 per cento con pochissima variabilità tra le categorie); d'altra parte non sono molti neanche quelli sicuri che la crescita e il benessere collettivo siano importanti per la propria famiglia: in media sono il 27,9 per cento; ma la variabilità tra le categorie non è trascurabile e si va dal oltre un terzo degli imprenditori a circa un quinto dei più anziani. Per quanto riguarda la soluzione dei

problemi del paese, la media è solo leggermente più bassa (25,1 per cento), ma gli *outliers*, imprenditori e anziani, sono leggermente più distanziati tra loro, i primi con il 29,5 per cento, i secondi con il 13,9; mentre le altre categorie sono maggiormente addensate intorno alla media.

Si tratta di un risultato che non deve sorprendere più di tanto: trattandosi di famiglie ad elevato patrimonio è ragionevole che percepiscano il loro benessere come meno correlato ai problemi del paese, soprattutto se cronici, e anche al benessere collettivo medio, anche solo per la maggiore possibilità di far leva sul patrimonio per stabilizzare il profilo di consumo nel tempo³⁶.

D'altra parte, ciò che forse è più interessante, è il fatto che le opinioni "forti" circa chi debba farsi carico dei problemi, pur con differenti livelli di dispersione, si raggruppano in aree molto definite di consenso: in generale si osserva un elevato consenso nell'attribuire tale compito alla politica, questo è maggiormente il caso per i problemi cronici del paese (media oltre il 60 per cento), ma il consenso è elevato anche sul fronte dello sviluppo e del benessere sociale (54 per cento in media).

In particolare, per lo sviluppo sociale ed economico si distinguono verso l'alto gli imprenditori (58,1 per cento), e verso il basso i più giovani (47,8 per cento), nell'attribuirne il compito alla politica; mentre, per la soluzione dei problemi cronici troviamo che gli anziani spiccano verso l'alto nell'attribuirne il compito alla politica, e verso il basso nell'attribuirlo a chi ha maggiori risorse economiche. In generale il ruolo delle élite, siano esse semplicemente rappresentate da chi ha maggiori risorse economiche, oppure da chi ha posizioni di rilievo nell'economia o nella cultura, raccoglie consensi significativi, ma limitati: sul fronte dello sviluppo e del benessere sociale il 10,7 per cento è convinto che sia responsabilità di chi ha maggiori risorse, e l'11,7 per cento ritiene sia compito in generale delle élite economiche e culturali; per quanto riguarda la soluzione dei problemi del Paese le percentuali sono rispettivamente 10,7 e 9,2 per cento. È interessante notare come l'idea che il compito di sostenere lo sviluppo e il benessere sociale sia delle élite sia maggiormente condivisa dai più ricchi e dai più istruiti: tra i primi chi ritiene che il compito sia di chi ha maggiori risorse o di chi ha i ruoli più importanti nell'economia o nella cultura rappresenta, rispettivamente il 13,7 e il 13,3 per cento; tra i più istruiti le percentuali sono del 12,8 e 14,4 per cento.

Quanto fin qui emerso è senza dubbio coerente con un assetto istituzionale che vede la Pubblica Amministrazione svolgere un ruolo rilevante sia in campo econo-

*IL RUOLO
DELLE ÉLITE
RACCOGLIE
CONSENSI
SIGNIFICATIVI,
MA LIMITATI*

³⁶ Peralto, sul benessere collettivo medio i clienti private appaiono nettamente meno sensibili rispetto ai clienti private potenziali: evidenza non incoerente con una maggiore capacità di gestione della propria ricchezza.

*GRAN PARTE
DEI NOSTRI
INTERVISTATI
SONO D'ACCORDO
SUL FATTO CHE
LA CRESCITA E
IL BENESSERE
SONO ANCHE
RESPONSABILITÀ
DI CHI HA RISORSE
ECONOMICHE
ELEVATE*

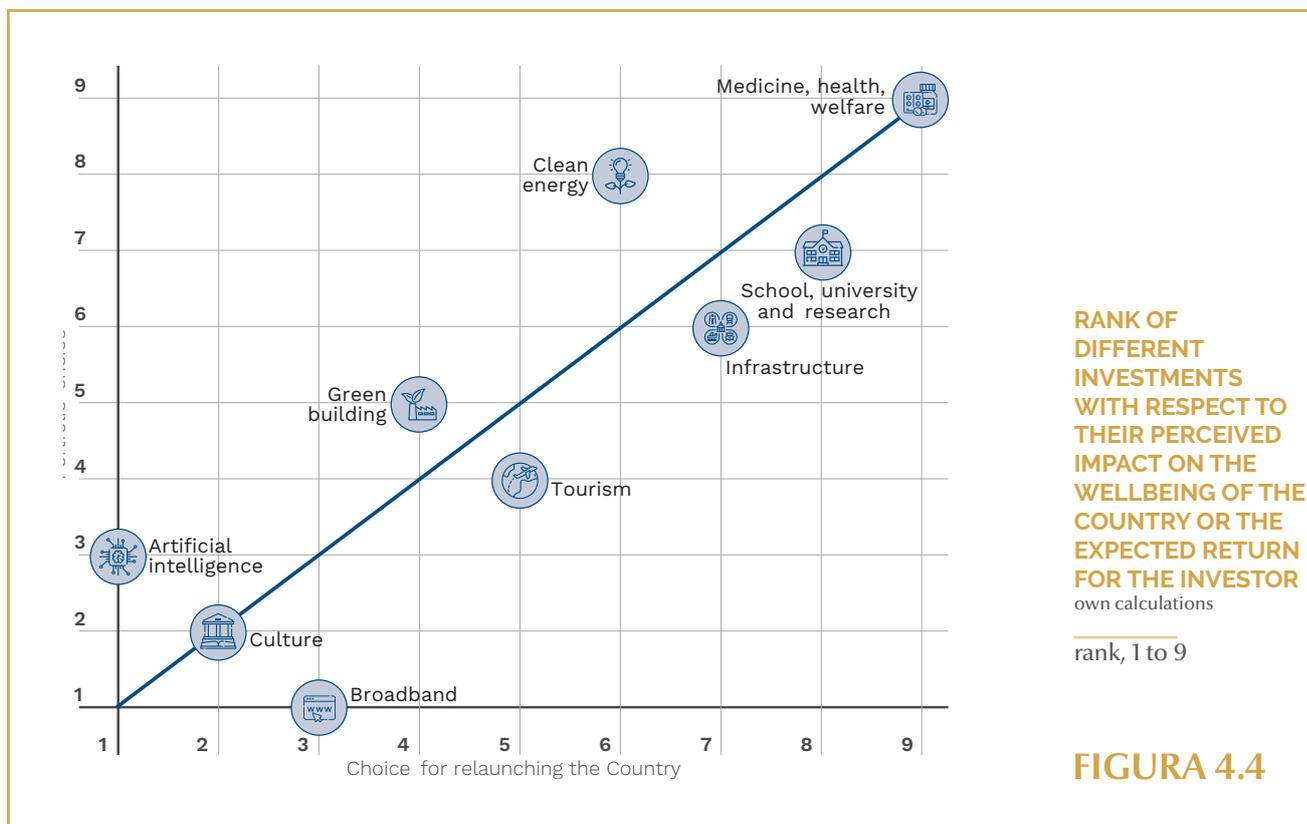
mico, sia in campo sociale, ruolo che la pandemia ha ulteriormente accresciuto³⁷; le risposte, però, non sono in contrasto con la percezione di una responsabilità di fronte ai problemi del Paese, e questo nonostante la levatura patrimoniale di molte delle nostre famiglie ne assicuri in qualche modo il benessere rispetto alle vicissitudini della popolazione media.

In effetti, se "allentiamo" il criterio di selezione e includiamo chi è "abbastanza d'accordo" con le affermazioni proposte, ci accorgiamo che, benché la responsabilità del benessere collettivo, e anche quella della soluzione dei problemi cronici del paese, continuino ad essere principalmente attribuite alla politica (oltre il 90 per cento degli intervistati risponde in tal senso), gran parte dei nostri intervistati sono d'accordo sul fatto che la crescita e il benessere siano anche responsabilità di chi ha risorse economiche elevate (68,5 per cento) o comunque delle élite economiche e culturali (69,8 per cento).

D'altra parte il ruolo sociale di chi si trova ad amministrare grandi patrimoni familiari esiste di per sé, anche senza azioni dirette, ma semplicemente in virtù delle decisioni di investimento, e questo le nostre famiglie, si è detto, hanno dimostrato di averlo compreso (figura 4.2).

Con questa consapevolezza abbiamo chiesto al nostro campione in quali settori un'Italia che deve rilanciarsi dovrebbe primariamente investire, ma abbiamo anche chiesto quale fosse l'interesse a opportunità di investimento in tali settori: si tratta di due punti di vista diversi, il primo legato, appunto, alle necessità del Paese, il secondo all'ottimizzazione del proprio portafoglio sulla base delle proprie preferenze. Ne è nata la figura 4.4, che rappresenta una semplificata e sintetica visualizzazione delle correlazioni di rango tra i due criteri: per ciascun investimento viene indicato sull'asse orizzontale il punteggio (tra 1 e 9) ricevuto dal punto di vista delle necessità percepite del paese, su quello verticale ne è indicato il posizionamento dal punto di vista del portafoglio dell'investitore. In generale i settori che sono sopra la bisettrice hanno un interesse per il portafoglio, ma sono giudicati meno importanti per il bene del paese, e viceversa. Notiamo così come, forse anche a causa di una consapevolezza suscitata dalla pandemia, l'investimento nel settore della medicina, salute e welfare è di grande interesse ed è anche considerato importante per il paese, mentre l'intelligenza artificiale è un settore che non è considerato fondamentale per il paese, anche se di un certo interesse per un investitore.

³⁷ I deficit addizionali causati dalla crisi pandemica tra il 2020 e il 2026 si aggireranno intorno 500 miliardi di euro; si veda il DEF di aprile 2021, ma anche: Dino Pesole, "Per sostenere la ripresa post Covid serve debito aggiuntivo per quasi 500 miliardi", in *Il Sole 24 Ore*, 20 apr. 2021.

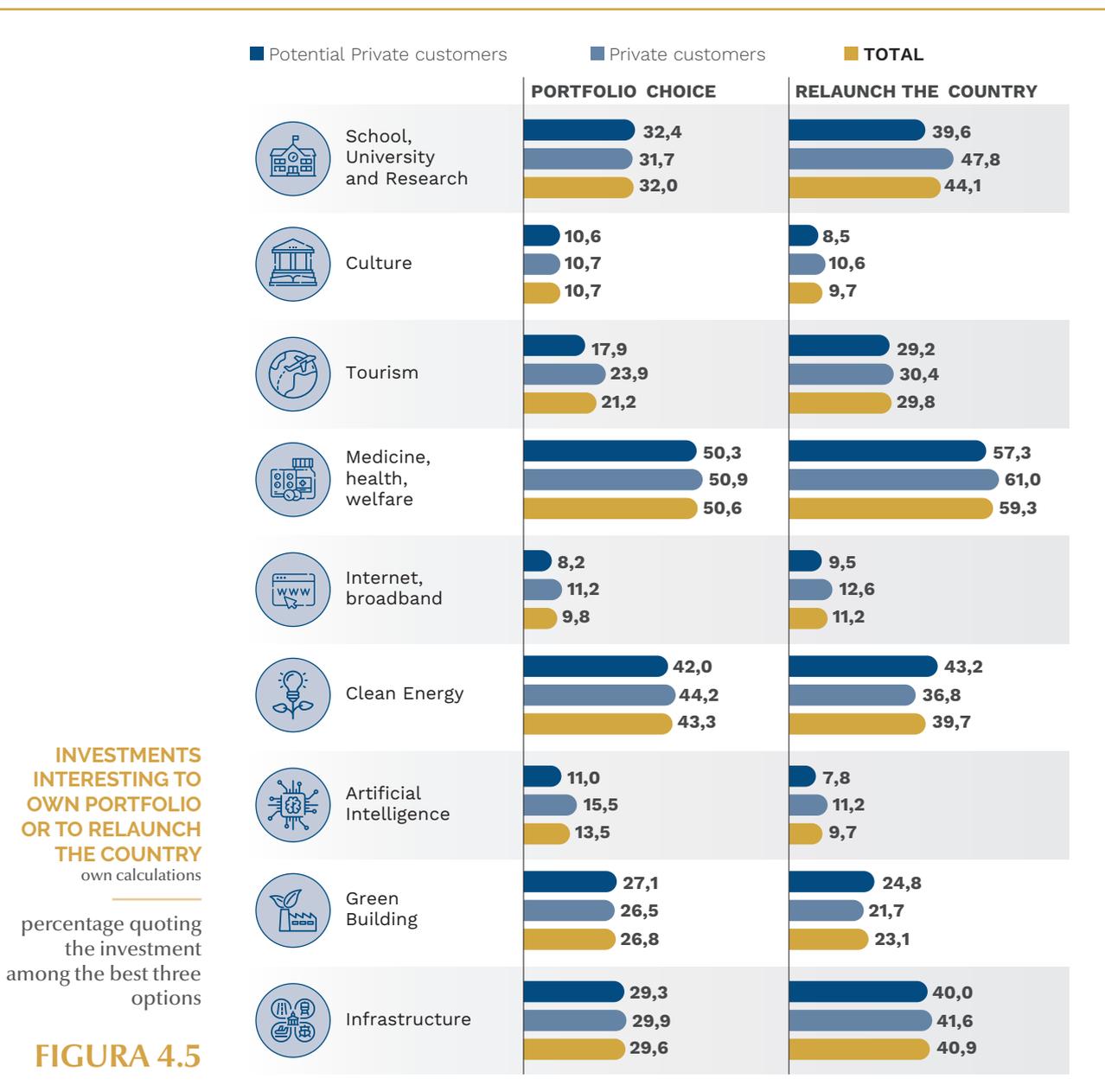


Anche gli investimenti nella formazione, nel welfare e nell'energia pulita sono ritenuti importanti oltre che interessanti per il proprio portafoglio.

Le valutazioni espresse nella figura non differiscono in modo rilevante tra le diverse categorie, ma emergono alcune peculiarità di coloro che sono assistiti da una banca *private* (figura 4.5).

In particolare gli investimenti nel turismo e nell'energia pulita sembrano più apprezzati dai clienti *private* come scelta possibile di portafoglio: il 23,9 per cento cita il turismo tra i tre comparti dove vorrebbe possibilità di investimento, contro il 17,9 per cento dei clienti *private* potenziali; per l'energia pulita la differenza è meno marcata, ma presente (44,2 contro 42 per cento). Sul fronte del rilancio del paese i clienti *private* rimarcano maggiormente la necessità di investire in scuola, università e ricerca (47,8 per cento contro 39,6 per cento dei clienti *private* potenziali), in cultura (10,6 per cento contro 8,5), in sanità (61 per cento contro 57,3), sulla banda larga (12,6 contro 9,5 per cento) e sulle infrastrutture (41,6 contro 40 per cento). Al contrario i clienti *private* potenziali ritengono, più degli altri, che per il rilancio del Paese siano importanti l'energia pulita e il green building. L'impressione complessiva è che, ancorché non si possa parlare di una vera e propria "differenza di vedute" sulle priorità di investimento, per i clienti

private siano più marcate le differenze, quando ci sono, tra ciò che ritengono un buon investimento per il proprio portafoglio, e ciò che ritengono un investimento utile per il paese: in un certo senso l'assistenza della banca *private* aiuta il formarsi di priorità meno "bandwagon", a non seguire le "mode" e a concentrarsi sulla concretezza dei mezzi per raggiungere gli obiettivi, siano essi i propri o quelli del Paese. D'altra parte l'aver dichiarato di apprezzare per il proprio portafoglio le possibilità di investimento in uno o più dei comparti indicati, non significa che tali comparti siano ritenuti in assoluto i migliori; piuttosto conferma



la disponibilità a mettere la propria ricchezza anche al servizio del rilancio del paese, rispettando il vincolo ineludibile per ogni portafoglio di un rendimento positivo, seppur limitato. Questo è vero per oltre la metà dei nostri intervistati (54,1 per cento), che hanno dichiarato di aver visto, nei settori che hanno scelto, una possibilità di “[...] Contribuire al rilancio concretamente, basta non perdere e guadagnarci almeno un poco”; mentre solo 45,9 per cento ha fatto la sua scelta pensando che si tratta di investimenti “[...] In prospettiva redditizi, ossia con buone cedole e buone crescite”.

Le forme nelle quali il proprio patrimonio finanziario può essere investito, soprattutto per le famiglie che costituiscono l'obiettivo della nostra indagine, non sono solo quelle “tipiche” dell'investimento azionario, obbligazionario o nel risparmio gestito; abbiamo così voluto toccare anche il tema delle tipologie alternative di investimento, alcune delle quali sono normalmente percepite come riserve di valore nel lungo periodo (metalli preziosi, opere d'arte), alcune spesso si accompagnano a una prospettiva di tipo “speculativo” (criptovalute, investimento automatizzato), altre sono orientate al bene del pianeta o all'impatto sociale³⁸ (green bond, social impact bond o project bond, fondi etici), altre ancora sono orientate a una “finanza di merito” e si collocano a metà strada tra l'investimento speculativo, per gli alti rendimenti possibili, e l'investimento a impatto sociale, per i soggetti finanziati e le modalità di finanziamento (investimento diretto o finanziamento di startup tecnologiche; prestiti disintermediati, ad esempio crowdfunding; venture capital).

Abbiamo così chiesto in quali di queste forme di investimento i nostri intervistati avessero investito negli ultimi tre anni: i risultati sono sintetizzati nella figura 4.6. La visualizzazione grafica deve essere accompagnata da una tabella per una più facile lettura di dettaglio, che lasciamo al lettore volenteroso; noi riteniamo, come per il “diamante del risparmio” (cap. 3), che la forma del diagramma sia

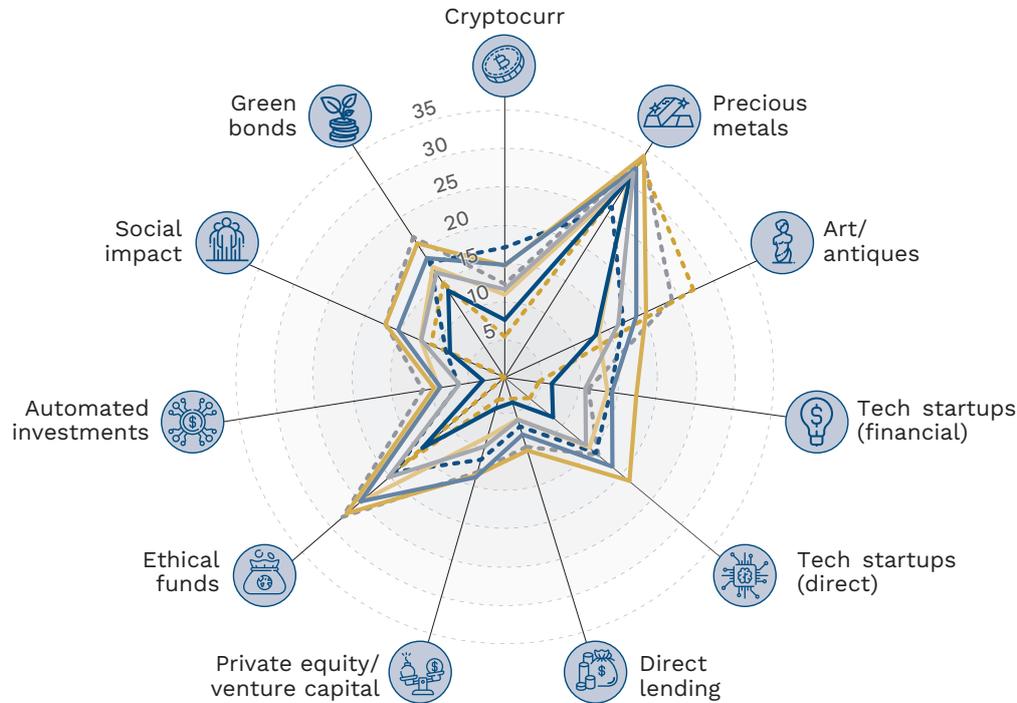
*“CONTRIBUIRE
AL RILANCIO
CONCRETAMENTE,
BASTA NON
PERDERE E
GUADAGNARCI
ALMENO UN POCO”*

38 Il questionario spiega brevemente all'intervistato il senso dell'investimento nei diversi comparti, tecnicamente i “green bond” sono obbligazioni la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente (efficienza energetica, energia da fonti pulite, ecc.); i project bond sono strumenti della finanza di progetto, che rendono possibile il partenariato tra pubblico e privato: con i project bond un'amministrazione finanziaria le nuove infrastrutture legando il rendimento e il rimborso del capitale al flusso di incassi da queste generate; nell'aprile del 2016 è nato il primo project bond italiano per il passante di Mestre; nel 2019 un project bond, per di più green, è stato emesso per finanziare un'infrastruttura eolica ed è approdato alla quotazione della Borsa. I social impact bond sono uno strumento di raccolta che remunera il capitale sulla base del raggiungimento di un determinato risultato sociale (in teoria l'impatto sociale genera un risparmio per la Pubblica Amministrazione e consente la remunerazione del titolo). L'interesse, anche a ridotti margini, per strumenti ad impatto sociale è oggetto di recenti studi anche in Italia (Stefania Basiglio, Mariacristina Rossi, Riccardo Salomone, Costanza Torricelli, “Saving with a Social Impact: Evidence from Trento Province”, Sustainability, ott. 2020). La particolarità dei fondi etici rispetto ai fondi tradizionali, infine, è la selezione dei titoli che compongono i portafogli, che devono rispondere ai criteri dell'investimento sostenibile e responsabile sulla base di criteri ambientali, sociali e di buon governo (ESG).

*L'ALA PIÙ
SVILUPPATA È
RAPPRESENTATA
DAI METALLI
PREZIOSI*

un'informazione di per sé: con un certo sforzo di fantasia possiamo quasi vedere la forma di un' "aquila", con due ali (a Nord-Est e Sud-Ovest nel diagramma), una testa (a Nord-Ovest) e una coda (a Sud-Est); l'ala più sviluppata è rappresentata dai metalli preziosi, forse il riflesso della ricerca di sicurezza a fronte di rapidi cambiamenti e incerte prospettive di inflazione, essa potrebbe accompagnarsi alla punta della sicurezza del "diamante del risparmio". L'altra ala, tuttavia, è rappresentata dai fondi etici, e ad essa si accompagnano la "testa" costituita dai green bond e dagli investimenti a forte impatto sociale, e la "coda", costituita dall'investimento diretto in startup tecnologiche: chi ha una maggiore istruzione (si veda la tabella) predilige gli investimenti in queste ultime, unitamente ai fondi etici e all'ambiente, che sono anche una scelta importante per i più ricchi, unitamente agli investimenti a impatto sociale (e ai metalli preziosi); notiamo anche che gli investimenti nell'arte e nei metalli sono molto più apprezzati dagli anziani rispetto ai giovani.

— Overall Target Population — Private Customers — Potential Private Customers
 - - ≤44 years of age - - ≥75 years of age - - >1 mio — Entrepreneurs — University Degree



	Total	Private customers	Pot. Private customers	Entrepr.	Univ. Degree	≤44 years	>74	>1mio
Cryptocurr.	11,5	14,7	7,5	10,8	14,6	17,	5,3	12,2
Precious metals	31,6	32,3	30,8	30,2	34,2	26,3	33,4	34,1
Art/antiques	16,3	18,9	13,1	13,5	20,3	17,	27,1	24,
Tech startups (financial)	10,6	14,1	6,2	13,5	17,3	13,9	4,5	11,
Tech startups (direct)	13,8	18,3	8,2	14,4	21,2	15,5	4,3	15,9
Direct lending	5,9	7,9	3,5	5,8	10,1	6,8	3,	9,6
Private equity/venture capital	9,5	13,7	4,3	8,2	13,4	11,3	3,1	13,
Ethical funds	20,1	24,9	14,2	25,	27,3	19,	17,7	28,
Automated investments	6,	8,5	2,9	8,7	9,3	6,1	-	10,8
Social impact	11,9	15,2	7,8	12,	17,	8,4	10,5	17,
Green bonds	16,3	18,6	13,5	17,2	20,9	17,9	14,7	21,9

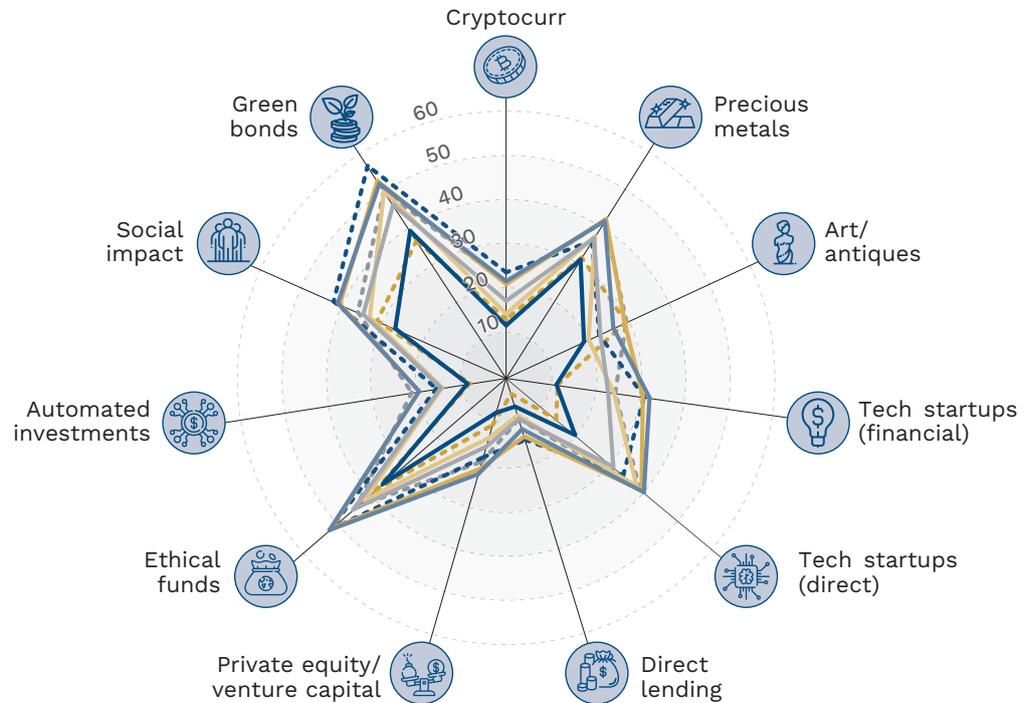
IN WHICH OF THE FOLLOWING ALTERNATIVE INVESTMENTS HAVE YOU INVESTED IN THE LAST 3 YEARS?

own calculations on World Bank data for poverty and on data by "Global Consumption and Income Project" for personal income (USD-PPP 2005).

Percentage values

FIGURA 4.6

— Overall Target Population — Private Customers — Potential Private Customers
 - - ≤44 years of age - - ≥75 years of age - - >1 mio — Entrepreneurs — University Degree



	Total	Private customers	Pot. Private customers	Entrepr.	Univ. Degree	≤44 years	>74	> 1mio
Cryptocurrencies	17,2	21,6	11,7	14,3	20,9	23,6	13,1	21,2
Precious metals	36,9	41,4	31,2	37,3	41,9	36,1	31,7	41,4
Art/antiques	23,1	26,3	19,1	20,2	29,1	22,8	29,4	29,5
Tech startups (financial)	22,9	32,2	11,3	24,2	30,7	31,	11,6	24,5
Tech startups (direct)	31,1	40,	20,	37,9	39,3	34,	14,5	38,7
Direct lending	9,7	12,1	6,8	8,9	13,8	14,6	3,8	9,7
Private equity/venture capital	16,1	22,5	8,2	14,1	21,3	18,6	11,1	19,6
Ethical funds	45,1	52,1	36,4	41,9	51,6	52,	38,5	44,1
Automated investments	14,7	19,6	8,7	14,4	19,6	15,7	8,2	21,3
Social impact	34,8	41,	27,	33,2	40,5	42,	31,4	36,1
Green bonds	46,2	51,8	39,2	49,9	52,6	56,6	36,6	49,9

INVESTMENTS INTERESTING TO OWN PORTFOLIO OR TO RELAUNCH THE COUNTRY

own calculations

percentage quoting the investment among the best three options

FIGURA 4.7

Ciò che accomuna tutte le categorie è l'atteggiamento molto prudente lungo tutte le dimensioni che si riferiscono alle forme più speculative: le criptovalute, i sistemi automatici di investimento³⁹ e le piattaforme per i prestiti disintermediati. Anche la "terra di mezzo" costituita dalla finanza di merito, ad eccezione dell'investimento diretto nelle startup tecnologiche, è stata oggetto di un investimento relativamente limitato nell'ultimo triennio.

D'altra parte gli impieghi concreti del denaro sono frutto dell'incontro tra la domanda e l'offerta di strumenti adeguati, sicché per avere un quadro completo non basta sapere in cosa la ricchezza sia stata investita, ma bisogna anche chiedersi quali investimenti siano oggi di interesse; abbiamo così rifatto la domanda in questa prospettiva (figura 4.7).

Notiamo subito che la forma del diagramma cambia radicalmente; ma cambia anche la sua dimensione: il valore massimo per l'asse di riferimento passa dal 35 al 60 per cento. Si tratta di percentuali rilevanti, tenuto conto che si riferiscono a veicoli alternativi di impiego del denaro: da un lato potremmo trovarci di fronte a una crescita dell'interesse nell'ultimo triennio, dall'altro al sintomo della necessità di adeguare l'offerta, soprattutto per le famiglie ad elevato patrimonio.

In ogni caso ciò che maggiormente ci interessa è il cambio del profilo del diagramma lungo le varie dimensioni; tale cambiamento deriva da tre fattori: in primo luogo la crescita molto limitata lungo gli assi dei "beni rifugio" (arte, antichità, metalli preziosi); in secondo luogo si osserva una crescita dell'interesse per l'investimento speculativo⁴⁰, ma non tale da alterare il profilo delle scelte (potenziali) lungo tale dimensione; infine, e questo è ciò che più rileva nel cambio di forma del diagramma, è assolutamente dominante l'interesse nell'investimento verde, nei fondi etici e nell'investimento a forte impatto sociale: in media tali comparti sono interessanti, rispettivamente, per il circa il 36, il 45 e il 35 per cento degli intervistati, contro circa il 16, il 20 e il 12 per cento che vi hanno investito negli ultimi tre anni; è ottimo anche l'appetito per l'investimento, finanziario o diretto, nelle startup tecnologiche (rispettivamente 23 e 31 per cento, contro

*È ASSOLUTAMENTE
DOMINANTE
L'INTERESSE
NELL'INVESTIMENTO
VERDE, NEI FONDI ETICI
E NELL'INVESTIMENTO
A FORTE IMPATTO
SOCIALE*

39 Si tratta di strumenti che consentono di affidare la scelta di investimento a robot, algoritmi, intelligenza artificiale; nel modo degli operatori istituzionali tali strumenti sono ormai molto diffusi: nel 2018 il 53 per cento degli scambi delle azioni globali cash è stato gestito in tal modo, negli Stati Uniti i due terzi, in Europa il 47 per cento in media, in Italia oltre un terzo degli scambi azionari è gestito da software (Vittorio Carlini, "Borsa, il robot sostituisce l'uomo: ai software il 53% degli scambi", Il Sole 24 Ore, 2 giu. 2019). Le possibilità di accedere all'uso di strumenti analoghi anche come investitori privati sono in espansione.

40 Soprattutto per i sistemi automatizzati, che sono interessanti per il 14 per cento del campione, a fronte del 6 per cento ad averli utilizzati negli ultimi tre anni; ma anche per le criptovalute (17,2 per cento contro 11,5) e per i prestiti diretti (9,7 contro 5,9 per cento).

operazioni effettive nell'ultimo triennio fatte dall'11 e 14 per cento del campione). Le maggiori percentuali di soggetti interessati alle tipologie proposte di investimento alternativo si riscontrano tra i più giovani, in particolare per l'investimento green, i fondi etici e l'investimento a forte impatto sociale; ma è forse ancor più rilevante il fatto che, sia per gli investimenti effettuati nell'ultimo triennio, sia per l'interesse odierno ai vari comparti, il perimetro segnato nel diagramma dai clienti *private* sia decisamente più ampio rispetto a quello dei clienti *private* potenziali, con la sola eccezione dell'area di rifugio rappresentata dai metalli preziosi dove le due curve sono più vicine. Non è un caso, ed è coerente con tutte le evidenze fin qui presentate: pur accomunati da un'attenzione alla prudenza, i clienti *private* mostrano una maturità superiore e una visione più ampia, alle quali si accompagna, probabilmente, anche un più facile accesso agli strumenti che una tale maturità e una tale visione rendono appetibili. In sintesi la popolazione che abbiamo intervistato mostra una consapevolezza della responsabilità che deriva dalla propria ricchezza, e anche una disponibilità ad esercitarla con prudenti scelte di investimento; è evidente anche la capacità di distinguere, nell'ambito delle proposte di investimento, le differenti dimensioni del vantaggio per il proprio portafoglio e dell'impatto sociale. Il ruolo della banca *private*, in questo contesto, è apparso chiaro ed efficace nell'incrementare la consapevolezza e l'ampiezza di visione dei propri clienti (oltre, probabilmente, nel facilitarne l'accesso ad alcuni strumenti): tra i clienti *private*, tra i più giovani e tra i più istruiti, e anche tra i più ricchi, la ricerca di una strategia di investimento responsabile, green, a forte impatto sociale sembra essere concreta. In buona sostanza abbiamo indizi chiari che la narrazione ESG⁴¹ si sia fatta spazio tra le famiglie a elevato patrimonio: è un argomento che dobbiamo indagare.

*I CLIENTI
PRIVATE
MOSTRANO
UNA MATURITÀ
SUPERIORE E
UNA VISIONE
PIÙ AMPIA*

41 Si ricorda che il termine ESG sta per "Environment, Social, Governance" e si riferisce a una declinazione della responsabilità sociale d'impresa lungo le dimensioni dell'attenzione ai temi ambientali, sociali e di governance. A proposito di ambiente (Environment), si tratta in particolare delle scelte legate all'energia, all'impegno contro il cambiamento climatico e all'uso delle risorse naturali. I temi sociali (Social) riguardano in modo particolare le condizioni di lavoro dei dipendenti e i rapporti con la comunità locale e il territorio. Le regole (Governance) sono principalmente quelle relative ai principi di qualità e integrità nella scelta del management, alla correttezza delle retribuzioni, alla condotta dei vertici, alla gestione dei rischi.

3. La narrazione ESG accolta con senso critico

Il tema degli investimenti ESG si colloca nel più ampio, e assai antico, dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa, che vede su estremi opposti da un lato le ragioni già espresse in modo forte da Milton Friedman già nel 1970, secondo cui il ruolo sociale dell'impresa consiste nel produrre profitti e valore per gli azionisti⁴², dall'altro lato chi sostiene che l'impresa sia una società nella società, e che dunque il suo scopo sia migliorare il benessere di tutti i soggetti, interni ed esterni, coinvolti direttamente o indirettamente dalla sua attività (i dipendenti, la comunità, i clienti, i fornitori e, ovviamente, anche gli azionisti)⁴³. I fautori della responsabilità sociale ritengono che le tesi à la Friedman siano in qualche modo semplicistiche, basate nei fatti su una metafora, quella del rapporto principale-agente tra l'azionista e l'amministratore al quale è affidata la sua impresa, che non rappresenta correttamente la realtà. Tale metafora è inadeguata, si sostiene, soprattutto in un mondo dove l'azionariato è diffuso, dove shareholder e stakeholder possono anche essere le stesse persone, portatori, con due diversi abiti, di due diversi tipi di interesse, dove spesso gli azionisti investono nell'impresa quote limitate del loro patrimonio, e possiedono quote irrilevanti dell'impresa, affiancate a quelle di imprese concorrenti, e sicuramente, in virtù del velo della responsabilità limitata, non sono responsabili degli abusi. Perché dunque trattarli in modo differente rispetto agli altri portatori di interesse (stakeholder)? Al contrario, i sostenitori della prima posizione non negano l'impatto sociale dell'impresa nei confronti di una platea di soggetti ampia e non coincidente con la proprietà della stessa; tuttavia ritengono che tale impatto sia di competenza di una politica saggia, che stabilisca un chiaro e adeguato quadro normativo di riferimento in cui le aziende possano operare, concentrandosi sulla massimizzazione del proprio valore finanziario, ossia della ricchezza degli azionisti. In questo quadro il tema dei criteri ESG potrebbe esaurirsi, stiamo banalizzando, nella contrapposizione tra chi ritiene che gli amministratori debbano integrare pienamente tali criteri negli obiettivi dell'attività d'impresa, e coloro che ritengono necessario, piuttosto, un dialogo nazionale e internazionale aperto, franco e dettagliato, che porti all'attuazione di politiche pubbliche ESG, tese a definire chiaramente in vincoli operativi che le imprese devono rispettare nel-

*IL TEMA DEGLI
INVESTIMENTI
ESG SI COLLOCA
NEL PIÙ AMPIO,
E ASSAI ANTICO,
DIBATTITO SULLA
RESPONSABILITÀ
SOCIALE
D'IMPRESA*

42 Milton Friedman, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", The New York Times Magazine, sett. 1970.

43 I cosiddetti "stakeholder", pubblico assai più ampio rispetto al ristretto gruppo degli "shareholder", ossia degli azionisti.

le loro scelte, che rimangono comunque finalizzate alla massimizzazione del profitto.

Ma, in realtà, la narrazione ESG proposta agli investitori, in qualche modo "supera" il problema della responsabilità sociale, per sostenere che la gestione secondo criteri ESG non sia solo un bene per la società, ma incrementi anche il valore dell'impresa, e dunque abbia un esito positivo per chi vi investe.

Le ricerche in materia, ad oggi, affrontano due grandi temi: da un lato la relazione tra la performance dell'impresa e l'impegno di tipo ESG; dall'altro l'affidabilità dei rating ESG che le varie agenzie assegnano alle imprese o ai veicoli di investimento del risparmio.

Sul primo punto l'evidenza è mista: è abbastanza assodato che le aziende problematiche dal punto di vista ESG (ad esempio a causa del settore in cui operano) scontino una maggiore incidenza di disastri e shock nel tempo (ad esempio per danni ambientali), che abbassano il valore atteso dei flussi di cassa futuri, contraendo il valore per l'azionista. Ma, se essere "cattivi" certamente non conviene, non è detto che convenga essere "buoni": in particolare non è chiaro in quale direzione vada il nesso causale tra la performance dell'impresa e il comportamento virtuoso dal punto di vista ESG, inoltre non è del tutto chiaro, fatta eccezione, come si è accennato, per le aziende chiaramente "cattive", quanto i mercati incorporino nei prezzi la responsabilità sociale.

Sulla questione dei rating ESG, in letteratura c'è un discreto "accordo sul disaccordo": in effetti il problema è che i metodi di rating delle diverse agenzie tendono a produrre risultati divergenti, sia a causa delle differenti dimensioni valutate, sia a causa della differente metrica della valutazione, sia a causa dei pesi assegnati alle diverse dimensioni.

*LE AZIENDE
PROBLEMATICHE
DAL PUNTO
DI VISTA ESG
SCONTANO
UNA MAGGIORE
INCIDENZA
DI DISASTRI
E SHOCK
NEL TEMPO*

	Total	Private customers	Pot. Private customers	Entrepr.	Univ. Degree	≤44 years	>74	> 1mio
<i>What do you think about initiatives made by companies for sustainable development and corporate social responsibility?</i>								
I think they are faked operations of companies to improve their image	29,	31,6	25,8	28,7	28,7	29,6	33,9	28,4
Companies are doing so in order to protect their own future and that of their citizens.	40,3	41,3	39,1	45,7	45,	34,3	41,9	46,
I don't really know what to think	30,7	27,1	35,1	25,6	26,3	36,1	24,2	25,6
<i>Companies should maximize shareholder value; ESG is a regulatory problem</i>								
Very much agree	18,	18,7	17,	18,4	16,1	18,4	18,8	14,6
Fairly agree	68,	66,5	69,9	66,1	67,8	65,6	67,7	68,7
Slightly agree	13,	14,1	11,6	13,8	14,4	15,2	12,3	14,9
Not at all agree	1,1	,7	1,5	1,7	1,7	,8	1,2	1,8
<i>In the world of finance and investment, how much consideration is given to ESG?</i>								
Very	9,8	11,6	7,5	12,	12,4	9,	5,	10,1
Somewhat	48,9	49,1	48,6	47,6	53,8	49,4	50,3	49,8
A little	37,4	35,4	39,8	38,6	30,7	37,2	34,9	35,6
Not at all	4,	3,8	4,1	1,8	3,2	4,5	9,8	4,5
<i>How do you think ESG attention influence financial investments in the medium to long term?</i>								
They increase profits	44,9	50,4	38,1	48,1	52,	49,3	37,5	49,6
They decrease profits	11,4	11,9	10,9	11,4	13,1	10,	12,	13,1
I don't know	43,7	37,8	51,	40,5	34,9	40,7	50,5	37,2
<i>Wanting to verify whether an investment meets ESG criteria what would you base it on?</i>								
Ask my financial advisor	67,9	74,5	59,6	65,9	69,8	66,4	66,3	67,8
Personally evaluate	21,9	24,1	19,1	25,2	28,6	29,1	12,4	27,3
ESG ratings of various agencies	10,2	13,7	5,8	14,	13,7	11,9	12,1	16,6
I am unable	14,7	11,	19,3	12,2	8,8	14,9	13,6	12,
I am not interested	7,2	5,	10,	7,2	5,2	4,9	12,2	6,5
<i>A ESG business model (only to entrepreneurs, percentage of "very agree" answers).</i>								
increases the business potential of the company	17,9	18,1	17,7	17,9	21,4	18,9	-	18,7
Improves competitive positioning	16,4	18,9	13,4	16,4	15,4	17,6	-	19,7
Attracts third party investors	11,9	14,	9,4	11,9	10,1	13,9	-	15,
Improves financing conditions	20,8	27,9	12,6	20,8	28,1	25,6	-	23,4
Creates value for all stakeholders	16,6	18,4	14,6	16,6	14,8	13,8	30,3	17,5
Creates value for shareholders	19,	20,8	16,8	19,	18,8	13,8	20,3	21,2

AGREEMENT TO SOME STATEMENTS CONCERNING ESG INVESTMENT
own calculations

TABELLA 4.1

Non è questa la sede per una discussione completa, e forse ci siamo anche dilungati troppo, rimandiamo il lettore interessato alla vasta letteratura esistente⁴⁴, a noi non interessa tanto decidere quanto sia solida la narrazione ESG, quanto indagare se tale narrazione sia stata accolta dalla popolazione oggetto della nostra indagine, e con quale consapevolezza delle implicazioni.

La tabella 4.1 presenta una prima sintesi dei risultati. Notiamo così che meno della metà del nostro campione ritiene che le iniziative delle imprese per lo sviluppo sostenibile e la responsabilità sociale siano, per così dire, "sincere", ossia effettivamente messe in atto per tutelare il proprio futuro e quello dei cittadini; d'altra parte il "rovescio della medaglia" è costituito principalmente da chi non sa rispondere (circa il 31 per cento in media), mentre chi ritiene che si tratti di "green washing"⁴⁵, è una minoranza in tutte le categorie (in media il 29 per cento): si tratta di un dato che riflette concretamente le difficoltà di valutazione di questo tipo di iniziative.

*MENO DELLA
METÀ DEL
NOSTRO
CAMPIONE
RITIENE CHE LE
INIZIATIVE DELLE
IMPRESE PER
LO SVILUPPO
SOSTENIBILE
E LA
RESPONSABILITÀ
SOCIALE SIANO,
PER COSÌ DIRE,
"SINCERE"*

Molta meno incertezza, al contrario, si trova nell'accettare la "metafora" principale-agente che sta alla base della teoria della creazione di valore per l'azionista: quasi nove soggetti su dieci in tutte le categorie considerate ritengono che l'obiettivo primario degli amministratori debba essere, appunto, tale valore; per contro, questo non è percepito in contrasto con la responsabilità sociale, infatti poco meno del 60 per cento del campione, e oltre i due terzi dei laureati, ritengono che il mondo della finanza e degli investimenti oggi tenga molto, o abbastanza, in considerazione i temi ESG; inoltre poco meno della metà (44,9 per cento) pensa che l'attenzione a tali temi faccia aumentare i profitti degli investimenti finanziari, valore che supera la metà per i clienti *private* e per i laureati, e che è più alto di quello medio anche per i più ricchi e per gli imprenditori (rispettivamente 49,6 e 48,1 per cento).

44 Per la responsabilità sociale si vedano, ad esempio, Ronald M. Green, "Shareholders As Stakeholders: Changing Metaphors Of Corporate Governance", *Washington and Lee Law Review*, Vol. 50, n° 4, 1993; H. Jeff Smith "The Shareholders vs. Stakeholders Debate", *MITSloan Management Review*, Vol. 44, n° 4, 2003; in Italiano: Lorenzo Sacconi, "Riformare il capitalismo, oltre il mito del «valore per gli azionisti»", *La Rivista delle Politiche Sociali*, 1/2014. Per un'analisi delle evidenze relative all'impatto ESG sul valore dell'impresa si veda: Bradford Cornell, Aswath Damodaran, "Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?", *The Journal of Impact and ESG Investing*, Fall 2020. Sul tema della divergenza dei rating si vedano: Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon, "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings", sett. 2020; Dane Christensen, George Serafeim, Anywhere Sikoichi, "Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings", WP 20-084 Harvard Business School, sett. 2019.

45 Ossia di operazioni di facciata per migliorare l'immagine dell'impresa, che non si traducono concretamente in azioni responsabili a favore della società e dell'ambiente.

A questi ultimi abbiamo anche rivolto una domanda specifica riguardo alla scelta di creare valore con un modello di business sostenibile e trasparente: nella tabella abbiamo cercato di individuare un' "identità forte", raccogliendo la percentuale degli imprenditori che sono "molto d'accordo" con le diverse affermazioni. In media il valore più elevato (poco più di un quinto) si riscontra per l'affermazione secondo la quale un modello ESG di business migliora le condizioni di finanziamento per l'impresa, in ogni caso, nel complesso le identità più forti si riscontrano tra gli imprenditori più ricchi, e tra quelli che hanno una banca *private* come referente principale, che vedono percentuali di consenso superiori ai clienti *private* potenziali su tutte le affermazioni proposte.

In sintesi, nel complesso del campione, l'idea portante della narrazione ESG, ossia, per esprimerla rapidamente, che investire sulle imprese "buone" sia conveniente, è sostanzialmente penetrata tra i più istruiti, i più ricchi e tra chi si affida a una banca *private*, molto meno tra i clienti *private* potenziali e tra i più anziani. Occorre ricordare, tuttavia, che anche in questo caso, dove il consenso è ridotto, non si riscontra una negazione dell'idea stessa, quanto, piuttosto, un'elevata incertezza: la percentuale di incerti circa l'effetto ESG sui profitti dell'investitore è quasi uguale a quella di chi sostiene che i profitti salgano, contro solo l'11.4 per cento che sostiene il contrario.

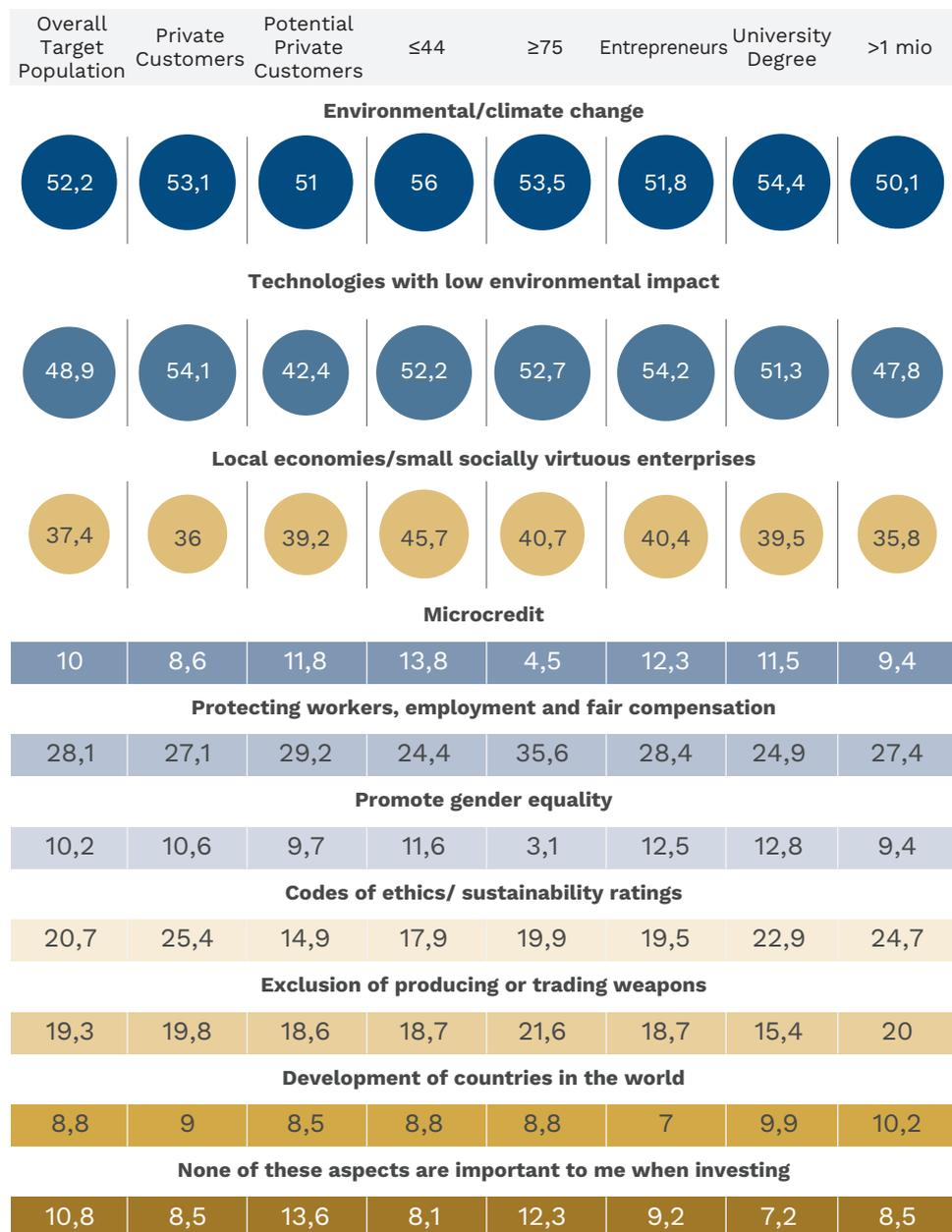
Una grande diffidenza, giustificata, peraltro, come si è detto, anche dalla letteratura scientifica, si riscontra sul ruolo dei rating: poco più di un intervistato su dieci si baserebbe su tale strumento per verificare se un investimento incontri i criteri ESG, mentre circa il 68 per cento si rivolgerebbe al proprio advisor, valore che sale a circa tre quarti tra i clienti *private*, e scende a meno del 60 per cento tra gli altri.

Anche in questo caso, dunque, è confermato il ruolo vitale dell'advisor, e la maggiore fiducia che in esso ripone chi ha scelto una banca *private* come referente principale.

Nel diffidare dei rating aggregati, si è visto, probabilmente i nostri investitori non sbagliano, ma, ci siamo detti, pur con la fiducia che ripongono nel loro referente, non sono soggetti che scelgono senza farsi un'idea precisa dell'oggetto della loro scelta, abbiamo così chiesto loro quali siano le tre principali caratteristiche che, nella loro visione, possano qualificare un investimento come sostenibile e socialmente responsabile (figura 4.8).

*LA PERCENTUALE
DI INCERTI CIRCA
L'EFFETTO ESG
SUI PROFITTI
DELL'INVESTITORE
È QUASI UGUALE
A QUELLA DI
CHI SOSTIENE
CHE I PROFITTI
SALGANO*

Ai primi posti, per tutte le categorie troviamo i temi ambientali, genericamente indicati, oppure con riferimento specifico all'adozione di tecnologie a basso impatto; un'attenzione particolare è quindi riservata agli impatti sull'economia e al tessuto delle piccole imprese; la tutela dei lavoratori



THE THREE MAIN FEATURES OF ESG INVESTMENT
own calculations
percentage values and rank correlations

FIGURA 4.8

è più o meno per tutti a metà classifica, mentre in coda si collocano la parità di genere, il microcredito, e l'impegno per lo sviluppo dei paesi nel mondo. I più anziani sono i meno sensibili al microcredito e alla parità di genere, alla quale, invece, è più attenta la media degli imprenditori (12,5 per cento) di quanto non lo sia la media delle donne (11,1 per cento, non riportato in figura). L'idea di assegnare un rating di sostenibilità è più apprezzata dai più ricchi e da chi ha un'istruzione universitaria, mentre, in generale, il tema delle "imprese cattive" (ad esempio impegnate nella produzione e commercio di armi) non è molto sentito. Ciò che può forse stupire è che, a fronte della dispersione delle valutazioni che si ritrova nei giudizi delle diverse agenzie di rating, l'immagine dell'impresa ESG che i nostri investitori si sono costruiti, nonostante le piccole differenze sopra menzionate, non differisce in modo deciso tra le diverse categorie di intervistati.

Per verificare questo aspetto abbiamo considerato la "classifica" delle caratteristiche ESG che ciascun gruppo ritiene siano le tre principali, abbiamo poi confrontato le classifiche tra loro e calcolato una matrice di correlazione di rango⁴⁶, costituita dai coefficienti di correlazione lineare tra le diverse classifiche. Notiamo così che essi sono quasi tutti superiori a 0,9, qualcuno molto vicino all'unità, confermando una sostanziale unitarietà di vedute; la categoria che nei suoi giudizi più differisce dalle altre è costituita dai più anziani, i clienti *private* esprimono giudizi molto simili ai più ricchi, ai più istruiti (coefficienti pari a 0,98) e agli imprenditori (0,96); ma non perfettamente allineati con i clienti *private* potenziali, che esprimono, invece, giudizi molto vicini a quelli della media della popolazione.

L'assistenza della banca *private* ha, in effetti, portato a risultati concreti in termini di consapevolezza, che ha avvicinato i propri clienti ai cluster più "esclusivi" all'interno di questa popolazione già molto particolare; ma i risultati si vedono anche in termini di concrete scelte di investimento (figura 4.9).

⁴⁶ La matrice è ovviamente simmetrica, ma abbiamo comunque deciso di riportarla interamente; abbiamo anche indicato in rosso i coefficienti inferiori a 0,9.

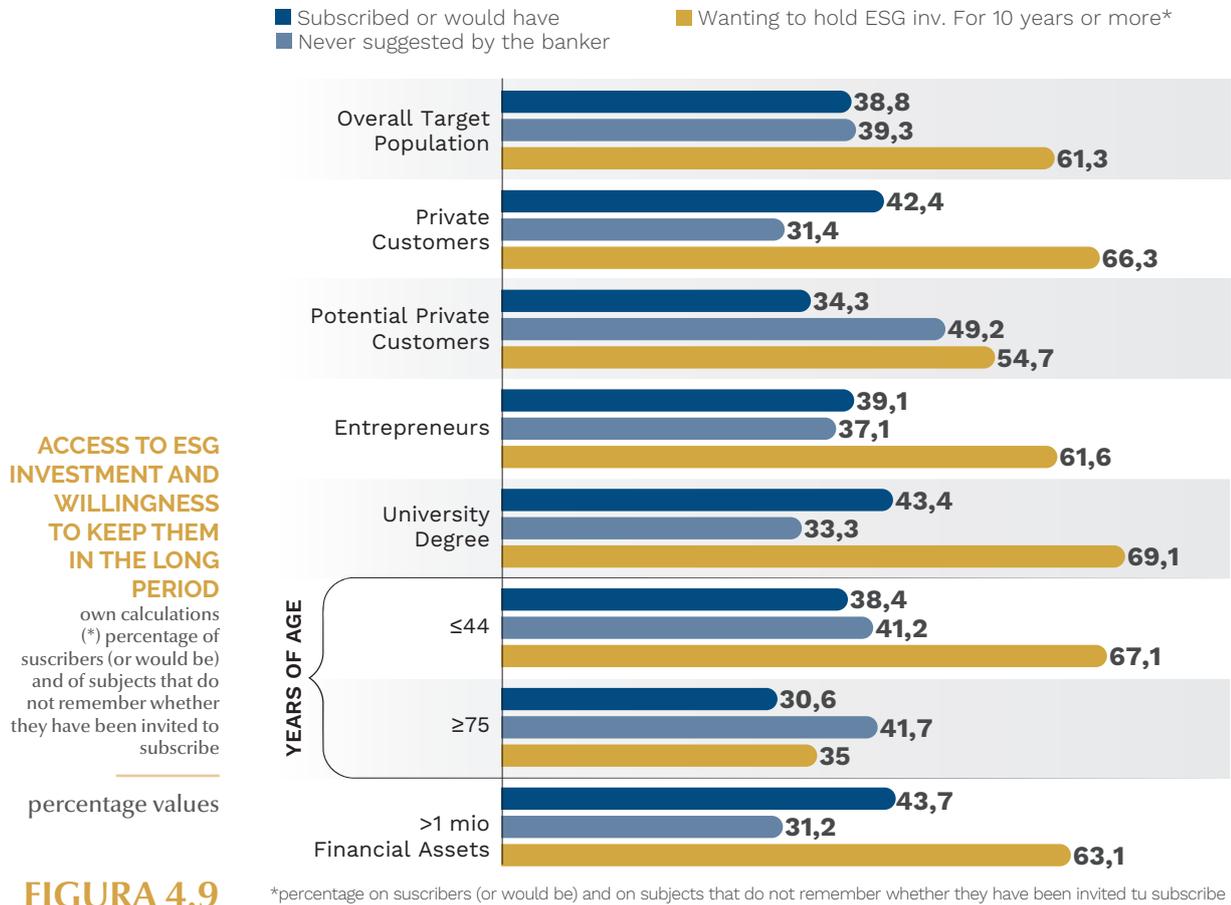


FIGURA 4.9

La figura ci fornisce quattro informazioni di un certo interesse: in primo luogo i sottoscrittori di strumenti di investimento ESG, o coloro che sarebbero stati interessati a sottoscriverli se fossero stati loro proposti, sono una minoranza (38,8 per cento), ma a ben il 39 per cento dei soggetti l'investimento non è mai stato proposto. In secondo luogo ritroviamo nel grafico i quattro abituali "cluster di eccellenza"⁴⁷: i clienti *private*, gli imprenditori, i più istruiti e i più ricchi, con percentuali di sottoscrittori (effettivi o potenziali) più elevate; ma, soprattutto, e questa è la terza informazione di interesse, con una minor percentuale di soggetti ai quali questa opportunità di investimento non è mai stata proposta: tale

AL 39 PER CENTO DEI SOGGETTI L'INVESTIMENTO ESG NON È MAI STATO PROPOSTO

⁴⁷ Noti il lettore che non si tratta di gruppi separati, è dunque ben possibile che siano costituiti in parte dalle stesse persone e quanto più questo è vero, tanto più le statistiche saranno simili. Non abbiamo effettuato un test di indipendenza delle distribuzioni, tuttavia la penetrazione dei servizi private nella fascia tra 1 e 5 milioni di euro di ricchezza finanziaria è di circa l'80 per cento, oltre i 10 milioni è del 96 per cento, di circa il 51 per cento tra i 5 e i 10 milioni, solo di circa il 44 per cento sotto il milione di euro (AIPB-Prometeia, op. cit.).

valore per i clienti *private* coincide sostanzialmente con quello dei più ricchi, e insieme sono i più bassi della popolazione; al contrario, gli strumenti di investimento ESG non sono mai stati proposti a quasi la metà di chi non è seguito da un referente *private* (la percentuale più elevata tra tutte le categorie considerate). Infine la classe di età più anziana è quella meno disponibile ad accogliere questa nuova tendenza di investimento, e, comprensibilmente è la meno disposta a mantenere un eventuale impiego per dieci anni o più, disponibilità dichiarata, invece, da oltre due terzi dei clienti *private*, dei più istruiti e anche dei più giovani⁴⁸.

In sintesi le famiglie del nostro campione hanno accolto la narrazione ESG, ma con spirito critico, che si esprime, da un lato, nella scarsa penetrazione dell'idea di fondo della responsabilità sociale d'impresa, alla quale, tuttavia, si affianca la convinzione che un'impresa che ben si comporta con tutti gli stakeholder sia anche un'impresa più profittevole. Dall'altro lato i nostri intervistati, pur avendo una certa uniformità di vedute su quali debbano essere le caratteristiche di un investimento ESG, sono consapevoli delle difficoltà di individuare concretamente quali siano le imprese o i veicoli di investimento che realmente vi rispondono.

In questo quadro il referente finanziario riveste un ruolo fondamentale nell'informare e proporre, in altri termini nell'attivare le potenzialità sociali dei patrimoni famigliari attraverso il canale dell'investimento ESG, ruolo che la banca *private* sembra svolgere meglio di altri.

Ma non esiste solo la finanza.

*LE FAMIGLIE
DEL NOSTRO
CAMPIONE
HANNO ACCOLTO
LA NARRAZIONE
ESG, MA CON
SPIRITO CRITICO*

⁴⁸ Una tale disponibilità, ovviamente, non può essere slegata dalla quota di portafoglio che si immagina di dover immobilizzare, per questa ragione la domanda precisava: “[...] Anche per una piccola percentuale del suo patrimonio”.

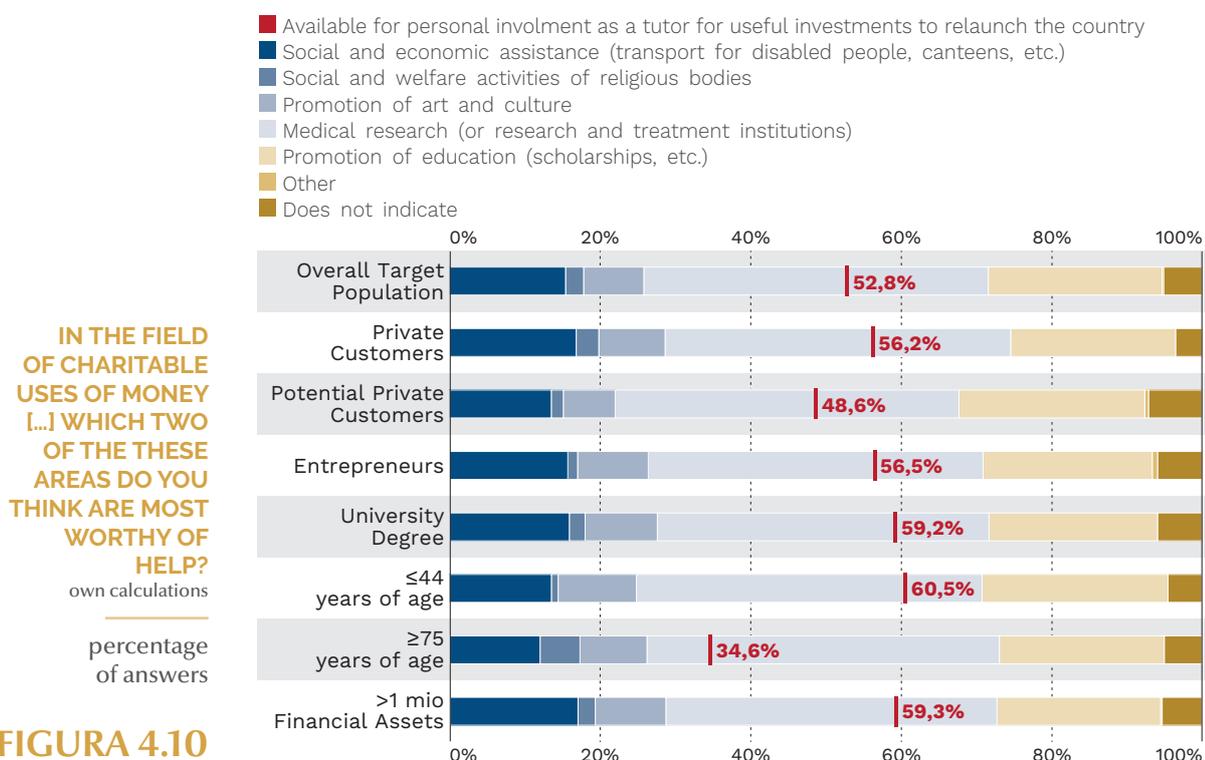


FIGURA 4.10

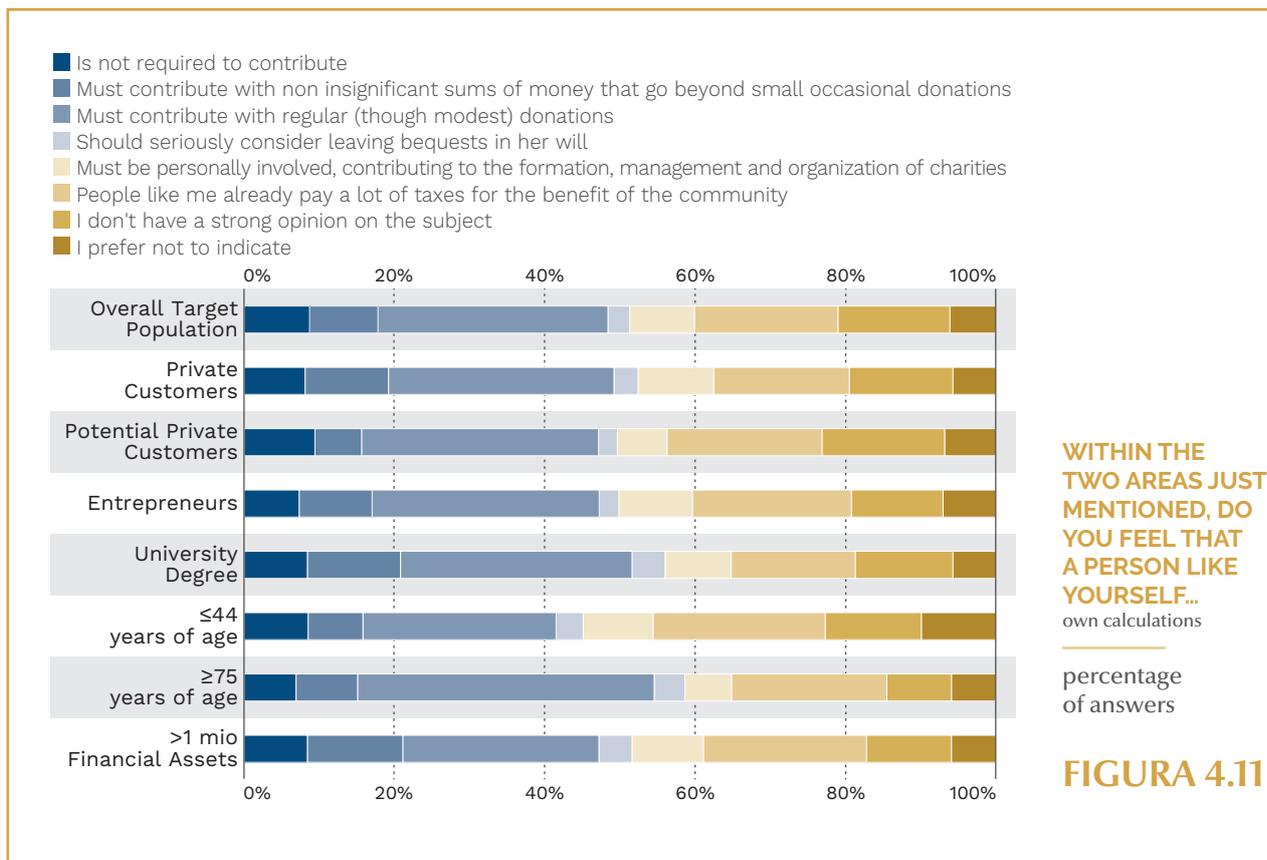
4. Non solo finanza: attività benefiche ed economia reale

Il ruolo, anche sociale, di chi ha grandi patrimoni, è sicuramente, oggi, molto legato alle strategie di investimento finanziario, vogliamo però brevemente esaminare anche due, forse più "tradizionali", canali di impatto: le attività benefiche e l'impegno diretto nelle attività dell'economia reale.

La figura 4.10 considera le attività benefiche: abbiamo chiesto ai nostri intervistati di indicare le due più meritevoli di aiuto e poi abbiamo ripesato le risposte ottenendo un punteggio su base cento⁴⁹; ne abbiamo poi inserita una un po' particolare, il cui dato non abbiamo riponderato, ma riportato in modo grezzo: si tratta della percentuale di intervistati disponibili ad impegnarsi in prima persona in un'attività di "tutoraggio" per eventuali iniziative tra quelle giudicate utili al rilancio del Paese⁵⁰.

⁴⁹ Sostanzialmente le percentuali indicate nella figura indicano per ogni attività la percentuale di risposte, e non di rispondenti, che la include nelle due meritevoli.

⁵⁰ Si vedano le figure 4.4 e 4.5.



Tra le varie attività il contributo alla ricerca medica, o a un'istituzione di ricerca e cura, è fortemente prevalente, raggiungendo in media oltre il 45 per cento delle risposte; i contributi alle attività formative raccolgono tra circa un quinto e circa un quarto dei consensi a seconda della categoria considerata; i clienti *private*, i più istruiti, i più ricchi e i più giovani valutano più della media il contributo ad attività di promozione dell'arte e della cultura; cosa che vale, nel caso dei clienti *private* e dei più ricchi, anche per le attività di assistenza sociale ed economica⁵¹.

L'impegno di tutoraggio sopra citato è nelle corde dei nostri intervistati, trovando, in media, il consenso di oltre la metà di essi, con valori intorno al 60 per cento tra i più istruiti e i più giovani, valori decisamente, e comprensibilmente, più ridotti (34,6 per cento) tra i più anziani e una certa differenza tra i clienti *private* e gli altri (rispettivamente 56,2 per cento e 48,6 per cento).

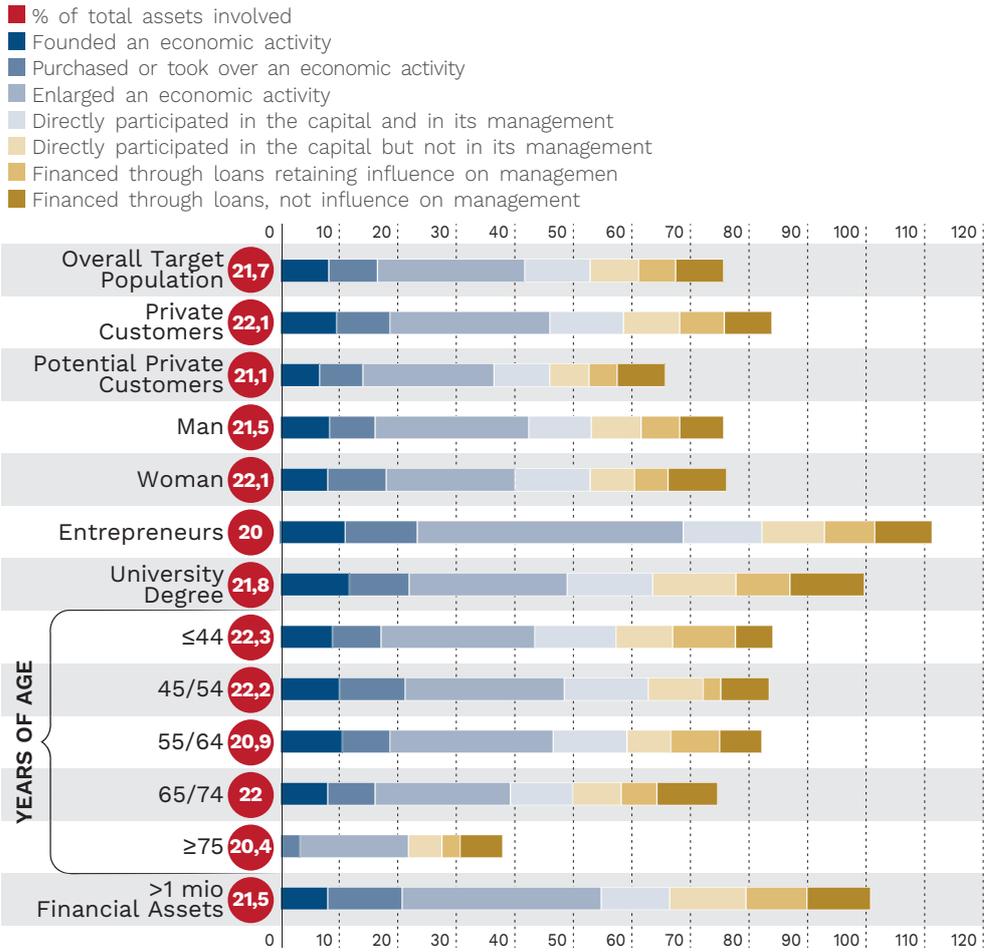
⁵¹ Il lettore attento avrà anche notato che le attività sociali e di assistenza degli enti religiosi sono quasi assenti (a parte tra i più anziani, per i quali i consensi si fermano comunque al 5,3 per cento): il dato non è commentato poiché il problema sta probabilmente nel modo in cui è posta la domanda. Le risposte possibili, infatti, si riferiscono tutte a specifiche attività, mentre quella sugli enti religiosi è focalizzata sul fornitore; quasi certamente, quindi, è stata interpretata in senso restrittivo (escludendo, ad esempio, la sanità, perché già inclusa tra le altre risposte).

Abbiamo anche chiesto al nostro campione, nell'ambito dei due settori indicati, quali fossero le opinioni circa la modalità più appropriata di contribuire: la figura 4.11 presenta i risultati, anch'essi trasformati in un punteggio a base 100. La prima cosa che notiamo è l'elevata percentuale di "non risposte", o per mancanza di un'opinione o perché si preferisce non rispondere (in media il 21 per cento): ce lo aspettavamo, si tratta infatti, tipicamente, di una domanda "sensibile"; in ogni caso la percentuale è più elevata tra i più giovani e tra i soggetti non assistiti da una banca *private*. La modalità che riceve più consenso è quella delle donazioni regolari, ma oltre un quinto delle risposte indica il bisogno di fare di più, attraverso un impegno non convenzionale: donazioni significative, lasciti testamentari, o anche coinvolgimento in prima persona nella formazione, gestione o organizzazione di enti benefici.

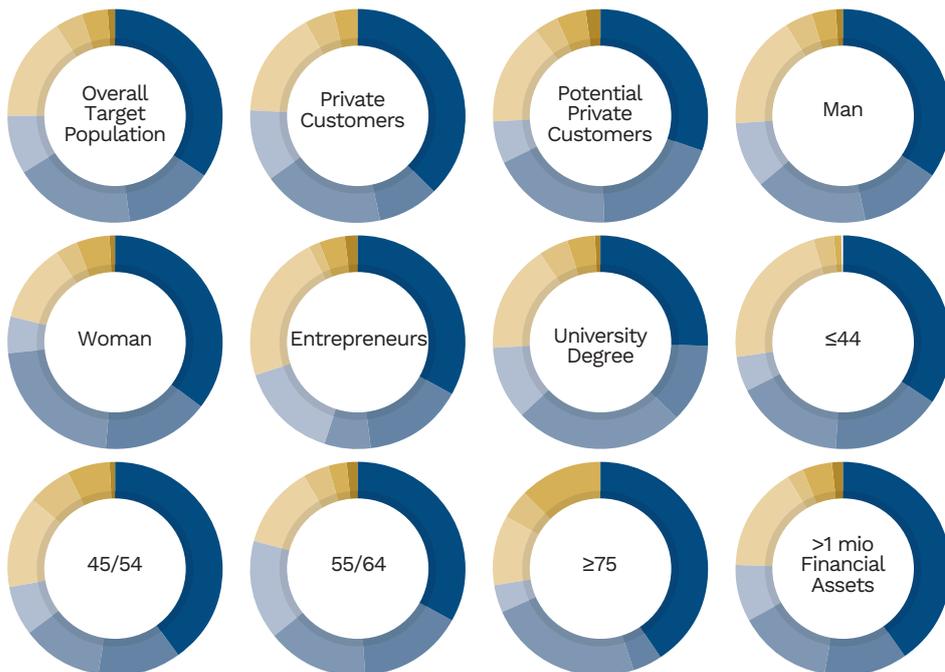
Infine, poco più di un quarto delle risposte è di tipo esplicitamente negativo, o lo è indirettamente (facendo riferimento al già elevato carico fiscale): da un lato questo potrebbe apparire come un limite, in realtà deve essere interpretato in coerenza con il profilo del ruolo sociale fino a qui tracciato, sicché, quanto meno per un certo numero di intervistati, il contributo al benessere di chi detiene molte ricchezze non consiste primariamente nel distribuirle, quanto, piuttosto, nell'utilizzarle responsabilmente a favore dello sviluppo e del benessere di tutti; certo investendole sui mercati finanziari in modo consapevole e socialmente utile, ma, magari, anche avviando, ingrandendo o gestendo un'attività economica.

LA MODALITÀ
CHE RICEVE PIÙ
CONSENSO È
QUELLA DELLE
DONAZIONI
REGOLARI

La figura 4.12, nella parte superiore, riporta la percentuale di soggetti che si è impegnata nel fondare, ampliare o sostenere finanziariamente un'attività economica negli ultimi cinque anni: come ci si poteva aspettare i più attivi sono gli imprenditori e i più ricchi, ma anche i più istruiti, mentre l'età segna il passo solo dopo i 74 anni; non c'è differenza tra uomini e donne. Gran parte delle attività sono di ingrandimento, e il patrimonio coinvolto è notevole: in media poco più di un quinto della propria ricchezza, con poche oscillazioni tra le diverse categorie. La partecipazione al capitale solo finanziaria è in media minoritaria rispetto a quella che implica un coinvolgimento nella gestione (8,3 per cento contro 11,2), mentre per i più ricchi il dato si inverte (13 per cento contro 11,7).

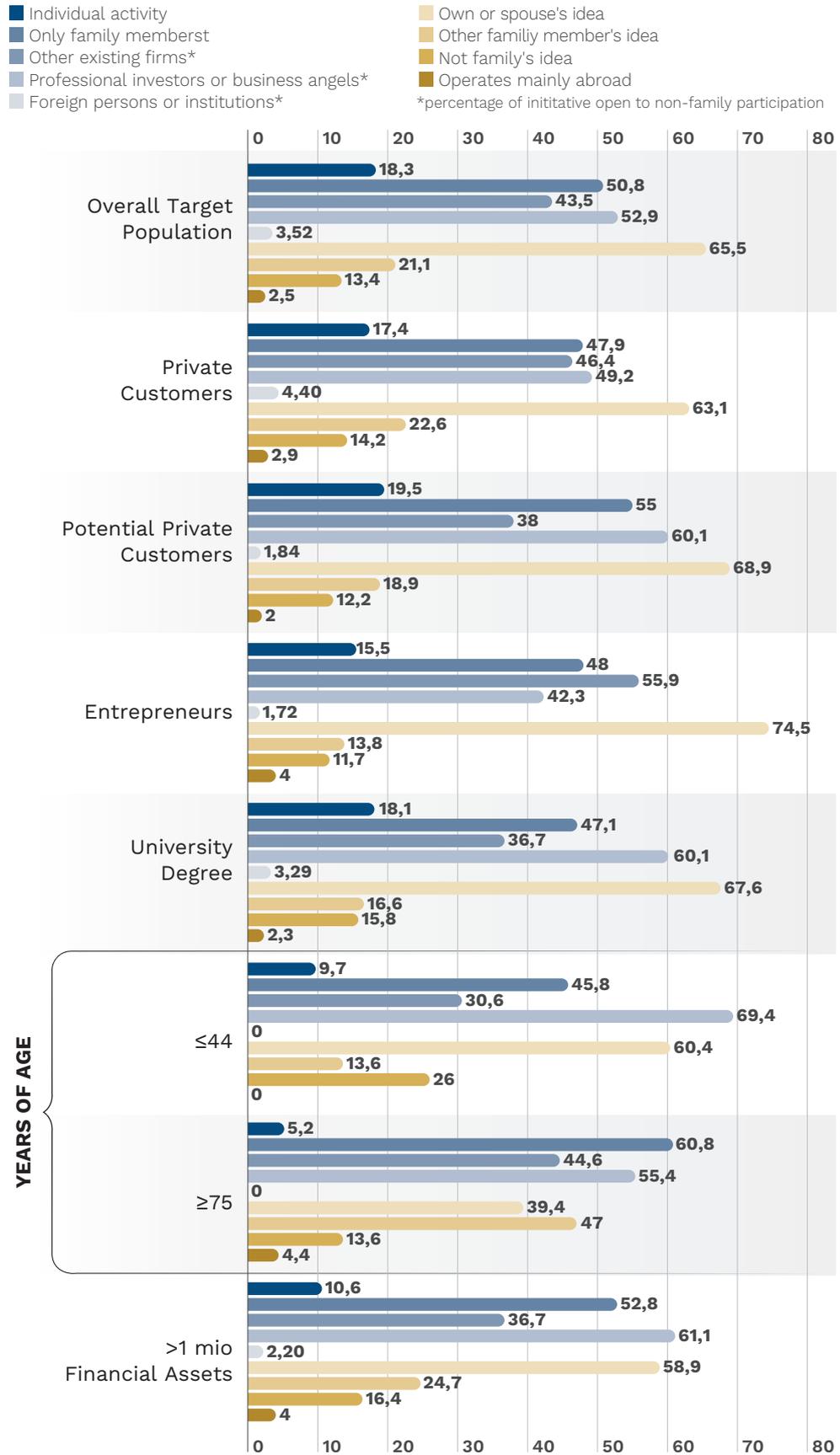


commercial activities artisan activities children manufacturing companies
 service companies technological startups non-profit organizations other



YOU DIRECTLY OR YOUR FAMILY HAVE CARRIED OUT ONE OR MORE OF THESE ACTIVITIES IN THE PAST FIVE YEARS?
 on our own data and on I.Stat, 2019

FIGURA 4.12



SOME FEATURES OF THE UNDERTAKEN ACTIVITIES
 own calculations
 (*) Percentage w.r.t. the activities open to non-family participation

percentage of answers

FIGURA 4.13

La parte inferiore della figura racconta quali attività siano state oggetto delle iniziative dei nostri intervistati (il dato è riportato a 100, essendo possibili più risposte): gran parte delle attività sono attività commerciali, anche se per i più istruiti queste hanno sostanzialmente lo stesso peso delle attività professionali, che prevalgono, invece, tra i più giovani; le attività manifatturiere e soprattutto di servizio sono prevalenti tra gli imprenditori, che apprezzano poco, invece, le startup tecnologiche, così come i più giovani, mentre in queste spiccano i 55-64enni.

Nell'ultima barra del grafico abbiamo riportato il dato Istat circa la composizione delle attività d'impresa, selezionando i codici Ateco⁵² per consentire a grandi linee di comparare la struttura dello stock esistente delle imprese con quella dei flussi di nuove attività iniziate o ingrandite dai nostri intervistati: si vede chiaramente nei nostri dati, rispetto allo stock, un maggiore orientamento alle attività commerciali e professionali e un'incidenza decisamente inferiore delle altre attività di servizio.

Analizzando le attività economiche che i nostri intervistati hanno promosso nell'ultimo quinquennio sulla base della composizione della compagine sociale (figura 4.13), ci accorgiamo che prevalgono le attività nella famiglia, soprattutto per i più anziani, meno tra i più ricchi; le iniziative esclusivamente individuali si riscontrano con maggior frequenza nelle età di mezzo, giacché non sono molto presenti tra i più giovani, e pochissimo tra i più anziani, sono invece più presenti tra i più istruiti. Gli investitori professionali o i business angels hanno in media un livello di coinvolgimento comparabile con quello delle altre imprese nella partecipazione alle iniziative economiche che sono aperte a soggetti esterni alla famiglia; ma la partecipazione di altre imprese prevale, comprensibilmente, tra le risposte degli imprenditori; la partecipazione straniera è decisamente ridotta. Sul fronte dell'ideazione dell'iniziativa, nella grande maggioranza dei casi si tratta di un'idea propria o del proprio coniuge, fatta eccezione per i più anziani, per i quali, in quasi la metà dei casi (47 per cento) l'idea è di qualche altro membro della famiglia; le idee esterne alla famiglia contano invece di più per i più giovani (26 per cento contro una media del 13 per cento circa). Solo il 2,5 per cento delle iniziative economiche considerate operano prevalentemente all'estero, circa il 4 per cento per i più anziani, i più ricchi e gli imprenditori.

*SI VEDE
CHIARAMENTE
NEI NOSTRI
DATI, RISPETTO
ALLO STOCK,
UN MAGGIORE
ORIENTAMENTO
ALLE ATTIVITÀ
COMMERCIALI E
PROFESSIONALI*

⁵² Non è stato possibile separare le attività artigianali in modo comparabile con il nostro dato, esse sono probabilmente in parte incluse, per il dato Istat, nella categoria "altro" e in parte distribuite tra le altre categorie.

	Total	Private customers	Pot. Priv. Cust.	Entrepr.	Univ. Degree	≤44 years	>74	Assets >1 mio
<i>Is the balance of these activities implemented over the past five years positive or negative overall? I am asking you to weigh in.</i>								
Positive	92,4	93,4	91,	91,	92,8	87,	91,7	91,
Negative	7,6	6,6	9,	9,	7,2	13,	8,3	9,
<i>Do you plan to conduct further operations of this type in the future?</i>								
Definitely yes	5,3	6,6	3,4	7,7	6,5	5,5	-	7,5
Probably yes	61,5	63,9	58,2	64,2	69,9	59,6	47,1	56,2
Probably not	28,8	28,8	28,7	25,2	20,5	30,6	47,4	32,1
Definitely not	4,4	,7	9,7	3,	3,1	4,4	5,5	4,3
<i>Why was the overall balance positive? I will read you some reasons, you can then add something else</i>								
For the returns and growth they have had	54,4	58,2	49,	51,9	49,6	41,8	67,3	53,4
For social impact	28,2	29,4	26,6	33,4	27,	32,6	23,4	40,2
Those having my possibilities should risk to the advantage of all	33,7	32,5	35,5	26,5	39,3	44,1	32,2	33,6
<i>Why was the overall budget negative? I will read you some reasons, you can then add something else</i>								
Risk is too high: losses exceeded gains	60,5	65,5	55,3	73,5	80,	46,1	46,4	59,9
Wealthy should invest it in financial instruments: financial operators are better at selecting companies	32,7	41,9	23,1	38,8	18,5	48,8	53,6	23,6
Penalized by the pandemic	22,1	22,4	21,7	12,3	20,	34,2	-	27,5

**THE PERCEIVED
BALANCE OF THE
UNDERTAKEN
ACTIVITIES**
own calculations

Dati in valore
percentuale

TABELLA 4.2

La tabella 4.2 mostra una valutazione dell'esito delle iniziative intraprese: per la grande maggioranza il bilancio è positivo, oltre i due terzi degli intervistati coinvolti in nuove iniziative economiche nell'ultimo quinquennio pensano di ripetere l'esperienza, in misura minore i più anziani, e i clienti *private* potenziali. Sui giudizi negativi, che, si ricorda, coinvolgono in media meno dell'8 per cento dei soggetti, pesa molto l'aspetto del rischio, mentre gli effetti della pandemia si sono fatti sentire di più tra i più giovani. Quasi un terzo degli scontenti (e quasi la metà tra i più giovani), ritiene che chi ha elevati patrimoni dovrebbe delegare agli investitori professionali la scelta delle iniziative economiche da sostenere, e limitarsi a impiegare saggiamente le proprie risorse in strumenti finanziari. Ma, a parere di chi scrive, è molto più interessante notare come, tra coloro che hanno dato un giudizio positivo, il rendimento economico, citato in me-

dia da oltre la metà dei soggetti tra le ragioni della loro soddisfazione, rappresentati in realtà meno della metà delle risposte⁵³; mentre le ragioni di impatto sociale o legate alla responsabilità sociale di chi ha grandi risorse, ne rappresentano in media circa il 53 per cento, circa il 57 per cento tra i più istruiti, circa il 58 per cento tra i più ricchi e circa il 65 per cento tra i più giovani. In sostanza le famiglie ad elevato patrimonio scelgono di svolgere un ruolo nella società che va oltre il mondo della finanza: non disdegnano l'impegno in attività benefiche, anche attraverso contributi non convenzionali, commisurati alla propria statura finanziaria; ma nel campo dell'economia reale preferiscono impegnarsi nel moltiplicare la ricchezza, facendosi coinvolgere nella realizzazione di nuove attività economiche, o nel sostegno all'ampliamento di quelle esistenti. Chi lo fa è disposto a impiegare una quota non irrilevante del proprio patrimonio, ed è quasi sempre soddisfatto dei risultati, certamente per i profitti, ma soprattutto per l'impatto sociale, o perché sente di aver risposto a un imperativo morale.

5. Il ruolo dell'advisor: liberare le potenzialità

Lo sviluppo economico è per sua natura diseguale, giacché è frutto primariamente dell'ingegno, ed è normale, e forse anche salutare per l'incentivo ad innovare, che i primi ad introdurre nuovi processi e nuovi prodotti ne traggano profitto. Le disuguaglianze di reddito si traducono in una concentrazione della ricchezza, e anche nei paesi sviluppati, accanto al benessere diffuso, e contemporaneamente ad esso, troviamo una certa disuguaglianza della sua distribuzione, sicché nel nostro Paese le famiglie con un patrimonio finanziario superiore ai 500 mila euro sono solo il 2,6 per cento; ma siamo convinti che anche in Italia lo sviluppo sia passato, e passi, attraverso il libero esercizio di una responsabilità sociale di chi ha avuto la possibilità di molto accumulare, che in parte destina la sua ricchezza a vantaggio del benessere collettivo, ad esempio attraverso l'attività di investimento, d'impresa, o quella caritativa, che si affiancano a quella redistributiva del Governo.

In questo capitolo abbiamo investigato questo ruolo, che si compone di due elementi portanti: il primo è la penetrazione, tra le famiglie ad elevato patrimonio, dell'idea secondo la quale chi molto possiede è investito di una responsabilità anche sociale nell'utilizzo della propria ricchezza; il secondo è la disponibilità ad esercitare una tale responsabilità, e le forme in cui questo avviene.

⁵³ Rispetto al dato riportato in tabella occorre, essendo possibili più risposte, riproporzionare il valore a 100.

*I NOSTRI DATI
MOSTRANO
CHE LE
FAMIGLIE
AD ELEVATO
PATRIMONIO
SCELGONO DI
SVOLGERE UN
RUOLO NELLA
SOCIETÀ*

Dal primo punto di vista le opinioni "forti" circa chi debba farsi carico dei problemi si raggruppano in aree molto definite di consenso: in generale si osserva un elevato consenso nell'attribuire tale compito alla politica, il ruolo delle élite raccoglie consensi significativi, ma limitati, che, tuttavia, aumentano notevolmente se alle "opinioni forti" sommiamo i consensi più deboli. In ogni caso i nostri dati mostrano che le famiglie ad elevato patrimonio scelgono di svolgere un ruolo nella società entrando direttamente l'economia reale. In tale ambito non disdegnano l'impegno in attività benefiche, anche attraverso contributi non convenzionali, commisurati alla propria statura finanziaria; ma, soprattutto, si impegnano nel moltiplicare la ricchezza, facendosi coinvolgere nella realizzazione di nuove attività economiche, o nel sostegno all'ampliamento di quelle esistenti. Chi lo fa è disposto a impiegare una quota non irrilevante del proprio patrimonio, ed è quasi sempre soddisfatto dei risultati, certamente per i profitti, ma soprattutto per l'impatto sociale, o perché sente di aver risposto a un imperativo morale.

D'altra parte il ruolo sociale di chi si trova ad amministrare grandi patrimoni familiari esiste di per sé, anche senza azioni dirette, ma semplicemente in virtù delle decisioni di investimento, per questo abbiamo chiesto ai nostri intervistati quali fossero, a loro parere, le aree di investimento più promettenti per l'impatto sul benessere e sullo sviluppo del Paese. Abbiamo così scoperto che l'assistenza della banca *private* aiuta il formarsi di priorità meno "bandwagon", a non seguire le "mode" e a concentrarsi sulla concretezza dei mezzi per raggiungere gli obiettivi, siano essi i propri o quelli del Paese.

Tra gli investimenti a forte impatto sociale possono rientrare diverse tipologie di impiego alternativo, che abbiamo indagato: ciò che accomuna in questo ambito tutte le categorie è, in primo luogo, l'atteggiamento molto prudente verso le forme più speculative; in secondo luogo la differenza tra il profilo di investimento dell'ultimo triennio, e l'attuale interesse nei vari impieghi proposti, in particolare l'investimento verde, i fondi etici e l'investimento a forte impatto sociale: da un lato potremmo trovarci di fronte a una crescita dell'appetito per tali forme di investimento, dall'altro al sintomo della necessità di adeguare l'offerta, soprattutto per le famiglie ad elevato patrimonio.

In sintesi la popolazione che abbiamo intervistato mostra una consapevolezza della responsabilità che deriva dalla propria ricchezza, e anche una disponibilità ad esercitarla con prudenti scelte di investimento; è evidente anche la capacità di distinguere, nell'ambito delle proposte di investimento, le differenti dimensioni del vantaggio per il proprio portafoglio e dell'impatto sociale.

Il ruolo della banca *private*, in questo contesto, è apparso chiaro ed efficace nell'incrementare la consapevolezza e l'ampiezza di visione dei propri clienti, che sembrano godere anche di un più facile accesso agli strumenti che una tale maturità e una tale visione rendono appetibili. Tra i clienti *private*, tra i più giovani e tra i più istruiti, e anche tra i più ricchi, la ricerca di una strategia di investimento responsabile, green, a forte impatto sociale sembra essere concreta.

Su questi temi si innesta la narrazione ESG proposta agli investitori, che sostiene che la gestione secondo criteri ESG non sia solo un bene per la società, ma incrementi anche il valore dell'impresa, e dunque abbia un esito positivo per il portafoglio: non abbiamo, ovviamente, affrontato una discussione completa di questo tema, abbiamo, piuttosto, cercato di capire se tale narrazione sia stata accolta dalla popolazione oggetto della nostra indagine, e con quale consapevolezza delle implicazioni.

In sintesi, nel complesso del campione, l'idea portante della narrazione ESG, è sostanzialmente penetrata tra i più istruiti, i più ricchi e tra chi si affida a una banca *private*, molto meno tra i clienti *private* potenziali e tra i più anziani.

In ogni caso essa è stata accolta con spirito critico, dimostrato, da un lato, dalla scarsa penetrazione dell'idea di fondo della responsabilità sociale d'impresa, alla quale, tuttavia, si affianca la convinzione che un'impresa che ben si comporta con tutti gli stakeholder sia anche un'impresa più profittevole. Dall'altro lato lo spirito critico si ritrova nel fatto che i nostri intervistati, pur avendo una certa uniformità di vedute su quali debbano essere le caratteristiche di un investimento ESG, sono consapevoli delle difficoltà di individuare concretamente quali siano le imprese o i veicoli di investimento che realmente vi rispondono.

In questo quadro il referente finanziario riveste nuovamente un ruolo fondamentale nell'informare e proporre, in altri termini nell'attivare le potenzialità sociali dei patrimoni famigliari, anche attraverso il canale dell'investimento ESG, ruolo che la banca *private* sembra avere svolto meglio di altri.

*IL REFERENTE
FINANZIARIO
RIVESTE
NUOVAMENTE
UN RUOLO
FONDAMENTALE
NELL'INFORMARE
E PROPORRE,
IN ALTRI TERMINI
NELL'ATTIVARE
LE POTENZIALITÀ
SOCIALI DEI
PATRIMONI
FAMIGLIARI*

05

Conclusioni

di Giuseppe Russo

Le ragioni di questo studio

Perché realizzare un'indagine sui risparmiatori ed investitori più abbienti? Per numerose ragioni.

La prima, più semplice, perché non li conosciamo così bene, giacché le indagini sui bilanci delle famiglie (Banca d'Italia), e sui risparmiatori (Centro Einaudi-Intesa Sanpaolo) riguardano le famiglie medie (purché abbiano un rapporto bancario in essere). Seppure solo il 2,6% delle famiglie possiede una ricchezza finanziaria superiore a mezzo milione di euro, queste rappresentano il 36% della ricchezza finanziaria totale, privata, delle famiglie.

Quindi, un piccolo spicchio del tutto, ma estremamente succoso.

Seconda ragione, questi risparmiatori, come vedremo, più della media sono in grado di orientare le scelte di investimento. In altri termini, la loro volontà è un elemento primario nell'indirizzo degli investimenti. Non accade così con i risparmi delle famiglie, che o sono intermediati dal sistema bancario, che è il soggetto istituzionale che orienta l'allocazione finale delle risorse, oppure, sempre più spesso sono affidati al risparmio gestito, poiché le famiglie vedono – e giustamente – nella delega sul risparmio e sugli investimenti un modo per affrontare scelte che stanno diventando sempre più complesse, avendo gli italiani una preparazione finanziaria non elevata, in molti casi davvero carente.

Nel caso dei risparmiatori / investitori "*private*" (anche semplicemente potenziali clienti di banche *private*), l'istruzione generale, quella finanziaria e la pratica economica supportano assai di più le persone nell'espressione delle proprie scelte. Dunque, conoscere questo segmento significa intuire anche quali orientamenti sta prendendo questo il "risparmio intelligente". Ecco, questi risparmia-

tori muovono lo "smart money" e l'insieme delle loro inclinazioni, delle loro preferenze espresse o intenzionali, possono essere utili all'industria finanziaria che realizza i prodotti di investimento del futuro.

La terza ragione che ci ha indotto a studiare questi risparmiatori è che essi hanno obiettivi di portafoglio diversi dalla media, che realizzano, nonostante condividano essenzialmente i giudizi dei risparmiatori medi sui singoli strumenti finanziari.

In quarto luogo, sono risparmiatori e investitori esigenti, tanto che l'industria bancaria orienta verso di loro un'offerta specifica, attraverso le banche *private* e le divisioni *private* delle banche universali. Ragione per cui può essere interessante conoscere l'aspettativa di questo tipo di clientela a proposito dei servizi di cui essi sentono la necessità.

In ultimo, c'è il tema delle avanguardie. Più che la comunità generale dei risparmiatori e degli investitori, interessa a volte conoscere l'attitudine delle avanguardie. In ogni società, studiare le avanguardie è un modo per sapere di più sull'accoglienza delle novità. Di novità ce ne sarebbero molte negli strumenti di impiego dei risparmi: dal caleidoscopico mondo ESG agli investimenti tematici, alle cryptos. E, per disponibilità, attitudine al rischio, migliore istruzione ed educazione finanziaria, i clienti correnti e potenziali delle banche *private* sono appunto le avanguardie che si possono interrogare, per intuire la fortuna delle novità nel campo degli investimenti dei risparmi.

*I CLIENTI
CORRENTI E
POTENZIALI
DELLE BANCHE
PRIVATE
SONO LE
AVANGUARDIE
CHE SI
POSSONO
INTERROGARE*

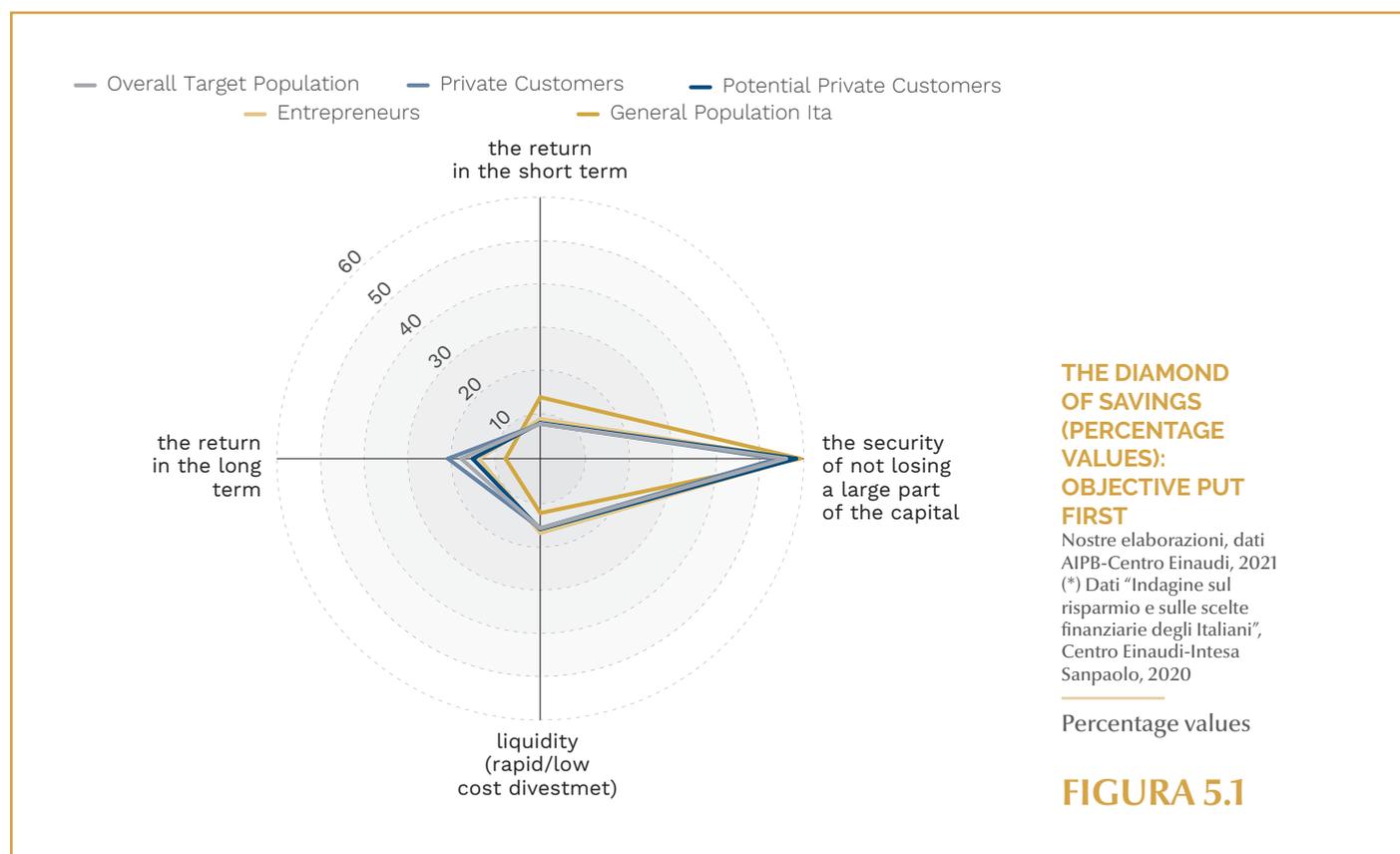
Il Profilo del cliente private tipo

Ecco: siamo di fronte a un segmento high-skilled. Più diffuso che nella media dei risparmiatori è un titolo di studio, almeno di scuola secondaria. Più alta è l'età media e così la mediana, comprese nel decennio dei 50-60 anni. Sia perché servono anni di lavoro e di impegno nella professione per costruire un ancorché piccolo patrimonio, sia perché anche chi lo eredita, lo riceve verso quell'età. E poi hanno una condizione professionale diversa dalla media, vista l'alta densità di chi svolge un'attività imprenditoriale (sono circa un quarto, anche se tutti o quasi "piccoli" imprenditori), di chi svolge un'attività libero professionale, oppure ancora un'attività da dirigente. Vale invece solo il 4% la quota di coloro che appartengono al gruppo dei colletti bianchi, ossia agli impiegati e insegnanti. La fortuna, insomma, segue carriere che sono basate sull'istruzione e che si svolgono per lo più nelle attività autonome o manageriali.

*LA FORTUNA
SEGUE
CARRIERE CHE
SONO BASATE
SULL'ISTRUZIONE
E CHE SI
SVOLGONO
PER LO PIÙ
NELLE ATTIVITÀ
AUTONOME O
MANAGERIALI*

Questo terreno culturale produce individui che si distinguono dai risparmiatori medi per cinque caratteristiche:

- Hanno una maggiore attitudine a rischiare: non scontata in letteratura empirica la relazione tra avversione al rischio e ricchezza;
- Hanno un interesse per seguire i fatti economici e si occupano attivamente di seguire il proprio patrimonio, dedicandovi tempo ogni mese, e anche ogni settimana;
- Esprimono un'autovalutazione della propria istruzione finanziaria piuttosto elevata rispetto alla modesta situazione del risparmiatore medio italiano;
- Infine, se pure mettono nello stesso ordine dei risparmiatori medi le caratteristiche ideali dei loro investimenti, per cui vengono prima la sicurezza e la liquidità e dopo viene il rendimento, forniscono una rappresentazione ben più schiacciata del tradizionale diamante degli obiettivi degli investimenti che il Centro Einaudi ha inventato. In particolare, il diamante della clientela private (effettiva e potenziale), prevede una decisa maggiore attitudine verso gli investimenti che puntano a un aumento del capitale nel medio e lungo termine.



Anche per quest'ultima caratteristica, gli investitori "*private*" sono più pazienti degli altri: sanno aspettare i risultati. A differenza dei risparmiatori medi però non si tratta di una attesa passiva. Qui siamo in presenza di un gruppo di investitori che sa attendere il tempo perché maturino le condizioni per la realizzazione delle promesse di rendimento degli investimenti, ma sono sempre periodicamente in allerta. La gestione dei portafogli è quasi sempre attiva e mai veramente passiva, anche quando gli strumenti scelti in concreto sono quelli del diffusissimo (siamo intorno all'80%) risparmio gestito.

La comprensione degli investimenti e il rapporto con il banker

*I RISPARMIATORI
MEDI SONO
SPESSO POCO
ATTEZZATI E
POCO AUTONOMI
NELLE SCELTE DI
INVESTIMENTO*

È interessante vedere che quanto che tra i risparmiatori medi è avvolto spesso dal mistero, ossia la complessità delle scelte di investimento, tra i risparmiatori *private* diventa una ricerca. I risparmiatori medi, in altri termini, sono spesso poco attrezzati e poco autonomi nelle scelte di investimento, che richiedono di fare calcoli sulla corretta asset allocation complessiva, sulla scelta dei fattori di rischio cui esporre il proprio piccolo patrimonio e sulla comprensione degli strumenti che effettivamente poi comporranno i mattoncini del portafoglio finale. Per questo, dopo un periodo altalenante, i risparmiatori medi sempre più si stanno affidando ai prodotti e ai servizi di risparmio gestito. Così, in altri termini, "non ci pensano più" e "si affidano a esperti". I risparmiatori "*private*" (attuali o potenziali) magari finiscono per concludere che il risparmio gestito è proprio la soluzione migliore, ma ci arrivano in fondo a un processo di cui vogliono essere partecipi, e nel quale cercano la guida e sono guidati dai servizi della propria banca, meglio (ossia con molta più soddisfazione) se è una banca *private*.

Gli incontri con il proprio gestore sono abbastanza frequenti e all'ordine del giorno ci sono sempre, nell'ordine, 1: la analisi delle performance, nel concreto, del portafoglio, 2: la valutazione dello scenario imminente dei mercati finanziari investiti e 3: l'esame di nuove idee e nuovi strumenti di investimento. Si vede molto bene che il processo di scelta degli investimenti nei risparmiatori "*private*" prevede un monitoraggio costante di tutto il portafoglio, mentre nei risparmiatori medi di solito il problema di investire si propone solo quando praticamente si deve investire una somma che è stata concretamente risparmiata, il che non accade con periodicità fissa e in ogni caso le decisioni si prendono solo su quella parziale somma. Il resto, quasi sempre, non si tocca.

In secondo luogo, va sottolineato un fatto molto importante: il risparmiatore medio di solito ritraccia le decisioni del passato che sono andate bene, ossia fa tesoro dell'esperienza nel senso che cerca di ripetere le esperienze fortunate, e ovviamente a volte è stato deluso, cosa che lo ha portato sempre di più verso il risparmio gestito. I nostri risparmiatori invece cercano le novità, che passano al setaccio criticamente, ossia che non abbracciano incondizionatamente, ma sanno che nelle novità ci possono essere delle buone occasioni, perché la finanza è fatta così. Soprattutto nel reddito variabile, premia chi arriva prima. Questa ricerca delle novità è un elemento di modernità che deve essere valutato con attenzione, perché vuol dire che ben progettati, e non solo ben confezionati, gli strumenti della finanza sostenibile, etica, green possono avere un buon futuro. Vedremo nel seguito.

A seguire i 3 "must" del check di portafoglio c'è ovviamente lui, il gestore del rapporto con la clientela, che in due casi su 3 è un gestore di rapporto *private*. Si capisce dalle risposte al questionario che il rapporto diretto con un esperto in grado di interloquire prima di consegnare soluzioni è estremamente ben apprezzato, tanto che proprio coloro che hanno acquistato i servizi di un operatore "*private*" hanno indici di soddisfazioni per il servizio bancario nettamente superiori agli altri dello stesso campione.

Il potenziamento dell'offerta, l'allungamento della catena del valore aggiunto dei servizi offerti è uno dei temi che l'industria sente, ma che la clientela *private* appropria ancora con relativa timidezza. È vero che i temi finanziari relativi alla gestione del portafoglio primeggiano tra gli argomenti che vengono affrontati con il gestore, ma è pur vero che in dosi minori con il gestore si affrontano i temi dell'ottimizzazione burocratica, della pianificazione finanziaria familiare, della assicurazione globale e della successione ereditaria. Ma non sono, per così dire, per il momento il piatto forte del servizio di *Private Banking* richiesto e apprezzato. In altri termini, in media i clienti *private* hanno già i consulenti di fiducia per queste aree di intervento esteso, non sono contrari a parlarne e discuterne aspetti e risvolti con il proprio banchiere di fiducia, al quale però soprattutto chiedono efficienza ed efficacia nella gestione del portafoglio, nel controllo del rischio e nella produzione di un rendimento, elementi che sono il core business e anche il core interest del cliente. Core interest cui sono collegati i due servizi aggiuntivi che più di altri raccolgono un interesse di utilizzo futuro: ossia la personalizzazione di soluzioni finanziarie di investimento ad hoc, ritagliate sui bisogni propri e di famiglia e la consulenza sulla trasmissione intergenerazionale del patrimonio.

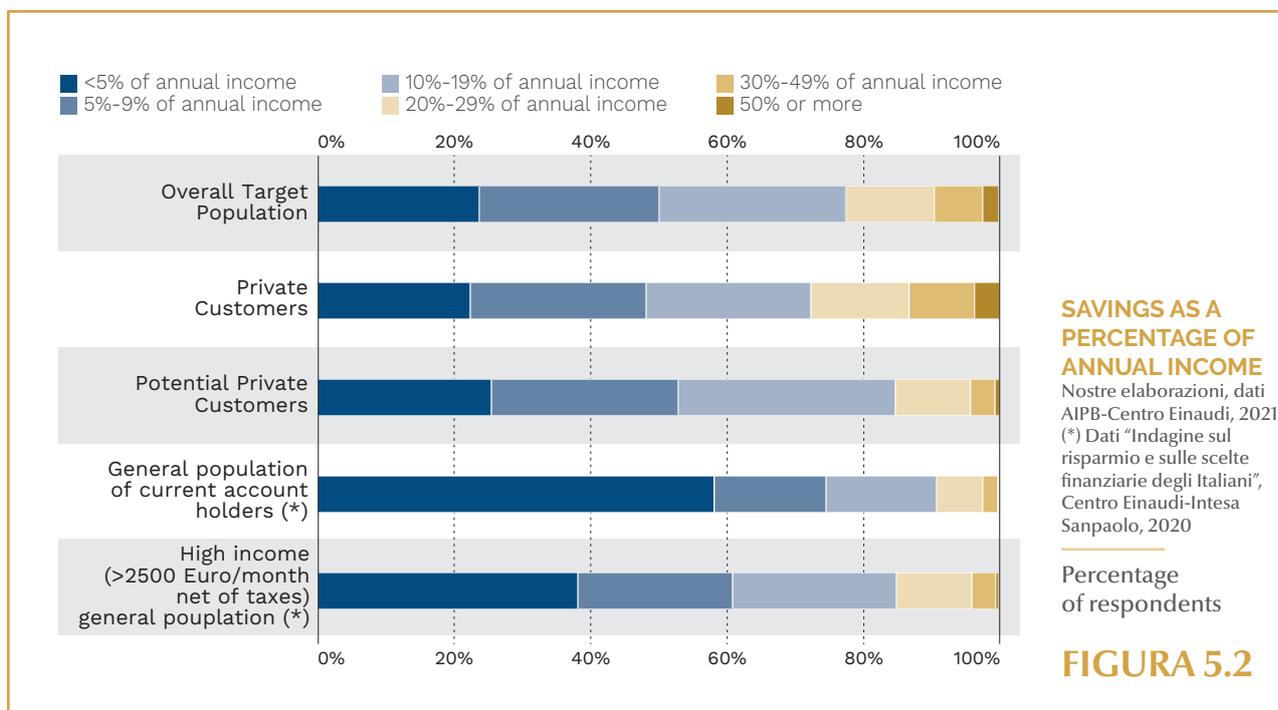
*I TEMI
FINANZIARI
RELATIVI ALLA
GESTIONE DEL
PORTAFOGLIO
PRIMEGGIANO
TRA GLI
ARGOMENTI
CHE VENGONO
AFFRONTATI
CON IL
GESTORE*

Risparmio, consumi, investimenti e responsabilità

Prima di avviarci a un'analisi dei comportamenti di risparmio e di investimento, preme sottolineare due riscontri, piuttosto evidenti, che abbiamo ricevuto attraverso la lettura dei dati.

Il primo riscontro è che la sub-popolazione dei risparmiatori *private* è consapevole che i propri comportamenti di consumo (responsabile) e di investimento responsabile hanno un impatto generale sulla società e, anche se limitatamente, sulla crescita economica generale. Questo non implica affatto che essi intendano subordinare le scelte di efficienza e di rendimento del portafoglio alle condizioni di benessere generale. Infatti, è ben radicata la condizione che altro è essere consapevoli dell'impatto, altro è essere responsabili del risultato. In questo, le convinzioni sono chiare. La politica, più che i politici uno-a-uno, è responsabile delle azioni volte a tutelare l'interesse generale e suo il compito di promuovere il benessere generale. In questo contesto, di primato della politica, si esercitano le scelte di investimento del ceto più abbiente e, sotto questo profilo, ben vengano le scelte che possano sostenere le direzioni virtuose dell'evoluzione generale, emerse dal primato politico, nel rispetto degli obiettivi privati. Ossia si accompagna, ma non si guida la rivoluzione degli investimenti. Questo atteggiamento di volenterosa collaborazione ai progetti di progresso è piuttosto diffuso ma ben più concentrato e un po' più acuto tra i clienti che usufruiscono del servizio di un *private* banker. In altri termini, quello che ci pare, come secondo riscontro, è che chi è seguito, in questo gruppo di risparmiatori abbienti, da un gestore "*private*" dimostra una maggiore propensione a investire anche considerando obiettivi generali, non vissuti quindi come vincoli, ma come obiettivi secondari associabili con quelli di rischio e rendimento, di protezione del capitale e del reddito della famiglia, che vengono sempre e naturalmente al primo posto. Ma, insomma, pur non avendone certezza piena, la nostra impressione di analisti che hanno visto diverse migliaia di numeri insieme collegati a questi investitori è che le banche *private* svolgano una specie di attività educativa informale, il cui valore va oltre al servizio per il cliente e diventa quindi un servizio per la comunità generale, economica e sociale.

LA NOSTRA
IMPRESSIONE
È CHE LE
BANCHE
PRIVATE
SVOLGANO
UNA SPECIE
DI ATTIVITÀ
EDUCATIVA
INFORMALE



La formazione del risparmio e la sua entità

I comportamenti di risparmio (ossia di accantonamento) sono proprio peculiari. Il 74,3% dichiara di avere risparmiato (mentre la percentuale nel campione generale dei risparmiatori da due decenni supera ormai la metà solo negli anni buoni, e nel 2021 è stata inferiore alla metà). Se poi si guarda dentro alla percentuale di risparmiatori (per inciso, chi ha già un elevato patrimonio potrebbe anche cessare di accumulare, senza cambiare il suo status, quindi il risparmio di questa categoria è decisamente volontario), si ha che il 37% del campione "*private*", ossia esattamente la metà dei risparmiatori "*private*" risparmia più del 10% del reddito annuale, quindi è a tutti gli effetti un risparmiatore oltre la media della propensione nazionale (intorno all'11%): metà sono in pratica grandi risparmiatori.

I grandi risparmiatori, per inciso, sono scarsi e rari nell'insieme generale delle famiglie, mentre circa il 60%, è piccolo risparmiatore (meno del 5% risparmiato), che qui vale il 24% del campione "*private*". Con metà essendo grandi risparmiatori, è facile immaginare che, anche in futuro, questa ristretta fetta dei risparmiatori continuerà ad essere sempre più importante come acquirente di strumenti finanziari e, per l'economia generale, sempre più importante come acquirente di strumenti che permettono la realizzazione di certi investimenti. Data la tendenza globale alla disintermediazione bancaria nell'intermediazione

del risparmio, per cui la funzione bancaria non è più quella del tramite diretto tra chi risparmia e chi investe nell'economia reale, ma è una funzione di servizio agli investitori, per convogliare verso di essi la cartolarizzazione degli investimenti reali più promettenti, siamo di fronte al nucleo di clienti del mercato degli investimenti più importante e seducente per realizzare i grandi progetti e adempiere le grandi promesse della società di questo secolo, che deve affrontare la transizione climatica, quella energetica, quella verde, quella digitale. Quattro rivoluzioni che avranno successo se non saranno basate unicamente sugli investimenti pubblici e che, per quanto riguarda gli investimenti privati, dipenderanno un po' meno del secolo scorso dagli sportelli e dalle filiali delle banche commerciali e assai di più dagli investimenti della clientela ad alto potenziale, che rappresenta il segmento di clientela servito dalle banche *private*.

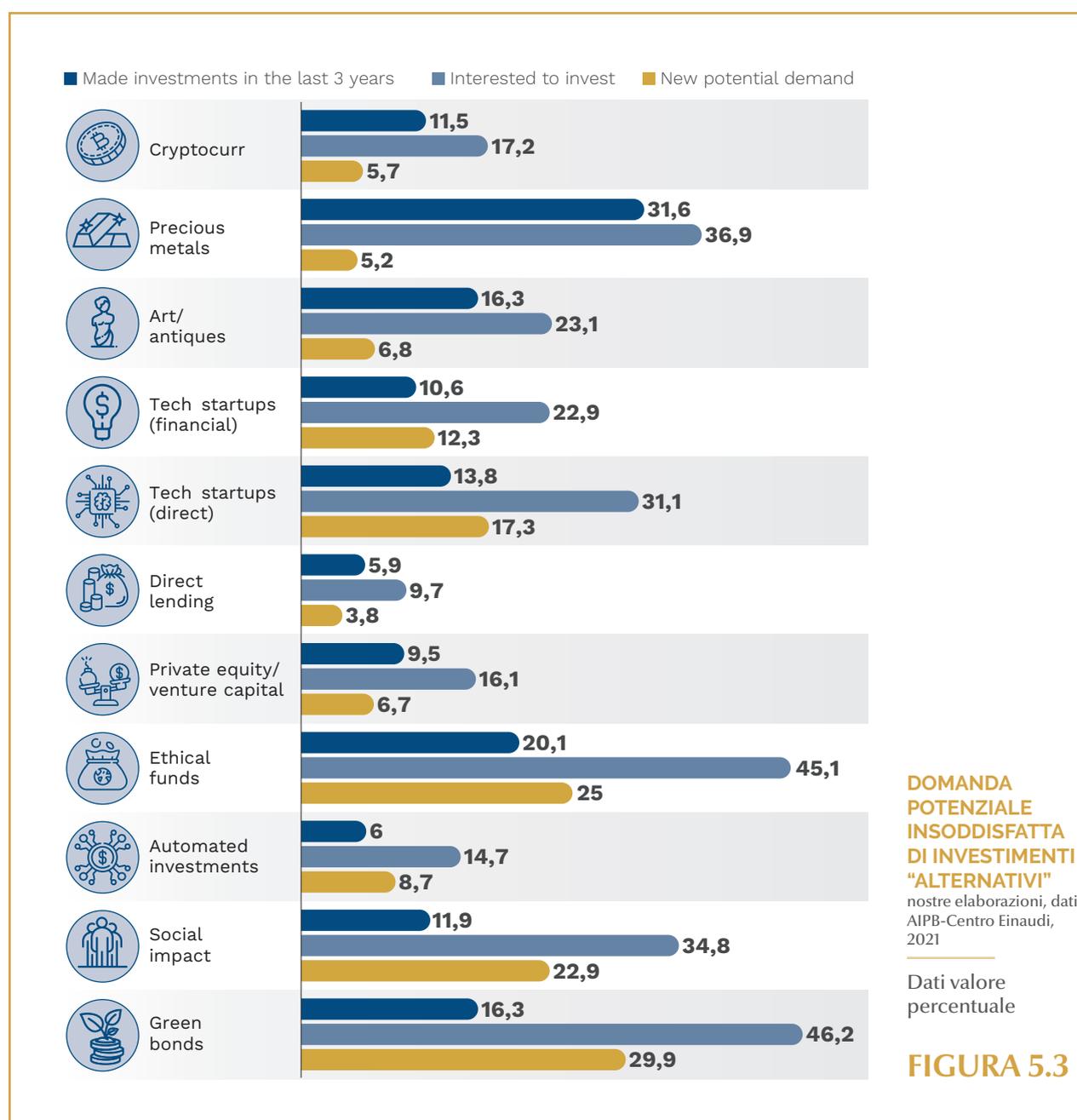
Le scelte degli investimenti

Come investitori, oltre i tre quarti del campione "*private*" si affida alle diverse forme di risparmio gestito, ma ben un quarto del campione sceglie da sé, poiché a questi livelli di ricchezza le due forme "gestito e amministrato" di investimento solitamente convivono. Chi tende a fare scelte in proprio, in ogni caso, non si fa mancare la guida della consulenza di un banker, traendone ragione di soddisfazione. La diversificazione del portafoglio è giudicata media (migliore quindi della media dei portafogli, dove invece è valutata bassa e insufficiente), ma anche tra questi investitori più abbienti l'investimento immobiliare tende a rivestire quote importanti di impegno, senza che il rendimento sia sempre sotto un controllo rigoroso come nel caso degli investimenti finanziari.

D'altra parte sul fronte della ricchezza finanziaria patrimoni più consistenti consentono non solo una maggiore diversificazione, ma consentono anche, pur mantenendo il rischio sotto controllo, di effettuare investimenti "alternativi", ovvero diversi dalle semplici obbligazioni, azioni e fondi. Da questo punto di vista per quasi tutte le nuove classi di investimento considerate, quasi il 90 per cento dei nostri intervistati non ha fatto investimenti alternativi, a parte nei metalli preziosi, nei quali poco meno un terzo degli intervistati ha investito. Il motivo è legato, probabilmente, allo scarso interesse, ma in parte potrebbe anche essere dovuto a una difficoltà dell'offerta a raggiungere la domanda. Abbiamo così calcolato, per ogni tipo di investimento, la differenza tra coloro che non hanno investito e coloro che esplicitamente dichiarano che tali investimenti non sono di interesse, scoprendo così l'esistenza di una "domanda potenziale" che non è stata raggiunta dall'offerta: in generale vediamo che si tratta di piccoli valori,

*CHI TENDE A
FARE SCELTE
IN PROPRIO
NON SI FA
MANCARE LA
GUIDA DELLA
CONSULENZA
DI UN BANKER*

che non raggiungono quasi mai il 10 per cento degli intervistati; ma su alcuni dei temi la sensibilità è elevata e questi potrebbero rappresentare linee di sviluppo interessanti. Si tratta in particolare della partecipazione nel capitale di start up tecnologiche, apprezzata particolarmente sotto forma di investimento diretto (17,3%); a seguire l'investimento in fondi etici (25%); quindi l'investimento in strumenti a forte impatto sociale sul proprio territorio, come i project bond per le infrastrutture, o gli investimenti a impatto sociale sulla povertà, sull'istruzione,



*LA DOMANDA
POTENZIALE
INSODDISFATTA
RIGUARDEREBBE
(CONDIZIONALE
D'OBBLIGO) PIÙ
DI UN QUINTO
DEL NOSTRO
CAMPIONE*

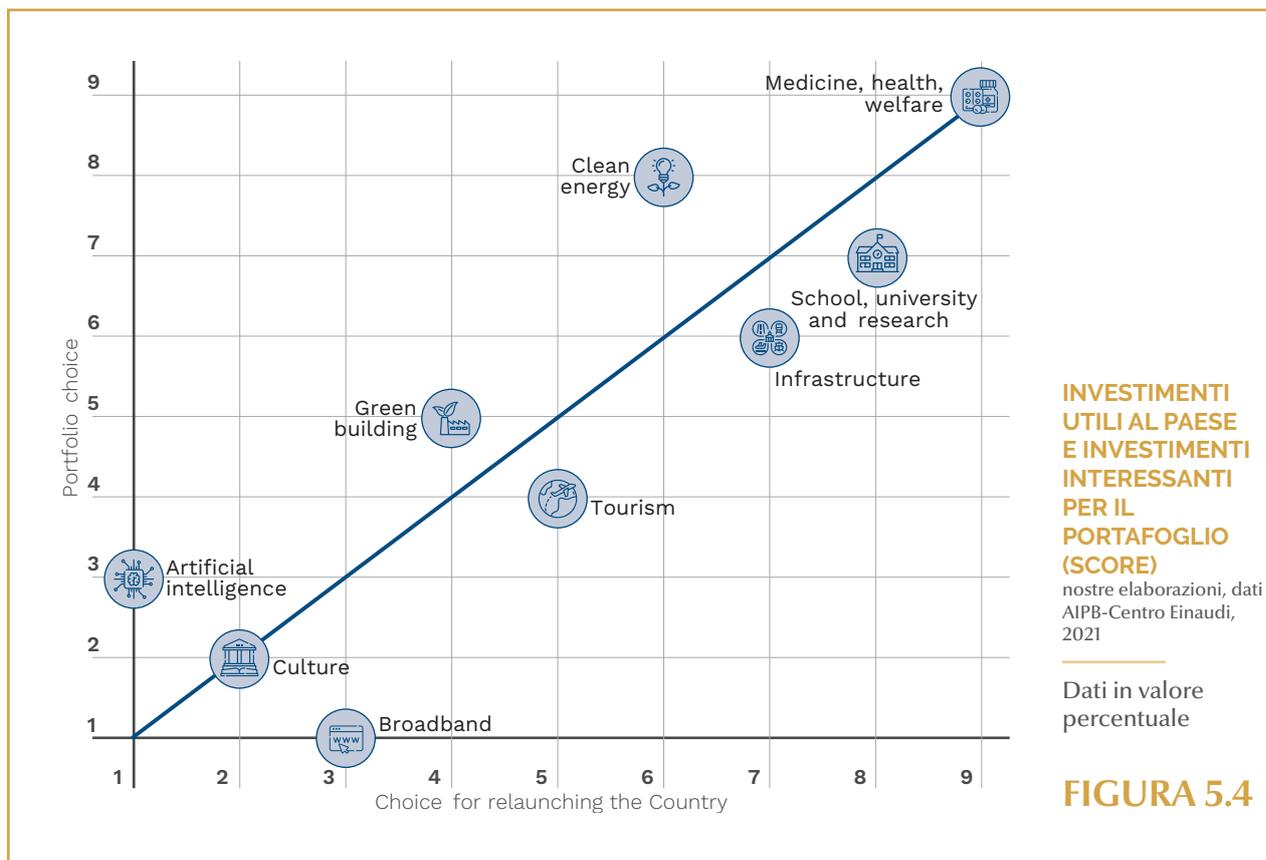
sul degrado urbano, sulla condizione abitativa, ecc. Per questi, la domanda potenziale insoddisfatta riguarderebbe (il condizionale è d'obbligo) più di un quinto del nostro campione (22,9%); infine i green bond avrebbero una domanda inespressa di quasi il 30 per cento degli intervistati. Si tratta di risultati a nostro parere di una certa rilevanza, sotto due profili. Dal nostro campione emerge una domanda di opportunità atipiche non tanto legata all'aumento dell'esposizione rischiosa (come avverrebbe per le cryptos), quanto piuttosto a soddisfare la domanda di finanziamenti da parte di ambiti con un potenziale impatto positivo sull'economia e sulla società nel complesso, magari al livello locale. D'altra parte, non dimentichiamo le premesse per l'inserimento di questi prodotti nei portafogli: garantire comunque un contributo al raggiungimento degli obiettivi di salvaguardia e crescita dei portafogli di famiglia. Si dovrà tenerne conto nel realizzare le risposte dal lato di offerta a queste domande potenziali.

I settori di impegno preferenziale della responsabilità sociale di investitore

L'esame dei dati ha mostrato che, benché la responsabilità del benessere collettivo, e anche quella della soluzione dei problemi del paese, siano attribuite alla politica (oltre il 90 per cento degli intervistati risponde in tal senso), gran parte degli intervistati sia molto o abbastanza d'accordo sul fatto che la crescita e il benessere collettivo siano "anche" responsabilità di chi ha risorse economiche elevate (68,5%) o comunque delle élite economiche e culturali (69,8%). Con questa consapevolezza abbiamo chiesto al campione in quali settori un'Italia che deve rilanciarsi dovrebbe primariamente investire, avendo anche chiesto quale fosse l'interesse individuale per investimenti in tali settori. È nata una figura con una sintetica visualizzazione delle correlazioni di rango tra i due criteri: per ciascun investimento viene indicato sull'asse orizzontale il punteggio (tra 1 e 9) ricevuto dal punto di vista delle necessità percepite del paese, su quello verticale è indicato il posizionamento dal punto di vista del portafoglio dell'investitore.

Notiamo così come, forse anche a causa della pandemia, l'investimento nel campo della medicina, della salute e del welfare sarebbe di interesse per i portafogli ed è considerato importante anche per il paese, mentre l'intelligenza artificiale, per esempio, appare un tema non in cima alla lista delle priorità nazionali, anche se di un certo interesse per i portafogli.

Gli investimenti nella formazione, nel welfare e nell'energia pulita sono ritenuti importanti sia dal punto di vista particolare che generale e confermano una



certa penetrazione della narrazione secondo cui l'attenzione ai temi sociali, ambientali e di governance produca nel medio-lungo periodo un incremento dei profitti: opinione condivisa da circa il 45 per cento del nostro campione, e da oltre il 50 per cento dei clienti *private*. D'altra parte, ciò nonostante sui prodotti di investimento che dichiarano di rispettare i criteri ESG la posizione è per ora improntata alla cautela: circa il 40 per cento dichiara di non essere interessato o di essere diffidente e, tra coloro cui sono stati proposti - che sono il 42 per cento del campione - solo la metà ha investito. L'atteggiamento è anche relativamente attendista sui rating di sostenibilità ambientale e sociale delle agenzie, che sono giudicati credibili solo dal 10 per cento del campione, mentre il 68 per cento, e quasi i tre quarti nel caso dei clienti *private*, si baserebbe sulle indicazioni del proprio banker, al quale sono quindi confermati il ruolo e la responsabilità ad informare e a comporre un eventuale portafoglio ESG. Insomma, consapevolezza per la responsabilità sociale propria ed interesse per i temi di investimento ad impatto non comportano una adesione sistematica e rapida alle proposte, che devono passare l'esame della verifica delle proposizioni annunciate dagli offerenti.

LA BANCA
PRIVATE,
D'ALTRA PARTE
È NEL PIENO DI
UNA CRESCITA
QUANTITATIVA
CHE
CONTINUERÀ
AD ESPRIMERSI

In definitiva, i risparmiatori che abbiamo analizzato, clienti correnti e potenziali delle banche *private*, rappresentando attualmente il 36 per cento della ricchezza finanziaria ed avendo comportamenti di risparmio più diffusi della media e più intensi della media, rappresentano il segmento di maggiore interesse non solo per l'industria della produzione di strumenti di investimento e per quella di distribuzione, bancaria e non, degli strumenti stessi. Sono anche il gruppo più interessante per finanziare lo sviluppo dei prossimi cinquanta anni di transizione. Per questo, è importante notare che si tratta di un segmento più istruito, informato, consapevole. È un segmento educato nell'investimento sia in conto proprio, ma anche grazie all'opera dei *private* banker. Ed è un segmento che riconosce il proprio impatto generale, oltre ad avere inclinazione a scoprire e ad investire in nuovi ambiti. Si tratta di risparmiatori che riconoscono il primato della politica e che seguono volentieri l'indirizzo degli investimenti ad impatto, con razionalità e quadratura. Gli interessi generali devono conciliarsi con quelli di crescita e tutela del patrimonio di famiglia, che viene sempre al primo posto. Gli indicatori per orientarsi nel mondo, per il momento piuttosto confuso e del tutto pionieristico, degli investimenti alternativi ad impatto non sono ancora pienamente convincenti. Tanto che, in molti casi, all'investimento alternativo ad alta tecnologia si arriva investendo direttamente in una start up, piuttosto che in fondi specializzati, come se controllare direttamente l'investimento possa attenuare i rischi, e probabilmente almeno in parte è così. Il mondo che chiede il contributo del risparmio alla svolta green, alla sostenibilità sociale degli investimenti sa ora che convincere questo segmento di risparmiatori può essere estremamente vantaggioso, ma la strada per essere pienamente convincenti è ancora lunga ed appena intrapresa.

La banca *private*, d'altra parte, secondo i risultati di questa indagine, è nel pieno di una crescita quantitativa che continuerà ad esprimersi, perché il suo segmento di risparmiatori è quello che ha le masse in crescita più promettente. D'altra parte, questo stesso fatto la mette al centro del sistema finanziario, perché responsabile sempre più dell'efficienza e della qualità di una intermediazione che non ha più semplici effetti sui conti economici dei clienti e delle banche, ma ha effetti complessi sull'intera economia. Per il *Private Banking*, la sfida degli anni 20 di questo secolo si presenta come una sfida concorrenziale, quantitativa, qualitativa, ma soprattutto culturale.

*LA SFIDA SI
PRESENTA COME
CONCORRENZIALE,
QUANTITATIVA,
QUALITATIVA, MA
SOPRATTUTTO
CULTURALE*

RAPPORTO AIPB - CENTRO EINAUDI

06

Nota
metodologica

di BVA-Doxa

Premessa

L'Osservatorio sulla clientela Private in Italia è promosso da AIPB, con il contributo del Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, nell'ambito delle iniziative volte allo sviluppo e l'allargamento della cultura del Private Banking in Italia.

La definizione del questionario strutturato, finalizzato a comprendere sentiment, priorità e orientamenti delle famiglie da Private (patrimoni familiari uguali o superiori a 500.000 euro) è stata condotta in collaborazione tra AIPB, Centro Einaudi e BVA-Doxa. Lo studio prevede un focus sugli imprenditori di PMI.

Il questionario e le interviste

Per realizzare il focus sugli imprenditori, al campione nazionale è stato affiancato un boost sugli imprenditori di PMI con 10 addetti o più. Il questionario, prevalentemente strutturato (domande pre-codificate), ha definito un percorso di intervista unico per il campione nazionale ed il boost imprenditori, con alcune domande somministrate esclusivamente agli imprenditori.

Le aree di intervista hanno riguardato diversi ambiti: relazione con i player bancari e con il Private Banking; bisogni specifici delle PMI; percezioni, orientamenti e timori su temi di attualità; priorità nell'investimento e allocazione della ricchezza; ruolo sociale degli individui e di sostenibilità; opinioni circa il benessere economico e sociale del nostro paese. Il questionario si chiude con la registrazione dei dati di profilo socio-demografico.

*IL QUESTIONARIO
È STATO
SOMMINISTRATO
AD UN CAMPIONE
DI 723 FAMIGLIE
PRIVATE*

Prima di avviare la rilevazione a livello nazionale, il questionario è stato testato attraverso delle interviste pilota "osservate": sono state condotte via web call 3 interviste con imprenditori (per verificare il percorso di questionario più completo). Il gruppo di lavoro ha assistito a tutte le interviste, ottimizzando progressivamente il questionario sulla base delle effettive osservazioni in fase di somministrazione.

Il questionario definito sulla base delle informazioni scaturite da questa fase test è stato poi somministrato ad un campione di 723 famiglie Private rappresentative dell'universo di riferimento a livello nazionale per le principali variabili socio-demografiche sulle base delle statistiche condivise da AIPB.

Il fieldwork ha avuto avvio il 18 Aprile 2021 e si è concluso il 5 maggio 2021.

All'interno della famiglia sono stati intervistati individui responsabili delle decisioni finanziarie e dei rapporti con le banche, da soli o consultandosi con altri familiari.

Le interviste, che hanno avuto una durata media di circa 45 minuti, sono state realizzate prevalentemente face to face con metodologia CAPI (Computer Aided Personal Interviews); a fronte dell'emergenza Covid, su richiesta dell'intervistato, una quota marginale di interviste è stata condotta via web-call.

Per la conduzione della rilevazione sul campo sono stati selezionati 137 punti campione e ha operato un team di 91 intervistatori in possesso dei seguenti requisiti:

- esperienza nella conduzione di interviste su target di alto profilo;
- esperienza nella conduzione di rilevazioni basate sul sistema CAPI con supporto di tablet.

L'esecuzione delle interviste è stata preceduta da riunioni di briefing per la formazione del team di rilevazione sulle specificità dell'indagine. Inoltre, a ciascun intervistatore è stato fornito il Manuale degli Intervistatori che illustra le finalità dello studio ed affronta tutte le fasi di conduzione delle attività di rilevazione. Gli intervistatori sono stati dotati anche di una lettera di presentazione BVA-Doxa da fornire all'intervistato.

L'intervistatore ha condotto le interviste leggendo le domande che comparivano man mano sul video del tablet e ha registrato le risposte digitandole sullo schermo. Per le domande più complesse (ad esempio con molteplici possibilità di risposta) è stata prevista l'indicazione di mostrare il tablet all'intervistato (sono stati predisposti anche dei cartellini sia in file che cartacei).

In accordo con le regole Assirm, sono stati effettuati controlli sulla qualità del lavoro svolto dagli intervistatori. Un team di ispettori indipendenti dal team di

rilevazione ha effettuato ricontatti telefonici delle persone che risultano intervistate, per verificare autenticità e corretto svolgimento dell'intervista. Inoltre, sono state effettuate verifiche on going a tavolino, esaminando criticamente il flusso delle interviste svolte.

Agli intervistati veniva anche assicurato che i loro nominativi non sarebbero stati né pubblicati né comunicati a terzi, salvo, eventualmente, che agli ispettori incaricati del controllo del lavoro degli intervistatori.

Per la selezione degli intervistati è stato utilizzato un campione per «quote»: ai rilevatori sono stati dati i comuni in cui operare nonché le caratteristiche delle famiglie da visitare (condizioni di eleggibilità e quote socio-demografiche). Nell'interpretare i risultati dell'indagine è necessario ricordare che, per il metodo di campionamento adottato (scelta ragionata delle «famiglie» da includere nel campione), il calcolo dell'errore statistico e della significatività delle differenze fra le risposte date nei diversi sottogruppi presenta alcuni limiti. Vengono forniti, in questa nota, i limiti di confidenza di un campione casuale, per valutare il grado di affidabilità dei dati rilevati nell'ipotesi che la selezione degli intervistati, operata per «quote», non si discosti sostanzialmente dalla scelta casuale. Se si considerano due modalità di una risposta che si autoescludono (ad esempio: domande con risposta SI/NO), con un campione casuale di 723 famiglie Private l'intervallo di fiducia entro cui può oscillare la percentuale di risposte nell'universo (con il rischio di sbagliare 5 volte su 100) è dato da questa formula:

$$p \pm 1,96 \sqrt{\frac{p(100 - p)}{n}}$$

dove «p» indica la prima modalità presa in considerazione.

Nel nostro esempio, gli intervistati che hanno risposto SI sono il 50 per cento del campione; nell'intera collettività considerata (universo) saranno 50 per cento \pm 3,64 punti percentuali (quindi potranno essere da 46,36 per cento a 53,64 per cento).

Da questo punto di vista, quando si analizzano le percentuali relative al campione totale, i dati hanno una notevole affidabilità.

Quando, invece, si scende nell'analisi di alcuni sotto-insiemi del campione, occorre maggiore cautela, perché, col diminuire della numerosità del campione, l'intervallo di fiducia si allarga, con crescenti possibilità di oscillazioni dei valori riscontrati nel sotto-campione.

Caratteristiche degli intervistati Famiglie Private italiane

*Dati ponderati, quindi suscettibili di arrotondamenti

Tavola A – Sesso dell'intervistato	Casi	%
Uomini	541	74,8
Donne	182	25,2
Totale	*723	100,0

Tavola B – Area geografica	Casi	%
Nord ovest	340	47,1
Nord est	213	29,4
Centro	110	15,3
Sud e isole	60	8,2
Totale	*723	100,0

Tavola C – Ampiezza centri	Casi	%
Fino a 30.000 abitanti	367	50,8
30.000 - 100.000	144	19,9
oltre 100.000 abitanti	212	29,3
Totale	*723	100,0

Tavola D – Eta intervistato	Casi	%
fino a 44 anni	124	17,2
45 / 54 anni	159	21,9
55 / 64 anni	167	23,1
65 / 74 anni	190	26,3
oltre 74 anni	83	11,5
Totale	*723	100,0

Tavola E – Livello di istruzione dell'intervistato	Casi	%
Laurea	320	44,2
Diploma	354	49,0
Non diplomato	49	6,8
Totale	*723	100,0

Tavola D – Condizione professionale dell'intervistato	Casi	%
Imprenditore	143	19,8
Libero professionista	168	23,2
Commerciante, artigiano, agricoltore, altro autonomo	122	16,8
Dirigente, funzionario, quadro	86	11,8
Impiegato, insegnante	29	4,1
Redditore	12	1,6
Casalinga	7	1,
Pensionato	157	21,7
Totale	*723	100,0

