

FABRIZIO GHISELLINI

**QUANTA E QUALE
EDUCAZIONE
FINANZIARIA
PER L'ITALIA?
UN'ANALISI
COMPORTAMENTALE**



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università degli Studi di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARACINELLI, FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

FABRIZIO GHISELLINI

**QUANTA E QUALE
EDUCAZIONE
FINANZIARIA
PER L'ITALIA?
UN'ANALISI
COMPORIMENTALE**

SETTEMBRE 2018



Si ringraziano Assoreti Formazione e Natixis per il contributo fornito e il supporto alla ricerca.
Natasha Rovo, Ugo Zannini, Chiara Guerello e Luca Vitali hanno collaborato al progetto.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure.*
Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*
a cura di Raffaele Lener
- Q. 2/2016 *L'Asset Allocation in presenza di tassi di interesse negativi*
Nicola Borri, Enrico Maria Cervellati, Domenico Curcio,
Antonio Fasano
- Q. 3/2016 *Risoluzione delle crisi bancarie e tutela dei depositi nella Unione Europea*
AA.VV.
- Q. 1/2017 *La probabilità (di default) non esiste.*
Discorso sopra la comparabilità delle misure di rischio
Simone Casellina, Giuseppe Pandolfo

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 2/2017 *Le riforme del mercato del tabacco in Italia e in Grecia: verso un calendario fiscale.*
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio.
- Q. 3/2017 *I metodi di risoluzione delle controversie (ADR).
L'Arbitro per le Controversie Fiscali (ACF): primi passi e prospettive.*
A cura di Raffaele Lener e Alberto Franco Pozzolo.
- Q. 4/2017 *Il Microcredito: una "speciale" forma tecnica di finanziamento.*
Mariantonietta Intonti.
- Q. 1/2018 *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*
Pina Murè, Marco Spallone
- Q. 2/2018 *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*
Raffaele Lener
- Q. 3/2018 *Quanta e quale educazione finanziaria per l'Italia? Un'analisi comportamentale*
Fabrizio Ghisellini

SOMMARIO

I - Introduzione	7
II - Educazione finanziaria: le tendenze in atto	13
1. Che cos'è l'educazione finanziaria?	13
2. Strategie nei paesi OCSE	17
3. Le iniziative in Italia	33
III - Abbiamo bisogno dell'educazione finanziaria? Le precondizioni.....	45
IV - Gli investimenti delle famiglie italiane	51
1. La ricchezza delle famiglie	51
2. Le tendenze in atto.....	53
3. Un confronto internazionale	60
4. Redditi e flussi	67

5. Conclusione	71
6. Segmentazione e piramidi	72
7. Un'analisi look through.....	88
<i>Scheda: i fondi comuni</i>	92
<i>Scheda: gli strumenti assicurativi</i>	93
V - Un'interpretazione comportamentale	95
1. Le scelte di investimento in finanza comportamentale.....	95
2. Il modello di riferimento	107
3. Aspetti comportamentali nell'asset allocation delle famiglie italiane	109
3.1. Il comparto azionario.....	109
<i>Le azioni non quotate</i>	109
<i>Le azioni quotate</i>	112
<i>Underdiversification, home bias e avversione all'ambiguità</i>	113
<i>I meccanismi decisionali</i>	116
VI - Quale educazione finanziaria?	119
1. Cosa?	119
1.1 <i>Debiasing</i>	119
2. Come?	123
2.1 <i>I limiti dell'educazione mainstream</i>	123
2.2 <i>Advisors</i>	127
VII - Conclusioni	135



INTRODUZIONE

Da alcuni anni è andata diffondendosi la percezione della necessità per i governi di elaborare e attuare strategie di educazione finanziaria. Dal punto di vista concettuale, tale necessità deriverebbe dal fatto che, nel momento di effettuare le loro scelte in tema di investimenti e di indebitamento, i cittadini subiscono l'impatto negativo di un gap di conoscenza rispetto a mercati finanziari globali e a una pluralità di strumenti sempre più complessi. Ciò risulterebbe in allocazioni di portafoglio meno efficienti rispetto a quelle teoricamente possibili. In Italia, gli scandali legati alle obbligazioni subordinate distribuite al dettaglio da alcune banche ha reso ancora più vivido il caso per il lancio di una strategia governativa.

Nella Sezione II si passa quindi in rassegna la letteratura e si valutano le motivazioni concettuali e il ricorrere dei presupposti per l'adozione di strategie istituzionali in materia di educazione finanziaria.

Si illustra poi nel concreto come la grande maggioranza dei paesi avan-

zati abbia messo in atto iniziative di educazione finanziaria basate su una pluralità di strumenti (siti web, corsi scolastici, ecc.). Laddove disponibili, si presentano anche i risultati di esercizi di monitoraggio e verifica condotti nei vari paesi. Nell'ultima parte della Sezione ci si sofferma a illustrare il caso dell'Italia, unico grande paese a non avere una vera e propria strategia e nel quale fino ad oggi si sono succedute una serie di iniziative parziali e scollegate fra loro. Recentemente il Governo ha peraltro istituito un Comitato specifico che si prefigge di avviare iniziative più organiche in materia e che per il momento ha tuttavia prodotto solo la creazione di un portale web non interattivo, che si limita a fornire informazioni e concetti di base relativamente alle possibili scelte finanziarie dei cittadini.

L'esigenza di una strategia istituzionale di educazione finanziaria viene da parte di molti considerata –in modo decisamente aprioristico– un dato di fatto. Ma è davvero così? Oppure occorre verificare in quali circostanze esista effettivamente la necessità di educazione finanziaria? La sezione III descrive in modo analitico il fabbisogno effettivo di educazione finanziaria, che viene identificato come quello riguardante gli investitori che:

- non sono totalmente condizionati da vincoli finanziari (hanno cioè sufficiente capacità reddituale e/o sufficiente ricchezza accumulata)

e simultaneamente

- effettuano allocazioni di portafoglio non rispondenti a canoni di ottimalità (variabili a seconda del modello di riferimento).

Le successive due Sezioni sono dedicate alla verifica empirica della sussistenza delle due precondizioni appena citate con riferimento alla situazione italiana.

Nella Sezione IV vengono quindi presentate consistenza e dinamica delle scelte di portafoglio delle famiglie italiane, anche in confronto con quanto avviene negli altri paesi.

La Sezione V è invece dedicata alla valutazione delle scelte. Giudica-

re la correttezza delle scelte di investimento è un compito decisamente complesso, dato che tutto dipende dal quadro concettuale di riferimento che viene adottato. Per molti decenni l'unico riferimento possibile è stato quello del pensiero economico neoclassico, che in campo finanziario ha trovato la sua espressione più importante nel CAPM (Capital Asset Pricing Model) e nella teoria dei mercati efficienti. Secondo tali modelli, l'investitore, che è dotato di aspettative razionali, effettua le sue scelte avendo come obiettivo la massimizzazione del rendimento o la minimizzazione della volatilità complessiva del portafoglio. A tal fine utilizza una diversificazione degli asset basata principalmente sulle loro correlazioni.

L'impianto neoclassico e la teoria dei mercati efficienti sono stati peraltro oggetto di crescenti critiche per il loro scarso realismo e molti autorevoli economisti (fra gli altri il premio Nobel Robert Shiller) hanno dimostrato la loro inadeguatezza empirica (confermata dalla crisi finanziaria globale iniziata nel 2007). In questo contesto, negli ultimi anni è invece cresciuta l'importanza dell'economia comportamentale, fino al Nobel assegnato nel 2017 a uno dei suoi più autorevoli rappresentanti, Richard Thaler. L'economia comportamentale studia il comportamento delle persone in un contesto realistico (nel quale non ci sono quindi l'informazione completa e la razionalità perfetta postulata dai neoclassici) e l'incidenza che fattori di tipo psicologico hanno nel processo decisionale. In campo finanziario, sono particolarmente rilevanti fenomeni comportamentali come l'avversione alle perdite e la contabilità mentale (il portafoglio di attività finanziarie è diviso in scomparti con diverse finalità e diversi livelli di avversione al rischio). Inoltre, le scelte possono essere influenzate da una serie di distorsioni cognitive (bias), quali ad esempio l'eccesso di ottimismo o la preferenza per lo status quo.

In questo progetto le scelte di investimento delle famiglie italiane vengono per la prima volta valutate sulla base di un apparato decisionale di tipo comportamentale, che prevede la presenza di avversione alle perdite

e contabilità mentale. Al fine inoltre di accertare la presenza e l'effettiva incidenza di bias cognitivi, si tiene inoltre conto del ruolo fondamentale che vincoli di reddito differenziati possono avere sulle effettive scelte di portafoglio.

Dalle prime risultanze, appare che il vincolo reddituale non consenta alla maggior parte delle famiglie investimenti diversi dal deposito bancario, e che il fabbisogno effettivo riguardi quindi solo un sottoinsieme della massa complessiva di investitori. Si tratta soprattutto famiglie di reddito medio-alto, che non hanno diversificato abbastanza né come tipologia di asset né dal punto di vista geografico. La fascia di famiglie a reddito alto appare invece in grado di allocare le proprie risorse finanziarie in modo maggiormente diversificato. Tuttavia, un'analisi di tipo *look through* (che evidenzia cioè quale sia l'esposizione **effettiva** ai diversi tipi di asset, analizzando quindi anche gli investimenti dei fondi comuni e degli strumenti assicurativi che le famiglie hanno in portafoglio) suggerisce che tale diversificazione sia in molti casi più apparente che reale. In particolare, sembra che da un lato la componente obbligazionaria sia ancora eccessivamente rilevante, e dall'altro che, nonostante una maggiore apertura all'estero registrata negli ultimi anni, l'home bias (preferenza per l'investimento in soggetti domestici) caratterizzi ancora molte delle scelte indirette degli investitori.

La Sezione VI si apre con una critica della potenziale efficacia delle iniziative classiche di educazione finanziaria fin qui sperimentate in molti paesi. Tali iniziative appaiono spesso eccessivamente generiche e poco incisive soprattutto perché scollegate temporalmente rispetto al momento nel quale le scelte degli investitori devono essere concretamente effettuate.

Per colmare il fabbisogno rilevato e arrivare ad un'allocazione di portafoglio "behaviorally efficient" e adeguatamente diversificata viene invece proposta una strategia "just-in-time" (nel quale cioè gli input di

educazione finanziaria vengono selezionati e sincronizzati con le scelte). Si identifica un ruolo potenzialmente importante per consulenti finanziari che riescano a incorporare nella loro visione, e quindi nei loro input, gli specifici fattori comportamentali che determinano gli obiettivi del singolo investitore. Vengono tuttavia evidenziati anche i problemi –concettuali e concreti – collegati al ricorso agli advisor e i limiti di una strategia di educazione finanziaria convenzionale. Alla luce di tali criticità, viene proposta una strategia comportamentale di educazione finanziaria basata su un concetto innovativo di “robo + fee-only advisor”. Un ruolo importante nel supporto e nella diffusione di tale strategia spetterebbe infine a un soggetto pubblico che, lungi dall’assumere un inappropriato ruolo diretto, funga da “certificatore” rispetto a iniziative che dovrebbero prendere corpo nell’ambito delle dinamiche di mercato.

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Quaderno n. 3 /2018

Direttore responsabile Giovanni Parrillo
DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -
Fax +39 06 83700502
e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero dell'Autore e non impegna la Direzione della Rivista
È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione



COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

FABRIZIO GHISELLINI

Nato a Roma il 30 novembre 1953. Dopo la laurea in Scienze politiche alla Sapienza di Roma, ha conseguito il Master in economia presso l'università di Manchester e il Ph.D. in economia presso il Queen Mary College dell'Università di Londra.

Come dirigente del Ministero dell'Economia e delle Finanze, è stato per molti anni responsabile dell'accesso della Repubblica Italiana ai mercati internazionali e della gestione dei rapporti con la Commissione europea in tema di crisi finanziarie e aiuti di stato.

Nell'ultimo periodo, si è dedicato allo studio e alla divulgazione dell'economia e finanza comportamentale. Ha pubblicato "Spread arrosto con patate" (Fazi 2014) e "Finanza quotidiana" (Laterza 2016). Nel luglio 2018 è uscito per Palgrave Macmillan "Behavioral economics: moving forward", scritto con Beryl y. Chang (Università di New York), testo accademico per postgraduate in economia comportamentale. È attualmente membro del Comitato Consultivo del CA-SMEF-Luiss Guido Carli.

Nel momento di effettuare le loro scelte in tema di investimenti e di indebitamento, **i cittadini subiscono l'impatto negativo di un gap di conoscenza rispetto a mercati finanziari globali e a una pluralità di strumenti sempre più complessi.** Ecco perché negli ultimi anni un numero crescente di governi si è dedicato ad elaborare e attuare strategie di educazione finanziaria.

In molti casi la necessità dell'educazione finanziaria viene tuttavia considerata un dato acquisito. Occorrerebbe invece preliminarmente **dimostrare l'esistenza di alcune precondizioni come la reale possibilità di scelte di investimento alternative e la effettiva sub-ottimalità delle decisioni prese.**

La misura in cui tali precondizioni esistono è investigata con riferimento al **caso italiano.** Il lavoro mostra la consistenza e dinamica delle scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la valutazione di tali scelte **in un'ottica che supera l'impianto neoclassico e la teoria dei mercati efficienti** (rivelatisi inadeguati per lo scarso realismo, come dimostrato da molti autorevoli economisti, fra cui il premio Nobel Robert Shiller). In questo contesto, **negli ultimi anni è cresciuta l'importanza dell'economia comportamentale** - fino al Nobel assegnato nel 2017 a uno dei suoi più importanti rappresentanti, Richard Thaler – **che studia il comportamento delle persone in un contesto realistico** (nel quale non ci sono quindi l'informazione completa e la razionalità perfetta postulata dai neoclassici) **e tiene conto dell'incidenza dei fattori di tipo psicologico sul processo decisionale.**

Utilizzando un modello comportamentale, **le precondizioni per una strategia di educazione finanziaria risultano verificate solo per una minoranza delle famiglie italiane, coincidente con la fascia più elevata di ricchezza.** Per tale sottoinsieme, le scelte possono essere influenzate da una serie di distorsioni cognitive (bias), quali ad esempio la preferenza per lo status quo e per l'investimento in asset domestici (home bias). Per colmare il fabbisogno rilevato e arrivare ad un'allocazione di portafoglio "behaviorally efficient" e adeguatamente diversificata viene proposta una strategia che seleziona e sincronizza con le scelte gli input di educazione finanziaria. **Si identifica un ruolo potenzialmente importante per una sinergia fra robo advisory e consulenti finanziari** che riescano a incorporare nella loro visione, e quindi nei loro input, gli specifici fattori comportamentali che determinano gli obiettivi del singolo investitore.



ISBN 978-88-98854-34-9

