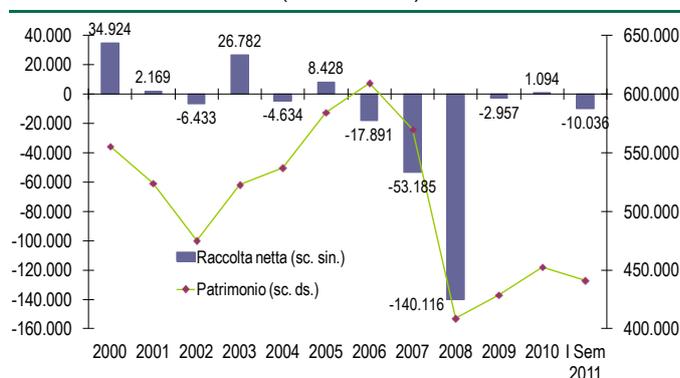


## Il mercato italiano dei fondi comuni

(mln. di euro)



Fonte: Assogestioni

Nel 2010, il valore della **produzione delle società non finanziarie italiane** è aumentato del 5,1%. La redditività è tornata a crescere, ma solo lentamente. Sul risultato economico ha pesato l'aumento dei costi produttivi, risultato sia di costi unitari degli input più alti, sia di una minore efficienza. La struttura finanziaria ha registrato un nuovo aumento del *leverage*, rimanendo particolarmente esposta al rischio di interesse. Si stima che un aumento dei tassi di 1 punto percentuale determinerebbe un incremento dell'incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo di oltre 1 punto percentuale.

Il patrimonio complessivo dei **fondi comuni di investimento** europei a fine marzo 2011 ammontava a 5.950 mld di euro. A fine giugno 2011 il patrimonio gestito dai fondi di investimento sul mercato italiano è risultato pari a circa 441 mld di euro, in flessione del 9,6% rispetto al valore di fine 2010. La raccolta netta da inizio anno ha registrato un saldo negativo per oltre 10 miliardi di euro. A partire dal 1° luglio 2011 il regime di tassazione previsto per i fondi di diritto italiano è stato uniformato a quello dei fondi di diritto estero. Le prospettive di mercato restano da valutare anche alla luce di nuovi elementi di scenario quali l'assegnazione ai fondi del passaporto europeo (direttiva Ue Ucits IV) e l'inasprimento dell'imposta di bollo sui dossier titoli.

31

5 agosto  
2011

Direttore responsabile:  
Giovanni Ajassa  
tel. 0647028414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas  
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma  
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

## Le imprese nell'incerta ripresa dell'economia italiana

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Nel 2010, il valore della produzione delle società non finanziarie italiane è aumentato del 5,1%, avvicinandosi nuovamente ai 2mila miliardi di euro. Durante il primo anno di ripresa, le imprese hanno, però, dovuto fronteggiare un più ampio aumento dei costi di produzione, risultato sia dei maggiori costi unitari degli input, sia di una minore efficienza del sistema produttivo.

La redditività è tornata a crescere, ma solo lentamente. Il reddito lordo da impresa, grandezza che approssima l'utile prima delle imposte della contabilità aziendale al lordo degli ammortamenti, è aumentato del 5%, superando i 300 miliardi di euro, ma rimanendo 13 miliardi al di sotto dei livelli del 2007. L'incidenza sul valore della produzione è risultata invariata al 15,4%, un valore inferiore ai livelli prossimi al 18% registrati nella seconda metà degli anni Novanta.

I debiti finanziari delle imprese italiane sono cresciuti oltre i 1.260 miliardi di euro. Il grado di indebitamento (*leverage*) è aumentato di 1 punto percentuale, posizionandosi intorno al 46%. La struttura finanziaria delle imprese appare esposta al rischio di interesse. Un aumento dei tassi di 1 punto percentuale si stima determinerebbe un incremento del peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo di oltre 1 punto percentuale.

### Torna a crescere, con gradualità, il valore della produzione delle imprese italiane

La pubblicazione dei Conti economici per settore istituzionale dell'Istat<sup>1</sup> consente di effettuare un'analisi dell'evoluzione delle condizioni economiche delle imprese italiane nel primo anno di ripresa. Come per il complesso dell'economia, nel 2010, le società non finanziarie<sup>2</sup> hanno recuperato solo una parte della brusca contrazione registrata durante la crisi.

Il valore della produzione è aumentato del 5,1%, dopo la flessione superiore al 10% del 2009, avvicinandosi nuovamente ai 2mila miliardi di euro. Alle imprese italiane, mancano circa 150 miliardi per tornare sul livello del 2008.

A fronte di un aumento del valore della produzione, le società non finanziarie hanno, però, dovuto sopportare un più ampio incremento dei costi, cresciuti del 7% nel confronto con il 2009. Di tale andamento ne ha risentito la dinamica del valore aggiunto lordo, aumentato di meno del 2%, da 698 a 710 miliardi di euro. Il rapporto tra il valore aggiunto lordo e il valore della produzione, indicatore dell'incidenza del costo degli input produttivi esterni sul valore degli output, si è ridotto dal 36,7% del 2009 al 35,5%.

Confrontando gli output prodotti con gli input utilizzati non in valore ma in quantità, emerge come tale dinamica rifletta sia i maggiori costi unitari degli input, sia una minore efficienza del sistema produttivo italiano<sup>3</sup>. Nel 2009, la quantità prodotta era

<sup>1</sup> Istat (2011), Conti economici nazionali per settore istituzionale, Tavole di dati, 19 luglio.

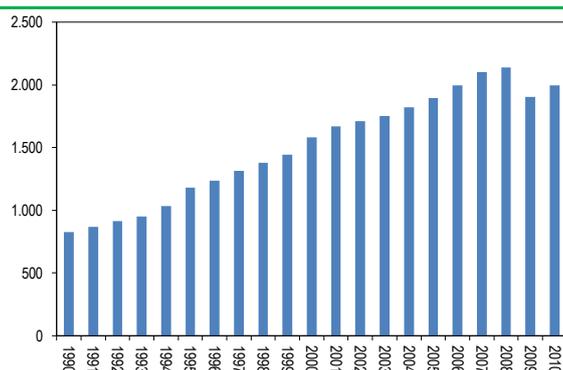
<sup>2</sup> Le società non finanziarie comprendono le società e quasi-società private e pubbliche: tra queste ultime figurano le aziende autonome, le Ferrovie dello Stato, le aziende municipalizzate e consortili, le imprese a partecipazione statale, le altre imprese pubbliche. Per quasi-società si intendono quelle unità che, pur essendo prive di personalità giuridica, dispongono di contabilità completa e hanno un comportamento economico separabile da quello dei proprietari; esse comprendono le società in nome collettivo e in accomandita semplice, nonché le società semplici e di fatto e le imprese individuali con più di 5 addetti.

<sup>3</sup> Il valore della produzione è stato deflazionato considerando il deflatore della produzione calcolato a partire dai dati contenuti nei Conti economici nazionali dell'Istat. I consumi intermedi dei Conti economici

scesa più di quanto non si fosse ridotta quella degli input impiegati. Nel 2010, la quantità prodotta è aumentata meno di quanto sia cresciuta quella degli input utilizzati. Il rapporto tra il valore aggiunto e il valore della produzione, al netto della variazione dei prezzi, indicatore rappresentativo dell'efficienza del sistema produttivo, è ulteriormente sceso, passando dal 35,5% del 2009 al 35,2%. Negli ultimi due anni sono stati persi 0,8 punti percentuali, posizionandosi sul valore più basso dal 2002.

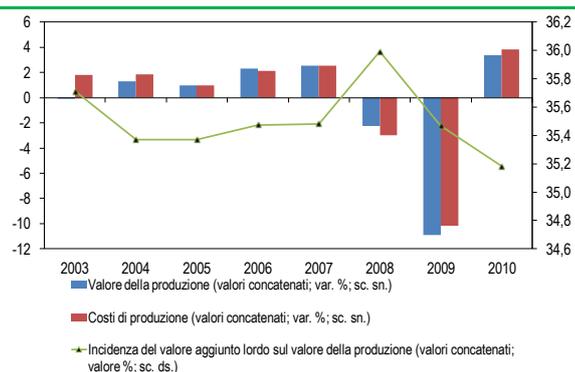
### Il valore della produzione delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

### Il valore aggiunto nei conti economici delle società non finanziarie italiane al netto della variazione dei prezzi



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

### I bassi tassi di interesse sostengono la redditività delle imprese italiane

Nel 2010, il reddito lordo da impresa delle società non finanziarie italiane, grandezza che approssima l'utile prima delle imposte della contabilità aziendale al lordo degli ammortamenti, è tornato a crescere, da 293 miliardi di euro del 2009 a 308 miliardi. L'aumento del 5% non è stato, però, sufficiente a recuperare quanto perso durante i due anni di recessione, rimanendo circa 13 miliardi di euro al di sotto dei livelli del 2007. L'incidenza del reddito lordo da impresa sul valore della produzione è rimasta invariata nel confronto con l'anno precedente al 15,4%, un valore di poco superiore al minimo degli ultimi venti anni toccato nel 2008, ma molto inferiore ai livelli prossimi al 18% registrati nella seconda metà degli anni Novanta. Un'indagine condotta nei primi mesi del 2011, su un campione di imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti, ha confermato come la ripresa dei profitti aziendali stia proseguendo solo lentamente. La percentuale di imprese in utile è salita al 58%, 5 punti percentuali in più del 2009 ma ancora 7 punti percentuali in meno del periodo 2006-08.

Nel 2010, la redditività delle imprese italiane ha risentito negativamente dei già menzionati rincari dei costi produttivi, mentre ha tratto beneficio dalla moderata dinamica del costo del lavoro e dal contenimento degli oneri finanziari. I redditi da lavoro erogati dalle società non finanziarie sono aumentati di solo lo 0,7% nel confronto con l'anno precedente. Gli interessi passivi pagati dalle imprese italiane sono scesi da 26 miliardi di euro del 2009 a 18 miliardi, il valore più basso degli ultimi venti anni. Nel biennio 2009-10 gli oneri finanziari si sono ridotti complessivamente di 36 miliardi di euro, con l'incidenza sul risultato lordo di gestione scesa al 6,1% da valori superiori al 10% negli anni immediatamente precedenti la crisi. Il calo degli interessi è il risultato

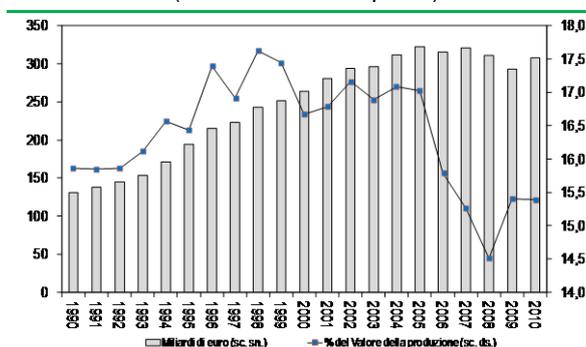
nazionali per settore istituzionale, considerati rappresentativi dei costi di produzione, sono stati deflazionati considerando l'indice dei prezzi alla produzione.

sia della moderata crescita dei debiti finanziari, sia della forte riduzione dei tassi applicati. Nel 2010, l'onere medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi pagati e il valore dei debiti finanziari alla fine dell'anno precedente, si è ridotto di oltre 3 punti percentuali nel confronto con il 2008<sup>4</sup>.

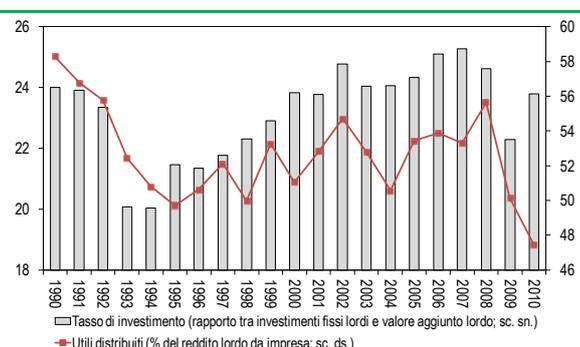
Le imprese italiane hanno, inoltre, tratto beneficio dalla stabilità delle imposte correnti sul reddito e sul patrimonio, risultate pari a 31 miliardi di euro, importo uguale a quello del 2009 ma inferiore di circa 10 miliardi a quello rilevato nel biennio 2007-08. L'incidenza delle imposte sul reddito lordo da impresa si è ridotta dal 13,1% del 2008 al 10%.

### La redditività delle società non finanziarie italiane

(reddito lordo di impresa)



### Gli utili distribuiti e gli investimenti delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Nel 2010, le imprese italiane, data la persistente incertezza che ha continuato a caratterizzare lo scenario complessivo e nonostante il moderato recupero della redditività, hanno ridotto dello 0,7% il valore degli utili distribuiti. L'incidenza sul reddito lordo da impresa è scesa dal 50,1% del 2009 al 47,4%, il valore più basso degli ultimi venti anni. Nell'ultimo biennio, questo rapporto è diminuito di oltre 8 punti percentuali.

Nonostante la debole dinamica dei volumi di attività e dei flussi di reddito, le imprese italiane sono tornate ad aumentare il valore degli investimenti, sebbene moderatamente. Nel 2010, gli investimenti fissi lordi sono passati da 156 miliardi di euro del 2009 a 169 miliardi. Una crescita non sufficiente a recuperare l'ampia flessione registrata tra il 2008 e il 2009. Mancano ancora 14 miliardi di euro per tornare sui livelli precedenti la recessione. Considerando la dinamica degli investimenti all'interno dell'andamento complessivo dei conti economici, emerge, però, una valutazione della propensione ad investire delle imprese italiane migliore di quella desumibile dal semplice giudizio sui valori investiti. Il tasso di investimento, misurato dal rapporto tra gli investimenti fissi lordi e il valore aggiunto lordo, è cresciuto dal 22,3% del 2009 al 23,8%. Sebbene risulti ancora inferiore al picco degli ultimi venti anni registrato nel 2007, tale rapporto è tornato su un valore superiore alla media registrata negli anni precedenti la crisi, dal 1990 al 2007.

<sup>4</sup> L'onere medio dei debiti finanziari delle società non finanziarie è stato calcolato come rapporto tra il valore degli interessi pagati risultante dai Conti economici nazionali per settore istituzionale dell'Istat e il valore dei debiti finanziari risultante dai Conti finanziari della Banca d'Italia.

### **Nonostante la ripresa, rimangono fragili le condizioni finanziarie delle imprese**

Una ripresa dei livelli di attività e dei flussi di reddito persistentemente debole ha frenato il miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese italiane, che continuano a presentare condizioni di fragilità.

Sono aumentati i ritardi nei pagamenti tra le aziende. La percentuale di crediti regolati dopo la scadenza è cresciuta, avvicinandosi al 30%. La durata media dei ritardi si è allungata, superando i 60 giorni. I tempi di pagamento complessivi nelle transazioni commerciali hanno raggiunto in media i 104 giorni.

I dati del sistema bancario confermano il permanere di elementi di criticità. Nel primo trimestre del 2011, la quota di crediti sui quali sono state segnalate situazioni di difficoltà temporanee di pagamento (incagli e prestiti ristrutturati) è aumentata, avvicinandosi al 6%, il valore più alto degli ultimi cinque anni. Le nuove sofferenze sono state pari al 2,6% del totale dei prestiti, un valore non lontano dai picchi prossimi al 3% registrati durante i mesi più difficili della crisi. Nel 2010, è, inoltre, aumentato il numero delle operazioni di ristrutturazione del debito finalizzate a ridurre le tensioni finanziarie delle imprese. Un'indagine della Banca d'Italia mostra come circa il 3,7% dei prestiti in essere sia stato oggetto di revisioni contrattuali, a fronte del 3,2% del 2009.

Nel 2010, infine, sono stati avviati oltre 11mila fallimenti aziendali, quasi un quinto in più del 2009, anno nel quale era stato già registrato un aumento intorno al 25%.

### **Crescono i debiti delle imprese, rimane alta la sensibilità ai tassi**

Nel 2010, i debiti finanziari delle imprese italiane hanno registrato una crescita dell'1,5% nel confronto con l'anno precedente. In valore, l'incremento è stato pari a 19 miliardi di euro, superando i 1.260 miliardi<sup>5</sup>.

Negli ultimi quindici anni i debiti finanziari sono aumentati di circa 2,4 volte. Il rapporto rispetto al Pil ha raggiunto l'80%, un valore superiore di oltre 30 punti percentuali al dato relativo alla seconda metà degli anni Novanta, ma inferiore di oltre 20 punti percentuali alla media dell'area euro. In rapporto al valore aggiunto lordo, il peso dei debiti finanziari delle imprese italiane è passato da poco sopra il 100% nella seconda metà degli anni Novanta a quasi il 180%, nonostante durante lo scorso anno si sia assistito ad una moderata flessione.

Il grado di indebitamento (*leverage*), pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio ai valori di mercato<sup>6</sup>, è aumentato di oltre 1 punto percentuale, posizionandosi intorno al 46%. Nel confronto internazionale, il *leverage* delle imprese italiane risulta superiore di circa 4 punti percentuali rispetto alla media dell'area euro e di oltre 10 nel confronto con gli Stati Uniti. Su valori più elevati la Spagna e il Giappone.

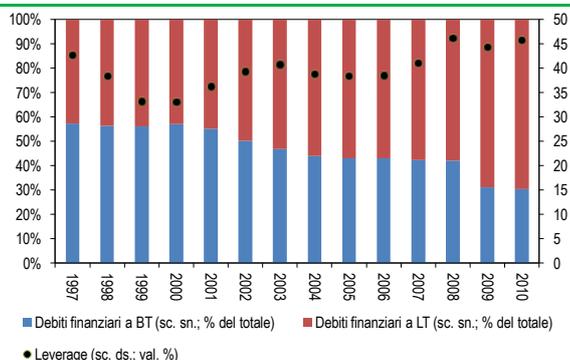
Nel 2010, l'aumento dei debiti finanziari ha riflesso un incremento della componente a medio e lungo termine, a fronte di una moderata flessione di quella a breve. Il peso dell'indebitamento a breve sul totale si è ulteriormente ridotto, scendendo intorno al 30%, un valore di oltre 25 punti percentuali più basso di quello registrato nella seconda

<sup>5</sup> Per l'analisi della struttura dell'indebitamento delle società non finanziarie sono stati considerati i valori contenuti nelle statistiche dei Conti finanziari della Banca d'Italia (Base Informativa Pubblica). Per il 2009 e il 2010 sono stati considerati i valori contenuti nel Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia del 3 agosto 2011.

<sup>6</sup> Nel calcolo del *leverage* i debiti finanziari tratti dai Conti finanziari della Banca d'Italia, comprendono: titoli a breve termine, titoli a lungo termine, prestiti a breve termine e prestiti a lungo termine. Il capitale proprio comprende la voce azioni e altre partecipazioni che viene valutata ai prezzi di mercato.

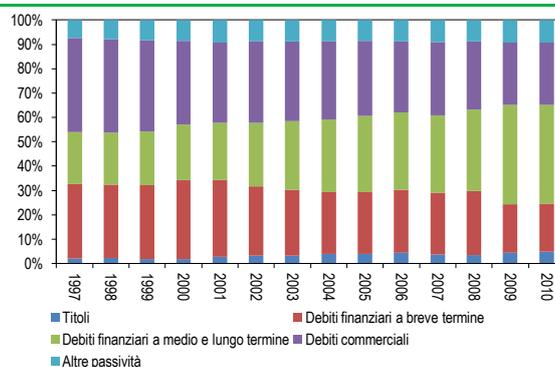
metà degli anni Novanta. L'incidenza del breve termine sul totale dei debiti finanziari risulta ora non lontana dal valore medio dell'area euro.

### I debiti finanziari e il leverage delle società non finanziarie italiane



### La composizione delle passività delle società non finanziarie

(% del totale al netto delle azioni e partecipazioni)



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

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

Nonostante tale tendenza, la struttura finanziaria delle imprese italiane continua ad essere particolarmente esposta al rischio di un aumento dei tassi. Pesa l'alta quota di debiti bancari a medio e lungo termine su cui è applicato un tasso variabile, pari al 95% del totale dei prestiti erogati negli ultimi cinque anni a fronte dell'89% dell'area euro. Secondo stime della Banca d'Italia, un aumento di 1 punto percentuale dei tassi di interesse determinerebbe un incremento dell'incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo di oltre 1 punto percentuale.

Nella struttura finanziaria delle imprese italiane rimane, infine, contenuto il peso dei titoli a medio e lungo termine, mentre risulta ancora elevata l'incidenza dei debiti commerciali. Nel 2010, mentre il valore dei titoli a medio e lungo termine è aumentato di circa 12 miliardi di euro raggiungendo i 90 miliardi, i debiti commerciali sono cresciuti di quasi il 3%, avvicinandosi nuovamente a 500 miliardi di euro. La quota dei debiti commerciali sul totale delle passività delle imprese italiane al netto delle azioni e partecipazioni, sebbene si sia ridotta di circa 13 punti percentuali negli ultimi quindici anni, rimane elevata e pari a circa il 25%, un peso superiore a quello dei debiti finanziari a breve termine.

## I fondi comuni: l'Europa e l'Italia

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

Il patrimonio complessivo dei fondi comuni di investimento europei a fine marzo 2011 ammonta a 5.950 mld di euro, in flessione dello 0,9% rispetto a dicembre 2010. Le quote di mercato per domiciliazione dei fondi vedono al primo posto il Lussemburgo con il 31,5% del totale, seguito da Francia (20,1%), Irlanda (12,6%) e Regno Unito (11,3%), mentre i fondi domiciliati in Italia ammontano al 2,8%.

Nel patrimonio dei fondi comuni europei il comparto azionario pesa per oltre un terzo del capitale (36%), considerando anche i fondi bilanciati si arriva a oltre metà del totale. I fondi comuni riferibili al mercato italiano, rispetto a quanto osservato in Europa, presentano invece una diversa composizione, con l'insieme dei fondi azionari e quelli bilanciati arriva solo al 27%.

A fine giugno 2011 il patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento sul mercato italiano è risultato pari a circa 441 miliardi di euro, in flessione del 9,6% rispetto al valore di fine 2010. La raccolta netta dei fondi comuni di investimento anche nel mese di giugno è stata negativa (-2,9 miliardi di euro), continuando un trend che da inizio anno ha portato a un saldo complessivo negativo per oltre 10 miliardi di euro.

A partire dal 1° luglio 2011 è cambiato il regime di tassazione previsto per i fondi comuni di investimento di diritto italiano, che sono stati uniformati a quelli di diritto estero. Oltre al cambio di regime fiscale sono subentrati anche nuovi elementi di scenario come il recepimento della direttiva comunitaria Ucits IV, per l'assegnazione ai fondi del passaporto europeo e i possibili effetti derivanti dall'inasprimento dell'imposta di bollo sui dossier titoli che potrebbe incentivare i risparmiatori a riconsiderare l'investimento in fondi comuni, esente da tale costo, piuttosto che quello diretto in titoli. Le possibili ricadute di queste innovazioni sulle prospettive di mercato restano comunque da valutare.

### Rallenta la dinamica dei fondi comuni europei nel 2011, in flessione il patrimonio

Nel primo trimestre del 2011 i fondi comuni europei hanno registrato una raccolta netta pari a 30 mld di euro, in aumento rispetto ai 26 mld di euro dell'ultimo trimestre del 2010. Considerando solo i fondi comuni a lungo termine (con l'esclusione cioè dei fondi monetari) la raccolta netta del primo trimestre dell'anno (39 mld di euro) risulta invece molto inferiore rispetto a quella del trimestre settembre-dicembre 2010 (67 mld di euro).

Il patrimonio complessivo detenuto dai fondi europei a fine marzo 2011 ammonta 5.950 mld di euro, in flessione dello 0,9% rispetto a dicembre 2010. A spiegare gran parte del calo è la componente azionaria che ha risentito delle tensioni in Nord Africa e Medio Oriente e di quelle relative al debito sovrano dei paesi europei.

Le quote di mercato per domiciliazione dei fondi vedono al primo posto il Lussemburgo con il 31,5% del totale, seguito dalla Francia con il 20,1%, dall'Irlanda con il 12,6% e dal Regno Unito con l'11,3%. L'Italia detiene una quota pari al 2,8% dei fondi europei. Nel primo trimestre dell'anno i principali paesi per domiciliazione hanno registrato una flessione del patrimonio (Lussemburgo -0,6%, Francia -1,1%, Irlanda -0,9% e Regno Unito -1,6%). Complessivamente sono stati quattordici i paesi che hanno sperimentato una contrazione del patrimonio a fronte di dodici che hanno invece realizzato un incremento.

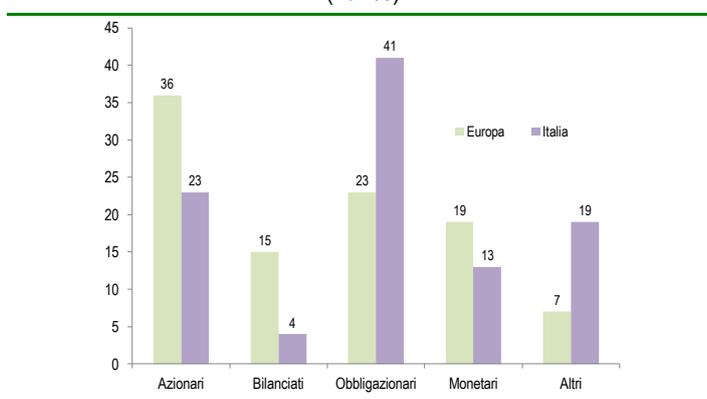
La composizione del patrimonio dei fondi comuni europei evidenzia come i due comparti a maggior contenuto azionario detengano oltre la metà del capitale

complessivo. I fondi azionari superano un terzo del totale (36%), mentre i fondi bilanciati, che investono parte del loro capitale in titoli azionari, hanno un peso del 15%. L'altra metà del patrimonio si ripartisce tra i fondi obbligazionari (23%), i monetari (19%) e le altre categorie (7%).

I fondi comuni riferibili al mercato italiano (l'insieme di quelli domiciliati in Italia e dei cosiddetti roundtrip) rispetto a quanto osservato in Europa presentano una diversa composizione. A marzo 2011 il comparto in cui risultava investita la quota più ampia del patrimonio era quello dei fondi obbligazionari con un peso pari al 41% del totale, mentre il comparto azionario aveva un peso del 23% (circa 13 pp in meno rispetto alla media europea), quello dei fondi bilanciati presenta una quota del 4%. La quota di patrimonio investita in fondi flessibili ammontava al 16%, quella dei fondi hedge al 3%, mentre i fondi di liquidità detenevano una quota del 13%.

### Composizione del patrimonio dei fondi comuni di investimento

(val %)



Fonte: Assogestioni, Efama

A fine 2001 l'industria europea dei fondi comuni aveva un patrimonio pari a circa 3 trilioni di euro, che alla fine del primo trimestre 2011 ha raggiunto 5,9 trilioni di euro, di cui circa 2,4 trilioni gestiti all'interno di fondi lanciati negli ultimi 9 anni. L'innovazione e l'evoluzione dei canali distributivi hanno avuto un'importanza fondamentale per lo sviluppo del settore, come sottolineato da una recente ricerca condotta da Lipper<sup>7</sup>.

In termini di sottoscrizioni nette i fondi europei a lungo termine (ossia al netto dei fondi liquidità) hanno raggiunto nel 2010 i 290 mld di euro, il valore massimo degli ultimi 5 anni, mentre il valore massimo precedente, pari a 370 mld di euro era stato raggiunto nel 2005. Tuttavia, nei due anni considerati, si registra un notevole differenza nella composizione delle vendite. Mentre nel 2005 dei 370 mld di euro circa la metà (184 mld) erano confluiti nei fondi domestici europei (cioè i fondi venduti agli investitori in un singolo mercato nazionale) nel 2010 in questi fondi è confluito solo il 22 per cento delle vendite totali (64 mld di euro). Al contrario in soli cinque anni è cambiato in misura significativa il ruolo dei fondi transfrontalieri, quelli cioè commercializzati in più paesi, che nel 2010 hanno attirato quasi l'80% delle sottoscrizioni a fronte del 50% nel 2005.

La crescita dei fondi transfrontalieri è legata anche alla diffusione di nuovi modelli di distribuzione nell'Europa continentale, sinora caratterizzata dalla predominanza di canali distributivi non indipendenti (ad esempio con gruppi bancari ed assicurativi che

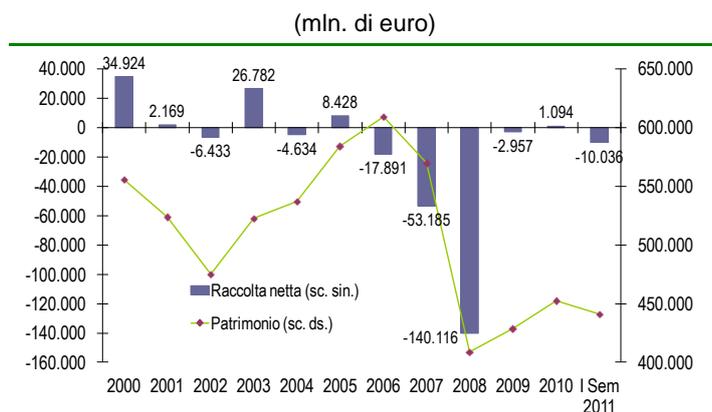
<sup>7</sup>Moisson. E. "New product launches shed light on distribution in the fund industry", Lipper Research Series, July 2011

vendono i prodotti all'interno del loro mercato locale) a differenza di paesi come il Regno Unito dove la distribuzione è dominata dalla figura dei consulenti indipendenti.

### Fondi comuni italiani: un primo semestre in flessione

A fine giugno 2011 il patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento sul mercato italiano è risultato pari a circa 441 miliardi di euro, in flessione del 9,6% rispetto al valore di fine 2010. La raccolta netta dei fondi comuni di investimento nel mese di giugno è stata negativa (-2,9 miliardi di euro), continuando un trend che da inizio anno ha portato a un saldo complessivo tra sottoscrizioni e riscatti pari a -10 miliardi di euro.

#### Il mercato italiano dei fondi comuni



Fonte: Assogestioni

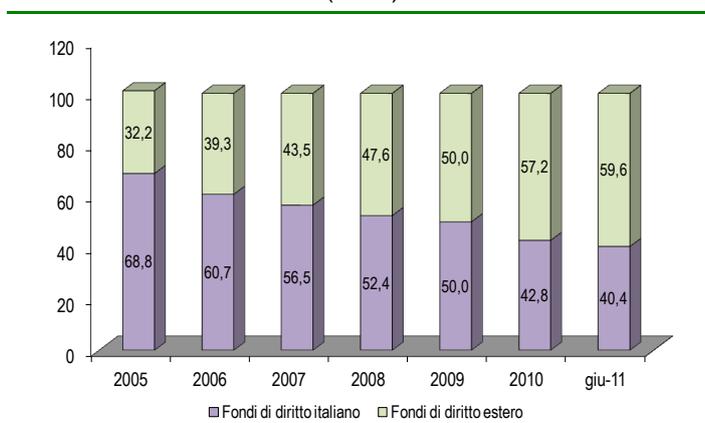
A pesare sulla raccolta di giugno sono stati i fondi di liquidità e quelli obbligazionari che hanno evidenziato una raccolta netta negativa rispettivamente per 975 e 940 mln di euro. L'allontanamento dai fondi di liquidità perdura ormai da alcuni mesi, la raccolta netta nel primo semestre del 2010 per questi prodotti è stata negativa per 6,3 miliardi di euro. Anche i fondi obbligazionari hanno chiuso il semestre con un saldo netto negativo per circa 4 miliardi di euro. A registrare una raccolta positiva, anche se contenuta, nella prima metà dell'anno sono i fondi flessibili (+1,1 miliardi di euro) e i fondi bilanciati (+0,4 miliardi di euro), mentre i fondi azionari denotano una sostanziale invarianza.

Continua il deflusso dai fondi di diritto italiano verso quelli esteri, in sei mesi la raccolta netta dei primi è diminuita di 14 miliardi di euro, a fronte di un incremento pari a 4,7 miliardi per i fondi di diritto estero. I fondi di diritto estero, il cui peso sul totale era pari al 32% nel 2005, detengono ora quasi il 60% del patrimonio in gestione e continuano a registrare dati di raccolta più alti di quelli dei prodotti italiani.

A giugno i rendimenti a 12 mesi restano molto contenuti per i comparti a minor contenuto di rischio. A fronte di un +7,8% per gli azionari, e +2,9% per i fondi flessibili, gli altri comparti hanno mostrato rendimenti inferiori all'1% (+0,6% per gli obbligazionari e per i fondi di liquidità), mentre i fondi flessibili hanno registrato una performance del +2,9%.

## Ripartizione del patrimonio del mercato italiano dei fondi comuni

(val%)



Fonte: Assogestioni

### La nuova fiscalità dei fondi italiani

Il tema della fiscalità è stato per anni indicato come un elemento discriminatorio penalizzante per i fondi italiani. L'anomalia risiedeva nel fatto che le quote dei fondi erano tassate con una ritenuta del 12,50% sul profitto "maturato", ossia sull'incremento giornaliero del valore delle quote anziché sul guadagno realizzato dal sottoscrittore al momento della vendita. Questo prelievo sulla plusvalenza teorica penalizzava i rendimenti dei fondi italiani, sottraendo l'imposta dal valore della quota pubblicata. Inoltre in caso di minusvalenza, il credito di imposta maturato diventava un'attività finanziaria non impiegabile sui mercati.

A partire dal 1° luglio 2011 è cambiato il regime di tassazione previsto per i fondi comuni di investimento di diritto italiano, per effetto della conversione del cosiddetto D.L. "milleproroghe" del 29 dicembre 2010.

In pratica la tassazione non inciderà più su quanto maturato in capo al fondo, da cui la società di gestione del risparmio prelevava sinora direttamente l'imposta del 12,50% sull'incremento di valore, ma sarà a carico del sottoscrittore sul risultato realmente realizzato al momento del disinvestimento. Pertanto, come già avviene per fondi e Sicav di diritto estero armonizzati, i valori delle quote di ogni fondo verranno considerati al lordo delle imposte.

La Sgr o il soggetto che ha collocato il fondo dovranno comunque agire come sostituti d'imposta. In caso di minusvalenza verrà rilasciata una certificazione della stessa derivante dalla partecipazione al fondo, mentre in caso di guadagno verrà effettuato un prelievo pari al 12,50% della plusvalenza realizzata dall'investitore al momento del disinvestimento. Le perdite di capitale derivanti dalla partecipazione ai fondi, in quanto redditi diversi, possono essere utilizzate in compensazione con le plusvalenze su altri titoli nei quattro anni successivi.

Il cambio di tassazione non è tuttavia l'unico elemento nuovo nello scenario. Sempre dal primo luglio è stata recepita nel nostro ordinamento la direttiva comunitaria Ucits IV, per l'assegnazione ai fondi del passaporto europeo che permetterà alle società di gestione del risparmio di istituire e gestire fondi comuni di investimento armonizzati in altri Stati membri senza necessità di costituire in loco una società di gestione. Questa innovazione comporterà un ampliamento della gamma prodotti a disposizione dei risparmiatori, maggiori margini di operatività per le Sgr e un accrescimento della concorrenza sul mercato.

Altri effetti possono derivare dalla manovra del Governo recentemente varata. L'inasprimento dell'imposta di bollo sui dossier titoli potrebbe favorire l'investimento in fondi perché per essi non è necessaria l'apertura del conto titoli, mentre l'ipotesi di armonizzazione delle aliquote fiscali al 20%, contenuta nella legge delega per la riforma fiscale sulle rendite finanziarie, potrebbe renderli meno attraenti aumentando la tassazione dei fondi dall'attuale 12,50%.

**Rating dei costi dei fondi comuni di investimento per mercato**

	Svizzera				
	Germania	Belgio			
	Sud Africa	India			
	Cina	Francia			
	Giappone	Singapore			
	Olanda	Taiwan			
Australia	N.Zelanda	Regno Unito			
Tailandia	Norvegia	Hong Kong			
Stati Uniti	Svezia	Spagna	Italia	Canada	
			A	B	C
			D	F	

Fonte: Morningstar

**Rating complessivo del mercato italiano dei fondi comuni di investimento**

Area	Rating
Regolamentazione e tasse	B
Trasparenza	C
Costi	D+
Canali di vendita e media	B-
<b>Rating complessivo</b>	<b>C</b>

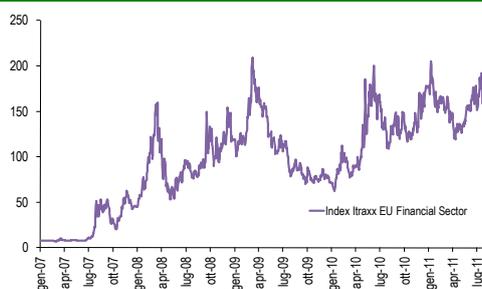
Fonte: Morningstar

Le prospettive sull'andamento del mercato dei fondi restano incerte. Gli effetti della riforma sulla tassazione dei fondi entrata in vigore il primo luglio scorso restano difficili da valutare. Per molto tempo i gestori hanno attribuito alla disparità fiscale rispetto ai prodotti di diritto estero le difficoltà registrate dai fondi di diritto italiano, nei prossimi mesi sarà possibile valutare se il nuovo regime fiscale gioverà alla dinamica della raccolta. Restano tuttavia da sciogliere anche altri nodi, come quello relativo ai costi. Una recente ricerca di Morningstar<sup>8</sup>, ha analizzato i fondi pensione di 22 Paesi, dividendoli in cinque classi di rating da A, la migliore, a F. All'Italia complessivamente è stato assegnato un rating C, ma nella graduatoria relativa ai costi il rating diventa D+ e tra i paesi considerati solo il Canada, con rating F risulta avere fondi mediamente più costosi di quelli italiani.

<sup>8</sup> Morningstar: "Global fund investor experience 2011", March 2011

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

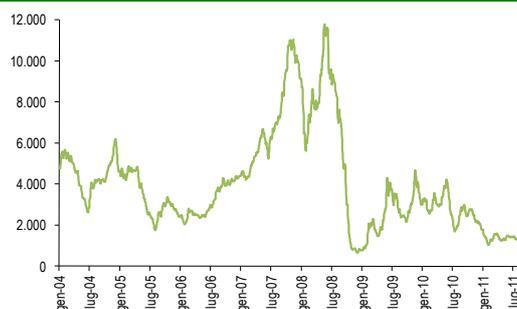
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Datastream

I premi al rischio tornano a 190 pb dai 175 pb della scorsa settimana.

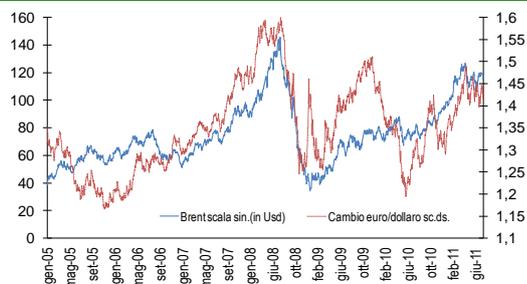
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi torna sotto quota 1.300.

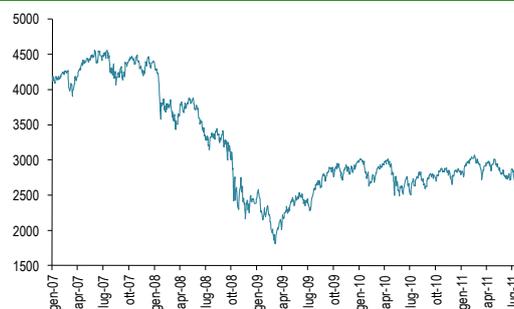
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent  
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,43. Il petrolio qualità Brent quota 115\$ al barile, il Wti 92\$ al barile.

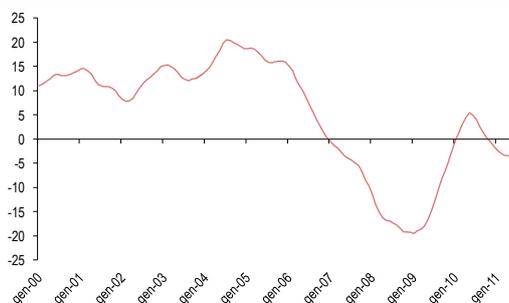
**Borse europee: indice Eurostoxx 50**



Fonte: Datastream

L'indice dell'ultima settimana scende sotto 2.500 da 2.700 della scorsa settimana.

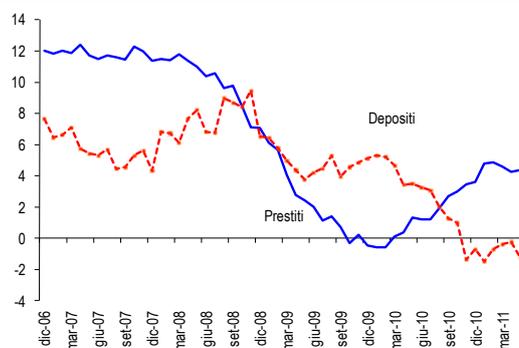
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni  
Case-Shiller composite 10**  
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A maggio 2011, per l'8° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,6% su base annua).

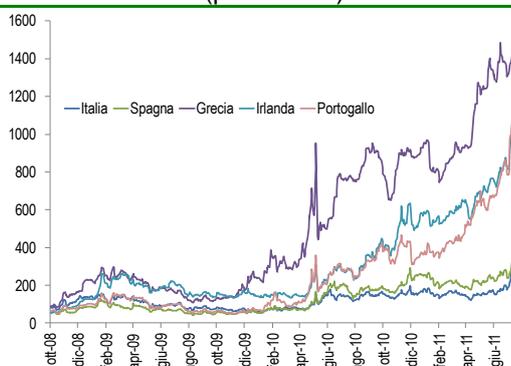
**Italia: prestiti e depositi**  
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A maggio 2011 risulta in recupero il trend di crescita dei prestiti mentre si intensifica la flessione dei depositi.

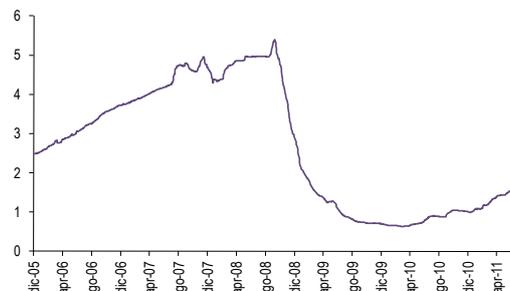
**Tassi dei benchmark decennali:  
differenziale con la Germania**  
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, dopo i picchi dei giorni scorsi, scendono a 1.216 pb per la Grecia, 890 pb per l'Irlanda, 805 pb per il Portogallo, 384 pb per la Spagna e 368 pb per l'Italia.

**Tasso euribor a 3 mesi**  
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor, in progressivo aumento, rimane stabile oltre quota 1,60%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.