

**Doc. X**  
**n. 1**

COMMISSIONE DI VIGILANZA  
SULLA CASSA DEPOSITI E PRESTITI

RELAZIONE SULLA GESTIONE SEPARATA E SULL'EVO-  
LUZIONE DEL RISPARMIO POSTALE

*(ai sensi dell'articolo 4 del testo unico di cui al regio decreto 2 gennaio 1913, n. 453)*

—————  
*approvata nella seduta del 22 marzo 2016*

**Trasmessa alle Presidenze il 9 giugno 2016**

—————

## Premessa

Dopo un lungo percorso avviato con la legge n. 197 del 1983 con la quale la Cassa depositi e prestiti (CDP) ha acquistato autonomia dal Ministero del tesoro, la Cassa ha visto aumentare le proprie competenze fino al decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, recante disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici, che ne ha disposto la trasformazione in società per azioni e ha consentito di assumere partecipazioni. Successivamente, con una serie di interventi normativi, a partire dal 2008 ne è stata ampliata la missione anche a interventi a favore del sistema produttivo. Infine, nel 2015 CDP è stata riconosciuta quale Istituto nazionale di promozione.

Dalla sua trasformazione in società per azioni, CDP non è più compresa nel perimetro delle pubbliche amministrazioni anche ai fini della definizione dei parametri di finanza pubblica, rilevanti in sede europea.

Le risorse che CDP impiega per lo svolgimento della propria *mission* sono ripartite in due distinte aree:

– la prima organizzata come gestione separata utilizza come provvista prevalente il risparmio postale garantito dallo Stato. Su tale risparmio il Ministro dell'economia e della finanze ha poteri di indirizzo. La tutela del risparmio raccolto ed indirizzato alla gestione separata riveste così grande importanza tanto che il legislatore ha previsto una speciale tutela parlamentare, istituita con il testo unico di cui al regio decreto n. 453 del 1913 ed esercitata attraverso la Commissione parlamentare di vigilanza sulla CDP. Le forme di provvista della gestione separata sono, come detto, prevalentemente rappresentate dal risparmio postale, raccolto attraverso «libretti di risparmio postale» e «buoni fruttiferi postali»;

– la seconda area, gestione ordinaria, utilizza come provvista la liquidità proveniente da emissioni di titoli e operazioni di raccolta *ad hoc*, non assistite da garanzia dello Stato.

Si segnala inoltre che le disponibilità liquide della CDP sono depositate in un conto corrente fruttifero presso la Tesoreria dello Stato.

L'importante ruolo che CDP ha svolto e svolge nel sostegno allo sviluppo del Paese è condizionato anche dalle risorse del risparmio postale che riesce ad attrarre. Queste, a loro volta, sono influenzate dalle dinamiche dei mercati finanziari e dell'economia in generale e in particolare dall'andamento dei tassi d'interesse e dall'evoluzione della propensione al risparmio.

Per queste ragioni la Commissione di vigilanza ha ritenuto necessario ascoltare gli attori del processo – segnatamente il Ministro dell'economia e delle finanze, la Consob, i vertici di CDP e di Poste italiane – per individuare le condizioni affinché il circuito virtuoso della gestione separata di CDP e della rete postale mantenga (o migliori) la propria efficienza, a fronte delle variazioni delle dinamiche delle forme di provvista del risparmio postale.

Dal suo insediamento i lavori di questa Commissione di vigilanza si sono focalizzati sull'analisi del circuito risparmio postale, gestione separata, impieghi di interesse pubblico. Il tradizionale sistema Poste-CDP ha subito consistenti modificazioni per effetto del mutato contesto storico. Rilevanti cambiamenti hanno riguardato, tra l'altro, la trasformazione societaria e la *mission* di CDP, la stessa quotazione di Poste italiane; ciò nel contesto delle pressanti esigenze della finanza pubblica accresciute dalla crisi economica. Tali nuovi scenari richiedono una verifica delle regole e delle condizioni applicate finora, per valutarne la validità nell'attuale e nel futuro contesto istituzionale e di mercato rispetto alle immutate esigenze di tutela del risparmio, da un lato, e di sostegno allo sviluppo sostenibile del Paese dall'altro.

Si è ritenuto pertanto indispensabile comprendere l'evoluzione del risparmio, in particolare quello delle famiglie, indirizzato alla gestione separata della CDP e le correlazioni tra propensione al risparmio e tassi di interesse.

## **Il risparmio postale gestito dalla CDP**

Dal dopoguerra e fino alla metà degli anni Novanta il tasso di risparmio delle famiglie italiane è stato particolarmente elevato, tra il 20 per cento ed il 30 per cento del reddito disponibile. Questa circostanza ha contribuito in maniera determinante allo sviluppo economico del nostro Paese e ha permesso il progressivo accumulo di un importante *stock* di ricchezza, sia finanziaria che reale. Al tempo stesso, ciò ha garantito per un lungo periodo il finanziamento interno dei crescenti disavanzi del settore pubblico, consentendo di mantenere il risparmio nazionale aggregato in territorio positivo.

Tuttavia, a partire dalla metà degli anni Ottanta, è iniziata una progressiva tendenza di riduzione della propensione al risparmio delle famiglie favorita da contestuali cambiamenti sociali, demografici ed economici del nostro Paese. In particolare, il modello di crescita italiana si è progressivamente evoluto verso uno schema maggiormente *consumption-led* e al tempo stesso lo sviluppo del settore finanziario ha permesso alle famiglie di allocare in maniera più efficiente la propria ricchezza, riducendo così indirettamente la componente precauzionale del risparmio. Inoltre, l'aumento della partecipazione delle donne al mercato del lavoro ha fatto di-

minuire il numero di nuclei familiari monoreddito, riducendo i fattori di incertezza nelle scelte finanziarie delle famiglie e contribuendo così ad un'ulteriore riduzione del risparmio di natura precauzionale. Infine, a partire dai primi anni Novanta, l'avvio del processo di convergenza dei tassi d'interesse a livello europeo, favorito dall'integrazione monetaria, ha ridotto significativamente i rendimenti delle attività finanziarie più *standard*, e ha indotto una riduzione del costo opportunità per le famiglie del consumo corrente rispetto a quello futuro. In questo contesto, nel giro di pochi anni l'incidenza del risparmio sul reddito disponibile delle famiglie è diminuita fino a raggiungere valori prossimi al 10 per cento agli inizi del 2000, allineandosi a quella di Paesi come Francia e Germania, sotto molti aspetti paragonabili al nostro.

Sul finire del 2008, dopo un periodo di relativa stabilità, con il progressivo peggioramento della crisi economica e con la conseguente contrazione del reddito disponibile, il tasso di risparmio delle famiglie ha subito un'ulteriore flessione, che lo ha portato a raggiungere valori minimi intorno al 7 per cento.

A fine 2012, a fronte di una crisi percepita come più strutturale e come conseguenza di riforme che hanno aumentato il grado di incertezza sulle prospettive reddituali future (in particolare quella delle pensioni), si registra una prima inversione di tendenza: la propensione al risparmio delle famiglie è tornata a crescere e si è attestata nel terzo trimestre 2015 al 9,5 per cento, confermando un *trend* di crescita già manifestatosi nel corso dell'anno.

Nello stesso anno, lo *stock* di ricchezza finanziaria delle famiglie si attestava ad oltre 4.000 miliardi di euro.

Le profonde trasformazioni che l'economia internazionale ha visto, a partire dalla crisi del 2008 che, per dimensione ed intensità, non ha precedenti dalla seconda guerra mondiale, si riflettono anche sulla struttura del portafoglio delle famiglie italiane. La composizione della ricchezza finanziaria in Italia subisce infatti, tra il 2007 ed il 2015, importanti trasformazioni caratterizzate da una maggiore propensione verso strumenti più liquidi e a minor rischio: crescita del denaro circolante e dei depositi passati dal 25 per cento al 31 per cento del portafoglio totale. In crescita anche il peso di prodotti assicurativi e fondi pensione, mentre gli investimenti in azioni e partecipazioni perdono in termini di consistenze e passano dal 32 per cento al 24 per cento della ricchezza finanziaria degli italiani.

Nell'ambito del risparmio nazionale un ruolo importante sul versante «raccolta» viene svolto, come già osservato, dalla rete di Poste italiane. Lo *stock* complessivo di raccolta *retail* gestito da Poste è pari, nel 2015, a circa 450 miliardi di cui circa 323 di risparmio postale e di questi 252 circa di competenza CDP. Il risparmio postale rappresenta quindi circa l'8 per cento delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane e oltre il 30 per cento dei depositi.

## **La dinamica dei tassi di interesse**

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da tassi di interesse in progressiva contrazione ed ormai ai minimi storici come effetto del rallentamento dell'attività economica e della politica espansiva della Banca centrale europea (BCE), correlati alla riduzione dell'inflazione che registra attualmente valori prossimi o inferiori allo zero.

Dal massimo storico nel dopoguerra di un tasso di sconto (ora tasso di riferimento BCE) registrato il 23 marzo 1981 da Banca d'Italia pari al 19 per cento, ed un correlato tasso di inflazione del 18,7 per cento, si è assistito negli anni successivi ad una drastica riduzione fino a raggiungere un valore di tasso di riferimento pari allo zero (decisione della BCE del 9 marzo 2016). In territorio negativo (-0,40) anche il tasso sui depositi bancari presso la BCE a fronte di tassi di inflazione media del 2015 pari allo 0,04 per cento. Una vera rivoluzione ove si consideri che nel 2012 un quinto dei ricavi delle banche nazionali maturava con gli interessi sui titoli di Stato, i cui rendimenti sono chiaramente anche collegati ai tassi di riferimento definiti dalla Banca centrale europea.

I ridotti rendimenti che si sono riversati sui mercati finanziari hanno indotto nei risparmiatori e nei limiti sopra evidenziati, una progressiva preferenza, sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda, per prodotti finanziari meno tradizionali con rendimenti potenzialmente più elevati (quali ad esempio prodotti di natura assicurativa – e.g. polizze vita – e di risparmio gestito).

## **L'evoluzione recente della raccolta postale e gli effetti sulla gestione CDP**

Nel contesto sopraindicato si è assistito ad un significativo calo dei flussi di raccolta postale. Buoni e libretti postali sono infatti prodotti la cui remunerazione è legata ai tassi dei titoli di Stato. Le condizioni di remunerazione offerte, in linea con il mercato e quindi con tassi in forte calo, sono diventate progressivamente meno attraenti. Inoltre, i prodotti di risparmio postale ad oggi esistenti non sembrano adeguarsi a pieno alla evoluzione delle caratteristiche demografiche e delle esigenze dei risparmiatori, finanziariamente via via più evoluti e dal futuro lavorativo più incerto.

Il 2015 ha quindi confermato la contrazione dei flussi di raccolta del risparmio postale (buoni e libretti postali), in corso già negli ultimi anni. La raccolta netta è stata negativa per -9,9 miliardi di euro (-14 miliardi sui buoni fruttiferi e +4,1 sui libretti) rispetto a -2,7 miliardi di euro nel 2014 e -3,7 miliardi di euro nel 2013. Per la prima volta, inoltre, nel 2015, la raccolta netta del risparmio postale di esclusiva competenza di CDP è risultata negativa per circa 4,2 miliardi di euro.

Per contro, la raccolta netta degli altri prodotti collocati da Poste nel 2015 è stata pari a + 11,7 miliardi di euro, rispetto a +6 miliardi nel 2014

e +5,2 miliardi nel 2013. Tale raccolta è stata fortemente sostenuta dai prodotti assicurativi offerti da Poste Vita (+ 11,4 per cento).

In base all'Accordo vigente stipulato a fine 2014 e valido per il quinquennio 2014-2018, CDP corrisponde ogni anno a Poste italiane una commissione pari a circa lo 0,52 della giacenza complessiva gestita. Per contro, la remunerazione del conto corrente di Tesoreria, sul quale confluiscono i flussi di raccolta in gestione separata, non investiti da CDP, ha subito una importante riduzione dei tassi di interesse. Ciò ha comportato un disallineamento tra la remunerazione del conto corrente di tesoreria (0,6 per cento nel 2015) ed il costo complessivo del risparmio postale (2,5 per cento nel 2015) da cui deriva un margine negativo previsto di 2,8 miliardi non sostenibile nel medio periodo.

Ulteriori motivi di riflessione sui risultati di gestione di CDP provengono dagli andamenti di alcune società partecipate che hanno contribuito in passato ai positivi risultati gestionali che attualmente, per mutate condizioni di mercato, vedono fortemente ridurre il loro contributo al risultato di gestione di CDP.

Questa Commissione ritiene altresì necessarie svolgere le seguenti ulteriori audizioni: Ministro dell'economia e delle finanze; Autorità garante della concorrenza e del mercato; l'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni; Poste italiane S.p.A.; Poste Vita.

## **Il Piano industriale 2016-2020**

In questo scenario evolve il Piano industriale del Gruppo CDP 2020 presentato alla Commissione parlamentare di vigilanza lo scorso 19 gennaio 2016.

Il Piano, seppure suscettibile di ulteriori adeguamenti, si sviluppa in continuità con le linee e gli obiettivi indicati nel Piano 2013 del 2015 che, pur tenendo conto del mutato contesto macroeconomico, si basa sulla rivisitazione delle priorità di intervento a sostegno dello sviluppo, valorizzando le caratteristiche proprie della CDP quali quelle dell'attenzione al territorio e della funzione anticiclica dei propri interventi. Per ciascuno dei quattro settori di azione, *Government* e P.A., infrastrutture, imprese e *Real Estate*, vengono prodotte analisi e indicati i vincoli e le possibili azioni prioritarie da svolgere. Il piano evolve nel contesto macroeconomico definito con proiezioni fino al 2020 delle dinamiche del Pil e dei tassi di interesse, dell'inflazione e dei tassi di cambio nonché della remunerazione sul conto corrente di Tesoreria.

Per quanto attiene alle risorse mobilitate il piano prevede, nel periodo, un importo di 160 miliardi distribuiti su tutti i quattro settori di intervento con prevalenza (73 per cento del totale) di risorse destinate al comparto imprese. Viene altresì stimato l'effetto leva, per ciascun settore, di un complesso di risorse attivate pari a circa 265 miliardi.

Al fine di approfondire alcuni degli aspetti più rilevanti del Piano industriale, si richiedono ulteriori approfondimenti in ordine a:

- investimenti già effettuati e programmati nel settore energetico (*oil and gas*), anche alla luce del possibile sviluppo di un «*gas hub*» del Mediterraneo, al servizio dell'Europa, attraverso il quale il nostro Paese può avere forti e positive ricadute in tecnologie ed impiantistica, in settori dove le aziende italiane costituiscono eccellenze mondiali;
- investimenti e operazioni connesse allo sviluppo della banda larga, anche alla luce del decreto legislativo 15 febbraio del 2016, n. 33;
- investimenti e operazioni connesse allo sviluppo dell'*hosting* sociale anche tramite la valorizzazione del patrimonio a rilevanza pubblica e mediante la valutazione di «*social impact*»;
- investimenti già effettuati e programmati a sostegno delle infrastrutture del territorio.

L'analisi del Piano industriale contenente le proiezioni del risultato di bilancio per il periodo 2016-2020 evidenzia una riduzione del 6,4 per cento dell'attivo e un incremento del patrimonio netto del 15,9 per cento grazie agli utili distribuiti collegati all'evoluzione dei risultati economici che crescono progressivamente lungo l'arco del Piano.

### Considerazioni conclusive

In un contesto macroeconomico connotato, tra l'altro, da ridotto sviluppo, bassa inflazione e tassi di interesse attivi e passivi tendenti a zero, le tradizionali forme di risparmio postale «buoni e libretti» sembrano mostrare segnali di minore attrattività rispetto a strumenti di risparmio nuovi e più remunerativi sia all'interno del circuito Poste (Poste Vita) sia all'esterno di tale ambito. È tuttavia necessario verificare le cause delle tendenze che possono ridurre il risparmio postale data l'importanza che esso ha nel sostegno al debito pubblico e nelle politiche di sviluppo messe in atto dalla CDP, come mostrano le stesse proiezioni del Piano industriale CDP fino al 2020. Gli andamenti macroeconomici e finanziari – in particolare la differente dinamica tra rendimenti degli impieghi e costo della raccolta postale (incluse commissioni di gestione corrisposti a Poste) – potrebbero provocare difficoltà a medio termine per CDP, in un contesto in cui si registra anche una forte riduzione dei dividendi delle società partecipate per fattori connessi all'andamento dei mercati.

In un simile scenario, le azioni da intraprendere sono quelle della ricerca di maggiore attrattività al risparmio postale, che come strumento di risparmio per la clientela *retail* rappresenta un *unicum* nel mercato perché «garantito» dallo Stato, della diversificazione dell'offerta di prodotti finanziari anche attraverso nuove formule di collaborazione con il Gruppo Poste e della stessa rivisitazione della convenzione con Poste.

Relativamente al Piano 2020 si osserva che lo stesso si basa sulla dinamica stimata di una serie di parametri relativi agli andamenti macroeco-

nomici (crescita Più, interessi passivi ed attivi, variazione tassi di cambio, rendimenti titoli di stato ecc.) che presentano elevati gradi di incertezza.

Il quadro così determinato fa da cornice alle variabili che definiscono la gestione e quindi determinano la stima degli andamenti patrimoniali e finanziari previsti nei piani industriali e conseguentemente i prospetti di stato patrimoniale e di conto economico elaborati per gli anni di Piano.

Non vi è dubbio, quindi, che le previsioni sulle quali il Piano si costruisce agiscono sui risultati attesi e rappresentativi degli andamenti futuri e, per quanto le tante variabili siano state definite con cautela ed estrema attenzione, difficilmente, nella realtà, non si potranno verificare degli scostamenti - anche significativi - rispetto ai risultati attesi in particolare in periodi, come quello attuale, ove la fase di stabilizzazione dell'economia nazionale ed internazionale sembra lungi dall'essere raggiunta.

In una situazione come quella descritta, connotata da forte variabilità nella dimensione del risparmio postale e dall'accentuata concorrenza di prodotti finanziari che gli stessi sportelli della «rete» Poste promuovono, in alternativa ai «buoni postali» ed ai «libretti» (che in prospettiva potrà essere ancora più intensa a seguito della parziale privatizzazione di Poste), si propone l'adozione di una «analisi di sensitività», anche attraverso la modalità «social impact» verso alcune variabili di base del Piano.

In questo scenario, al fine di essere nelle condizioni di garantire comunque alla gestione separata di avere un adeguato livello di provvista, CDP ha da tempo avviato un processo di diversificazione dei canali e degli strumenti di raccolta.

Questa Commissione di vigilanza tuttavia segnalerà ad entrambi i rami del Parlamento la necessità di adottare opportune iniziative finalizzate alla salvaguardia dell'equilibrio economico della gestione separata di CDP.

Al riguardo, questa Commissione esprime il proprio apprezzamento sulle nuove disposizioni introdotte dal Parlamento relative al conto corrente fruttifero presso la Tesoreria centrale dello Stato, dedicato alla gestione separata, contenute nel ddl di conversione in legge del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, recante misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio. Tali disposizioni sono finalizzate a bilanciare il disallineamento che si è venuto a creare tra rendimento e costo della liquidità depositata da CDP; si auspica, pertanto, che sia adottato tempestivamente il decreto attuativo del Ministro dell'economia e delle finanze di adeguamento del costo della provvista ai livelli di mercato.