

**\*CRISI FINANZIARIA E SCELTE DI PORTAFOGLIO NEL MERCATO RETAIL: *Rischio, rendimento e Financial capability*.**

**\*di Roberto Lombardi : Docente di Economia degli Intermediari Finanziari**

Alla luce dell'attuale scenario economico-finanziario risulta di fondamentale importanza analizzare l'andamento riscontrato nel mercato retail ed i fattori che hanno influenzato le scelte di investimento dei risparmiatori, ripercorrendo le principali teorie degli investimenti che risultano ancora attuali.

La crisi finanziaria ha avuto, indiscutibilmente, un notevole impatto sulle *scelte di riallocazione della ricchezza finanziaria* delle famiglie italiane, tale da riposizionare il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria finalizzati proprio ad orientare i comportamenti degli investitori non professionali, soprattutto nelle fasi di maggiore incertezza che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati.

I servizi di consulenza hanno sempre svolto un ruolo importante nel favorire l'accesso degli investitori retail al mercato dei capitali privato, promuovendone così lo sviluppo ed, allo stesso tempo, orientando le famiglie a detenere portafogli diversificati per garantire un profilo rischio-rendimento più favorevole rispetto ai depositi tradizionali. Soprattutto nei periodi di forte turbolenza dei mercati finanziari, come quelli attuali e successivi alla crisi finanziaria, tali servizi sono serviti ad evitare comportamenti irrazionali che portano gli investitori retail non professionali ad uscire completamente dai mercati finanziari, nella errata convinzione di arrestare le perdite fino a quel momento accumulate. Tale comportamento, irrazionale, contrasta con la *teoria finanziaria classica sulle scelte di portafoglio* e la conseguente formazione dei prezzi sui mercati finanziari, che ipotizza come gli individui siano perfettamente razionali e che utilizzino set informativi completi ed omogenei per le scelte di investimento<sup>1</sup>. Nella realtà si verificano, tuttavia, delle anomalie comportamentali da parte degli investitori retail a causa della asimmetria informativa propria del mercato azionario, degli errori di percezione della relazione rischio-rendimento e della scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio. Detti comportamenti anomali divengono ancora più ridondanti ed inspiegabili in periodi di crisi finanziarie.

---

<sup>1</sup> Quaderni di Finanza n°66 – gennaio 2010. - CONSOB *Errori cognitivi ed instabilità delle preferenze nelle scelte d'investimento dei risparmiatori retail* –

*La finanza comportamentale*<sup>2</sup> ha tentato di spiegare tali errori, come vedremo in seguito, attraverso lo studio dei processi di elaborazione degli asset informativi ed ha trovato riscontro proprio con le scelte di portafoglio effettuate in seguito alla attuale crisi finanziaria. A parere di chi scrive il nuovo modello evolutivo di finanza comportamentale può essere definita “resiliente”, che si adatta ai mutamenti ambientali che in modo circostanziato la influenzano sviluppando positivamente il potenziale degli agenti. Un processo di crescita evolutiva del capitale cognitivo a servizio della finanza, in cui il potenziale, inteso come gli “agenti interessati e predisposti alla conoscenza dei processi decisionali”, evolve in competenze se supportato dalla financial capability esistente. Il processo è evolutivo in un orizzonte temporale infinito per cui la competenza prodotta nel primo ciclo virtuoso diviene nuova financial capabilities che sostiene e genera la nuova competenza per adattare il mercato finanziario ai mutamenti e bisogni che si determinano. Ed è proprio ciò che è accaduto a far data dal settembre 2008, default della banca di affari “Lehman Brothers”, nonché data di inizio delle più profonda crisi finanziarie, in cui si è di fatto determinato un drastico cambiamento nelle preferenze e nella propensione al rischio degli investitori.

In Italia, ad esempio, la crisi finanziaria ha contribuito a ridurre ulteriormente la propensione degli investitori retail a detenere strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni convertibili, prodotti del risparmio gestito, ecc) in favore di attività finanziarie tradizionali ritenute più sicure (depositi postali e bancari di semplice circolante).

Questo modello di comportamento ha avuto ed ha tutt’ora, ripercussioni rilevanti sulla struttura del sistema finanziario e contribuisce a ridurre le possibilità di sviluppo di un sistema più market oriented<sup>3</sup> all’interno di un mercato di capitali globalizzato.

Gli studi della Banca Italia confermano, per le famiglie italiane, una scarsa partecipazione al “*mercato delle attività rischiose*”.

Per spiegarne i motivi è utile, nonché necessario, anche valutare l’influenza dei costi fissi di accesso al mercato. I guadagni che derivano dall’investimento in attività rischiose dipendono infatti sia dall’entità del premio al rischio, sia dall’ammontare di ricchezza allocata in attività rischiose. Certamente le scelte di portafoglio delle

---

<sup>2</sup> La Finanza comportamentale prende consistenza nel mondo accademico con gli studi di Daniel Kahneman e Amos Tversky (1974 e 1979) e di Sarah Lichtenstein e Paul Slovic (1971 e 1973). I lavori di Kahneman e Tversky hanno dimostrato che le valutazioni e decisioni degli individui non si conformano alle regole della logica e della statistica ma si basano su un ragionamento intuitivo che è basato sull’esperienza individuale e sulle reazioni emotive alle informazioni presenti nell’ambiente.

<sup>3</sup> Un sistema orientato al mercato delle attività finanziarie rischiose.

famiglie dipendono dalla dimensione della loro ricchezza finanziaria. Ne consegue che per gli investitori con disponibilità limitate, i costi fissi di partecipazione al mercato possono limitare la diversificazione del portafoglio. In linea generale la partecipazione al mercato finanziario aumenta al crescere delle risorse a disposizione della famiglia, per cui, si verifica che, a bassi livelli di reddito o di ricchezza il numero delle famiglie che investono in attività a più elevato rischio e rendimento è estremamente basso; al crescere del reddito e della ricchezza la quota dei partecipanti cresce in misura consistente.

Non si deve tralasciare, inoltre, il ruolo dei cosiddetti *rischi di background*<sup>4</sup>, perché è a causa di questi rischi non assicurabili che le famiglie decidono spesso di ridurre o posticipare il proprio investimento in attività rischiose.

La gestione di un portafoglio di attività rischiose richiede la possibilità di analizzare il migliore asset informativo disponibile, accompagnato da un buon livello di *financial capability*<sup>5</sup> per poterlo interpretare correttamente, evitando errori cognitivi.

Le ultime stime di Banca Italia<sup>6</sup>, peraltro non particolarmente recenti, evidenziano l'esistenza di forti divari tra le aree territoriali italiane. In particolare nel Mezzogiorno la ricchezza per abitante è pari a poco meno della metà di quella dei residenti al Nord così come la disponibilità finanziaria per gli stessi residenti del sud è di poco superiore ad un terzo di quella dei residenti nel Nord. Nello specifico la struttura delle attività finanziarie presenta le seguenti differenze: la quota di obbligazioni, fondi comuni e azioni nei portafogli delle famiglie del Nord supera il 52% del monte investimenti detenuto, nel Centro il 40% e nel Sud è di poco inferiore al 28% .

Per capire quali sono i motivi della minore diffusione delle attività rischiose nel Mezzogiorno bisogna tenere in considerazione le caratteristiche demografiche ed economiche delle famiglie.

La possibilità che l'avversione al rischio degli investitori vari nel tempo anche in funzione del ciclo economico è stata investigata ampiamente nella letteratura sia teorica sia empirica. In particolare, vi sono alcuni modelli in cui l'utilità degli individui dipende dal mantenimento del tenore di vita (*habit formation*)<sup>7</sup>: sotto questa

---

<sup>4</sup> Sono i rischi non diversificabili derivanti dall'incertezza sui futuri redditi da lavoro e dalla gestione di un'attività imprenditoriale.

<sup>5</sup> Il livello di *Financial capability*, inteso come grado di alfabetizzazione finanziaria delle famiglie, contribuisce ad ampliare il livello di partecipazione al mercato delle attività rischiose.

<sup>6</sup> Periodo di analisi 2005 – 2007 – Banca d'Italia

<sup>7</sup> ALESSIE, R., AND KAPTEYN, A. Habit formation, interdependent preferences and demographic effects in the almost ideal demand system. *The Economic Journal* 101, 406

ipotesi, una riduzione della ricchezza finanziaria comporta un aumento della quota investita in attività meno rischiose al fine di garantire risorse sufficienti a mantenere il livello di consumo prefissato. La relazione tra variazioni della quota di attività rischiose nel portafoglio e variazioni nella ricchezza finanziaria, utilizzando i dati dell'”*Indagine sui bilanci delle famiglie di B.I 2011*”, ha evidenziato che gli investitori che hanno sperimentato un calo della propria ricchezza finanziaria mostrano una minore propensione a detenere attività rischiose a parità di aspettative su rendimenti medi e volatilità e quindi, un aumento della loro avversione al rischio. In particolare l'effetto è maggiore se nelle componenti della ricchezza vengono incluse anche le attività meno liquide, quali gli immobili e le partecipazioni in imprese non quotate; in questo caso una riduzione del 10% della ricchezza può riflettersi in una riduzione della quota investita in attività rischiose di quasi cinque punti percentuali<sup>8</sup>. L'analisi in ogni caso non tiene conto del livello di financial capability o quanto meno del grado di istruzione delle famiglie e come detto parametro contribuisca alla costruzione dei portafogli retail. Ulteriori lavori, alcuni in corso di svolgimento, attestano altresì la diversità di comportamento delle famiglie che investono in attività rischiose nelle diverse aree territoriali. Nell'ultimo decennio, ad esempio, il tasso di partecipazione al mercato è aumentato in tutta l'Italia soprattutto al Centro e al Nord, mentre al Sud la quota di famiglie che detengono attività rischiose in portafoglio resta notevolmente al di sotto della media nazionale (16,8%). Tutti i lavori svolti e testati empiricamente, da ultimo l'aggiornamento in atto sulla correlazione tra il grado di istruzione delle famiglie italiane e la composizione del loro portafoglio in funzione dell'area territoriale di residenza<sup>9</sup>, dimostra che la partecipazione è più elevata al crescere dell'istruzione del capofamiglia, che è fortemente legata al grado alfabetizzazione finanziaria delle famiglie. Accade infatti che gli investitori con più elevati livelli di istruzione e financial capability riescono a valutare più correttamente i costi e i benefici delle attività rischiose. Prendendo in esame le singole tipologie di strumenti finanziari<sup>10</sup>, si riscontra che, in Italia, le obbligazioni e i fondi comuni sono presenti

---

(May 1991), 404–419. - ANGELINI, V. Consumption and habit formation when time horizon is finite. Discussion Paper in Economics 06/27, University of York, 2006.

<sup>8</sup> Giuseppe G. L. Cappelletti (Banca d'Italia)- Tema di discussione n. 845, gennaio 2012 Banca d'Italia -

<sup>9</sup> Indagine ISTAT sul risparmio delle famiglie italiane – 2012; Relazione Annuale Banca d'Italia – Rapporto primo semestre 2012 -

<sup>10</sup> I titoli in portafoglio sono stati aggregati in nove categorie: depositi (bancari e postali), certificati di deposito e pronti contro termine, buoni fruttiferi postali, titoli di Stato, obbligazioni e fondi comuni, azioni e partecipazioni azionarie, gestioni patrimoniali, titoli esteri, prestiti alle società cooperative.

nei portafogli di circa il 12% delle famiglie. Va tenuto sempre presente che la diffusione di obbligazioni, fondi comuni, azioni e partecipazioni è crescente al crescere del reddito familiare e del titolo di studio del capofamiglia. Un altro dato che si riscontra è la modesta diffusione dell'allocazione del risparmio in "gestioni patrimoniali", i titoli esteri e i prestiti alle società cooperative.

Dal 2011 gli investimenti si sono diretti in larga parte verso i titoli pubblici, in particolare quelli a medio e a lungo termine (47 miliardi), resi appetibili dagli elevati rendimenti offerti, soprattutto nella seconda parte dell'anno; alla fine del 2011 l'incidenza dei titoli pubblici sulla ricchezza finanziaria è salita a quasi il 6 per cento, una quota comunque contenuta nel confronto storico (era il 14 per cento, in media, nella seconda metà degli anni novanta). Anche le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie hanno ripreso a crescere, principalmente a causa delle politiche di offerta delle banche, in danno al processo di capitalizzazione delle PMI quotate italiane (Effetto piazzamento)

Inoltre nel Mezzogiorno i segmenti della popolazione interessati dal possesso di tali attività risultano ancor più contenuti rispetto al Centro Nord.

Esiste, però, anche un'altra motivazione che spiega la bassa diversificazione dei portafogli finanziari nel Mezzogiorno: in quest'area le famiglie privilegiano l'investimento in attività reali, quali ad esempio l'abitazione di proprietà, piuttosto che in attività finanziarie. Il livello dei prezzi degli immobili è più basso rispetto al Centro Nord e ciò favorisce una più ampia allocazione della ricchezza in abitazioni, anche per le famiglie con una minore disponibilità di ricchezza complessiva. In definitiva, i portafogli delle famiglie italiane risultano essere composti da un numero limitato di attività finanziarie, cioè sono poco diversificati e la diversificazione diventa più intensa al crescere del reddito e del grado di financial capability e di capabilities in genere tali da evidenziare la necessità di usufruire di expertises nel processo di scelta delle decisioni d'investimento.

Tale studio dimostra - per ora solo a livello teorico considerato che un'indagine di correlazione diretta allo stato non è stata effettuata - che esiste una ***relazione positiva tra ricchezza e cultura finanziaria, e che investimenti in attività rischiose e cultura finanziaria sono fenomeni tra loro correlati.*** Una maggiore cultura finanziaria, accrescendo la capacità degli investitori nel prendere decisioni "tendenzialmente corrette" nella gestione del proprio portafoglio, può favorire l'acquisto di attività che si caratterizzano per un profilo più elevato di rischio e rendimento. È anche vera, però, la relazione inversa, ovvero che il possesso di strumenti finanziari rischiosi può indurre le famiglie ad accrescere la propria cultura finanziaria e la

crisi finanziaria ne è un esempio. A seguito di questa, infatti, le famiglie italiane hanno modificato la composizione dei propri portafogli, evidenziando un significativo spostamento del risparmio verso strumenti più liquidi e a basso rischio. Nel dettaglio, da una lettura comparata delle indagini Eurisko e dei rapporti Banca d'Italia sulle economie Regionali ( dal 2007 al 2011 ) mostrano che la quota dei depositi bancari, inclusi i certificati di deposito, e dei prodotti postali (buoni postali fruttiferi e altri prodotti postali diversi dal conto corrente/libretto) sulla ricchezza finanziaria complessiva degli investitori *retail* è aumentata di circa 6 punti percentuali, passando dal 38% a circa il 47%, mentre la quota dei titoli di Stato è passata dal 13% al oltre 22%; la quota delle obbligazioni (bancarie e *corporate*), invece, è scesa dal 15,2% al 11,3%, quella delle azioni dal 10,5% al 4,8%.

La ricchezza finanziaria complessiva si è dunque spostata dai prodotti e strumenti più rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze finanziarie) ai depositi ed ai titoli di Stato.

È chiaro che questo spostamento di ricchezza è stato causato, principalmente dall'incertezza dominante nei mercati finanziari, ma che in ogni caso è stato comunque condizionato da una scarsa conoscenza del settore finanziario da parte dell'investitore retail.

In tale contesto hanno acquistato rilievo i servizi di consulenza finanziaria finalizzati ad orientare i comportamenti degli investitori non professionali. Soprattutto nei periodi di forte turbolenza dei mercati finanziari l'attività svolta da tali servizi si è concretizzata come sostegno nelle scelte più corrette d'investimenti evitando comportamenti irrazionali che portano gli investitori retail ad autoescludersi completamente dai mercati finanziari. In periodi di crisi, quindi, viene riscoperta la funzione del consulente finanziario come ultima chance per ridurre le perdite finanziarie.

I servizi di consulenza, di contro, dovrebbero, invece, rivestire un ruolo completamente diverso da quello svolto, ovvero favorire l'accesso degli investitori retail al mercato del capitale privato, promuovendone così lo sviluppo e allo stesso tempo supportando le famiglie nelle scelte di diversificazione dei portafogli che garantiscono un profilo rischio-rendimento più favorevole rispetto ai depositi ed ai titoli di stato. Una "financial capability" a sostegno delle decisioni d'investimento.

Purtroppo, ad oggi, si hanno poche informazioni, sia in Italia che in altri Paesi, sulla diffusione dei servizi di consulenza, sulle caratteristiche delle famiglie che richiedono e ricevono tali servizi, sul loro impatto sulle scelte di portafoglio, sul grado di fiducia degli investitori nei confronti dei consulenti finanziari e sul livello di soddisfazione rispetto ai servizi ricevuti.

La funzione svolta dai servizi di consulenza potrebbe contribuire a correggere alcuni errori tipici di tipo irrazionale degli investitori retail, quali *l'eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, la scarsa diversificazione del portafoglio per rischio di mercato e di emittente*. Tuttavia, lo ripetiamo, i servizi di consulenza sono davvero poco diffusi tra le famiglie italiane, infatti le stime ci dicono che solo il 20% circa riceve effettivamente dei servizi di consulenza. La maggior parte delle famiglie che hanno un'esposizione al mercato finanziario e quindi possiedono prodotti o strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione) gestiscono il proprio investimento finanziario senza alcun supporto di tipo consulenziale da parte degli intermediari. Altro dato da non sottovalutare consiste nell'evidenziare come le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno un portafoglio più diversificato e meno concentrato sui depositi e titoli di Stato .

La scarsa diffusione dell'utilizzo del servizio finanziario ( solo il 20% delle famiglie italiane ne usufruisce) potrebbe dipendere, a parere di chi scrive, soprattutto dal considerare, forse anche giustamente, il "consulente finanziario" come un soggetto in perenne conflitto di interessi tra il prodotto che gli viene richiesto di collocare dall'emittente e quello che riveste le caratteristiche richieste dall'investitore retail.

La necessità di avere una propria "financial capability" o, di contro, poter contare su expertises indipendenti e fidati che sostengano il processo decisionale di scelta dell'investitore retail attenuerebbe, ma non escluderebbe, gli errori prodotti da scelte irrazionali nella allocazione del risparmio. A tal proposito, evidenziamo e non da ora, come la teoria finanziaria classica sulle scelte di portafoglio venga sistematicamente smentita dal comportamento degli investitori retail che non rivestono la qualifica, così come descritto nella predetta teoria, di *agenti perfettamente razionali con set informativi completi e omogenei*.

La letteratura più recente sui comportamenti e le scelte finanziarie degli investitori retail (cosiddetta *behavioural finance o finanza comportamentale*) mostra invece come il comportamento delle famiglie sia spesso molto lontano dal concetto di razionalità descritto dalla teoria finanziaria classica. Infatti gli investitori commettono sistematicamente degli errori oppure hanno comportamenti non riconducibili ad un modello di massimizzazione di una funzione di utilità che dipende dal rischio e dal rendimento delle attività finanziarie.

La ricerca empirica ha dimostrato che gli investitori commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte.

Tali errori si riflettono in anomalie comportamentali che, nel caso degli investitori retail, si traducono in una bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento e scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio.

***La finanza comportamentale (behavioural finance)*** ha spiegato tali errori attraverso lo studio dei processi di elaborazione delle informazioni, esplorando molteplici filoni di ricerca. Il primo a mettere in discussione la capacità descrittiva dei modelli di finanza tradizionale è stato quello relativo all'ipotesi dei mercati finanziari efficienti.

Nessuno di questi modelli ha però analizzato e valutato se un processo virtuoso di financial capability applicato agli agenti del mercato retail, ovvero alle famiglie come soggetti che intendono allocare il loro risparmio nei prodotti finanziari e agli expertises finanziari che hanno il know how finanziario necessario, possa far convergere la “*pratica*” finanza comportamentale verso la “*teorica*” finanza classica.

## Bibliografia

Banca d'Italia ( 2012) - Tema di discussione n. 845, gennaio 2012 . Cappelletti Giuseppe G. L.

Banca d'Italia ( 2012) Relazione Annuale 2011 – Risparmio delle famiglie analisi degli andamenti.

Banca D'Italia (2009) Le scelte finanziarie delle famiglie italiane nelle macro aree territoriali italiane: la decisione di investire in attività finanziarie rischiose. Mezzogiorno e politiche regionali- Seminari e convegni, Workshop and conferences- n°2 novembre 2009

Banca d'Italia (2008), I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2006, Supplementi al bollettino Statistico - Indagini campionarie, anno XVIII n°7 Gennaio 2008

Banca d'Italia (2007), La ricchezza delle famiglie italiane 1995-2005, Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, anno XVII, n°75 Dicembre 2007

Discussion Paper in Economics 06/27, University of York, 2006. Angelini, V. Consumption and habit formation when time horizon is finite.

Horizons Bancaires numero 340 – Novembre 2010 - Études Économiques Credit Agricole.

Quaderni di Finanza n°66 – gennaio 2010. - CONSOB Errori cognitivi ed instabilità delle preferenze nelle scelte d'investimento dei risparmiatori retail –



Quaderni di finanza N. 64 Studi e Ricerche CONSOB - M. Gentile, G. Siciliano (Luglio 2009). Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria.

Quaderni di finanza N. 59 Studi e Ricerche. - CONSOB. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano (Ottobre 2006). Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito.

Reyniers London School of Economics Consumer research 69 – 2008 - Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective - Prepared for the Financial Services Authority by David de Meza, Bernd Irlenbusch, Diane

Maggioli Editore ( Maggio 2011) Lombardi, R. Verso una nuova Eco-nomia. Sostenibilità Competence e Resilienza d'Impresa.

Working Paper, BCE, Francoforte. Stracca, L. (2002a), "Behavioral finance and aggregate market behavior: where do we stand?".

The Economic Journal 101, 406 (May 1991), 404–419. Alessie, R. and Kapteyn, - Habit formation, interdependent preferences and demographic effects in the almost ideal demand system.