

Intervento Prof. Di Giorgio all'incontro Consob del 13 settembre

Sono molto contento di partecipare in minoranza di genere a questo panel con colleghe di grande professionalità e competenza, come Carla Rabitti, Laura Piatti e Magda Bianco, e di farlo nella sede di una Authority italiana.

I risultati dello studio Consob appena presentato sono del tutto coerenti con quelli di una recente ricerca condotta dal CASMEF della LUISS con Assoreti, nell'ambito di una collaborazione ormai consolidate nel tempo. La suddetta ricerca è stata presentata all'ultimo Salone del Risparmio e recentemente pubblicata come Quaderno dell'Editrice Minerva Bancaria (L'asset allocation in presenza di tassi di interesse negativi, di Borri, Cervellati, Curcio e Fasano, Editrice Minerva Bancaria, luglio 2016).

In particolare, sia nel Rapporto Consob che nella ricerca CASMEF emerge che la compressione dei rendimenti sul mercato obbligazionario, e soprattutto sul segmento dei titoli governativi, ha indotto nelle famiglie un abbandono progressivo di questa asset class a favore di depositi bancari e strumenti assicurativi e previdenziali in comparti ritenuti "sicuri" e di fondi di investimento nel gestito per cercare di cogliere le opportunità collegate a investimenti più rischiosi, ma che sono anche percepiti probabilmente come troppo complessi per essere affrontati individualmente (siano nel fixed income o nell'azionario).

E questo, nonostante le argomentazioni interessanti avanzate da Parche poco fa sui ritorni degli investimenti "diretti" e non intermediati, potrebbe non essere un fatto negativo. Troppe volte abbiamo infatti già assistito a crisi di imprese in cui il cerino in mano è rimasto al cosiddetto "parco buoi" quando invece gli investitori istituzionali e i fondi avevano già "abbandonato la nave". È opportuno per il settore retail affidarsi a gestori qualificati, che auspicabilmente offrano servizi di asset management a prezzi onesti: qui le autorità di vigilanza dovrebbero impegnarsi ulteriormente, perché sulla trasparenza dei costi "finali" di alcuni prodotti mi sembra ci siano ancora dei progressi da fare, anche se siamo sulla giusta strada, nonostante il momentaneo stop di Mifid 2.

Non necessariamente, lo stesso disincanto per il comparto obbligazionario vale per gli investitori istituzionali, per i quali il reddito fisso mantiene ovviamente una attrattività, con i governativi che assumono tuttavia una funzione assicurativa e la ricerca di redditività affidata al settore high yield e a qualche emittente del mondo emergente (da selezionare con cura).

Con il passaggio ai tassi negativi, ormai applicati su una montagna di carta in Europa, abbiamo anche una rivoluzione intellettuale sia nella teoria che nella pratica della finanza e degli investimenti. Si pensi ai modelli moderni di equilibrio economico generale intertemporali (di asset pricing) in cui la presenza di tassi di interesse negativi pone enormi difficoltà concettuali e altera le condizioni di equilibrio (il tasso di interesse nel modello con *cash in advance* è il rapporto tra due moltiplicatori di Lagrange, quindi al massimo può andare a zero quando il vincolo non è binding)¹, e un equilibrio si raggiunge solo grazie ad una esatta politica di implementazione da parte di un ispirato policy mover.

Nello studio del CASMEF e di Assoreti vengono condotte delle simulazioni che mostrano come in presenza di tassi negativi vari la frontiera efficiente di portafoglio. L'allocazione ottimale è caratterizzata da uno Sharpe ratio più elevato. Si prendono rischi più alti (visto che il non prenderli penalizza di più), ma vi è una compensazione relativa migliore in termini di rendimenti attesi.

In questo contesto, diventa sempre più necessaria una consulenza “sana” al cliente, che punti su abbassamento dei costi dei prodotti, diversificazione, giusto matching tra obiettivi di investimento, orizzonte temporale e prodotti consigliati.

Sia nell'indagine della CONSOB che nello Studio del CASMEF, emerge la valenza di alcuni risultati della moderna teoria comportamentale della finanza (behavioral finance) che invita a distinguere gli obiettivi di investimento in modo chiaro e trasparente e a utilizzare un approccio multiplo all'investimento, caratterizzato dall'indirizzare diverse asset allocation al soddisfacimento di obiettivi distinti (e anche posizionati in momenti diversi di tempo): ad esempio la pensione, l'istruzione dei figli, i lasciti ereditari.

Questo chiaramente richiede di investire molto nella financial education dei clienti e soprattutto nelle competenze e nella formazione dei consulenti, che devono essere in grado di trasferire tali messaggi. Mi sembra una bella sfida sia per le Scuole e le Università che per gli intermediari e le reti di consulenti finanziari, e credo che l'impegno anche di Autorità come CONSOB su questo tema possa essere molto utile per colmare alcuni ritardi che, oggettivamente, si notano dalle risposte fornite alle domande del questionario somministrato.

¹ Si vedano i contributi originali di Svensson e Lucas e Stokey o l'esposizione in Di Giorgio, Teoria e Politica Monetaria, CEDAM 2016.