

**ITALIAN AXA
PAPER**

**N. 5
LE SFIDE
DELLA
CRESCITA**



**Un nuovo ruolo
del settore assicurativo
per l'economia reale**



ridefiniamo /
la protezione in banca

ridefiniamo / gli standard 

LE SFIDE DELLA CRESCITA

Con l'*Italian AXA Paper n°5 - Le sfide della crescita* si vuole dare un contributo di inquadramento e riflessione da diverse angolazioni sul possibile ruolo degli investitori di lungo periodo, tra cui le assicurazioni, per il rilancio della crescita e della competitività del sistema economico.

La costruzione di una "una finanza per lo sviluppo" è un tema quanto mai all'ordine del giorno, a partire dal dibattito aperto a livello europeo dalla pubblicazione, lo scorso 25 marzo, del Libro Verde della Commissione Europeo "Long-Term Financing of the European Economy".

In Italia la sfida della crescita si focalizza in primo luogo sulle problematiche relative all'accesso al credito per le PMI, elemento essenziale del tessuto produttivo italiano, che rappresenta il 99,9% del totale delle imprese presenti sul territorio e incide per il 71% sulla formazione del PIL, e sulla opportunità di diversificare l'offerta di finanziamenti a lungo termine verso questi soggetti. La ricerca comparativa AXA-IPSOS 2013 sul tema evidenzia come le PMI sopportano i maggiori effetti del *credit crunch*, che influisce sulle loro aspettative future, con un calo dal 31% al 17% nella propensione a chiedere finanziamenti alle banche nei prossimi 12 mesi.

In questo contesto quale ruolo positivo può essere giocato da investitori istituzionali, e tra essi dalle assicurazioni? Come sottolineato dall'analisi di Luigi Guiso, Cattedra AXA in Finanza e Assicurazione per le Famiglie presso l'EIEF, il nuovo canale di alimentazione della crescita dell'economia reale va attivato attraverso azioni sia di breve, ripristinando il normale funzionamento del credito bancario, sia di lungo periodo, sviluppando canali di finanziamento alternativi. Il dibattito sul come fare è aperto nei vari paesi europei, con soluzioni diverse e sperimentali.

Il clima economico non rende semplice questa assunzione di responsabilità, come mettono in luce la analisi del Prof. Giacomo Vaciago, Università Cattolica di Milano, e i contributi di Insurance Europe e di AXA. Un tema chiave è quello della regolazione: quella attuale, per come definita, disincentiva gli investimenti di lungo termine.

In conclusione, vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito alla realizzazione di questo Italian AXA Paper, con l'auspicio che queste pagine possano promuovere un grande dibattito aperto a tutti gli attori coinvolti, dai *policy maker* al settore privato, fino all'opinione pubblica, a partire dal confronto con le *best practice* internazionali sul tema. Il nostro settore, nella sua vocazione più autentica di protezione dai rischi nel lungo periodo, può partecipare in maniera positiva al rilancio di una crescita "sostenibile" per il futuro.



Frédéric de Courtois
Amministratore Delegato AXA in Italia

SOMMARIO

1. PREFERAZIONE

Silvano Andriani, Presidente, AXA Assicurazioni e Forum ANIA-Consumatori 5

2. INDAGINE AXA - IPSOS 2013 SU PMI E AUTONOMI

Uno studio comparato nella Regione Mediterranea e America Latina di AXA e il caso italiano 8

3. PICCOLE E MEDIE IMPRESE, FINANZA E ASSICURAZIONE. IL LEGAME IN TEMPI DI CREDIT CRUNCH

Luigi Guiso, Cattedra AXA in Finanza e Assicurazione per le Famiglie, EIEF 16

4. IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI PER LA CRESCITA DELL'ECONOMIA REALE: UN FOCUS ASSICURATIVO

Giacomo Vaciago, Professore di Economia Monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore 33

5. FUNDING THE FUTURE: IL RUOLO DELLE ASSICURAZIONI COME INVESTITORI ISTITUZIONALI

Olav Jones, Vice Direttore Generale, e Cristina Mihai, Investments Policy Advisor, Insurance Europe 44

6. IL FINANZIAMENTO DELL'ECONOMIA NEL LUNGO TERMINE: UN NUOVO EQUILIBRIO

A cura del Gruppo AXA 66

“Per dare voce e forza al nostro futuro dobbiamo usare la testa, altrimenti quello che verrà amplificato sarà solo il silenzio, il vuoto del nostro presente”



Senza titolo,
resina poliuretano, lamiera
130x95x100 cm

AXA sostiene arte e cultura nel lungo periodo, come importante patrimonio da valorizzare, ma anche come talento su cui investire, prestando speciale attenzione alle nuove generazioni.

All'interno dell'edizione 2013 del **Talent Prize**, concorso internazionale annuale dedicato ai giovani artisti contemporanei, è stato creato il **Premio Speciale AXA in Italia**, che ha avuto come oggetto il tema della protezione del futuro. Il primo premio è stato assegnato alla scultura di Daniele Franzella, artista palermitano trentacinquenne, diplomato in scultura all'Accademia di Belle Arti di Palermo, con l'opera sopra riportata.

1. PREFAZIONE

Silvano Andriani, Presidente, AXA Assicurazioni e Forum ANIA-Consumatori

Quale è il ruolo che gli investitori istituzionali possono svolgere in una ripresa degli investimenti per il rilancio dell'economia?

Questo tema è ampiamente dibattuto al livello mondiale, ed in particolare europeo, in quanto cresce la consapevolezza della necessità di cambiare il modello di sviluppo per uscire dalla crisi. Nel paradigma del passato la crescita era infatti trainata soprattutto dall'aumento dei consumi privati nei paesi ricchi, finanziato in buona misura con una crescita eccessiva del debito delle famiglie¹. Di conseguenza negli ultimi trenta anni il livello degli investimenti è stato il più basso dal dopoguerra. Rilanciare quel tipo di sviluppo è impossibile anche per il persistente ed eccessivo indebitamento delle famiglie.

In un nuovo modello di sviluppo, la crescita della domanda interna di ciascun paese dovrebbe essere trainata soprattutto dalla crescita degli investimenti, quelli diretti a potenziare il sistema delle infrastrutture in senso lato, dal quale dipende il livello del vivere civile, il livello di efficienza dell'intero sistema economico e gli investimenti delle imprese per realizzare un salto di qualità delle attività produttive, anche in termini di sostenibilità ambientale. L'efficiente

gestione del risparmio diventerebbe la chiave di un tale modello.

Il tema è al centro del dibattito pubblico nazionale e europeo. Recentemente un *Green Paper*² della Commissione Europea ha sollecitato un dibattito su questo tema, con numerose risposte nella fase di consultazione pubblica, compresa quella del Gruppo AXA³ e della Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (FeBAF)⁴.

Anche l'OCSE, con l'ottava versione del rapporto "Principi per gli investimenti di lungo termine da parte degli investitori istituzionali"⁵, ha auspicato un cambiamento della cultura degli investitori più orientata al lungo periodo. Sulla stesso tema, si possono citare le pubblicazioni del Gruppo dei Trenta (G30)⁶ e della London School of Economics⁷.

Secondo una valutazione dell'OCSE, gli asset gestiti dagli investitori istituzionali nel 2009 ammontavano a 65 trilioni di dollari - circa un trilione di euro in Italia secondo Assogestioni. Mobilitare il risparmio privato, con un ruolo decisivo degli investitori istituzionali, appare dunque un obiettivo di grande importanza, in una situazione caratterizzata, oggi e presumibilmente anche in futuro, da bilanci pubblici sotto pressione

1. Non a caso la crisi finanziaria è iniziata con il tema dei mutui

2. Green paper "Long-term financing of the European economy", Commissione Europea, 25 Marzo 2013, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu>

3. Una sintesi di tale contributo è contenuta nel Capitolo 5 del presente paper

4. FeBAF, per conto di Associazione Bancaria Italiana (ABI), Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), Associazione del Risparmio Gestito (ASSOGESTIONI), Associazione Italiana per la Previdenza Complementare (ASSOPREVIDENZA), Società per lo Sviluppo Mercato dei Fondi Pensione (MEFOP), http://www.feabaf.it/wp-content/uploads/2011/09/FeBAF-risposta-LTI_IT.pdf

e esigenze di liquidità del sistema bancario.

Due sono le questioni che occorre affrontare per potere attivare questa mobilitazione. Un primo tema è quello della regolamentazione: quella attuale, per come è definita, disincentiva gli investimenti di lungo periodo, e purtroppo agirebbero in senso analogo anche le regole di Basilea III e Solvency II. Che le regole esistenti siano procicliche, che accentuino cioè la propensione al rischio nelle fasi di boom e la sua avversione durante le crisi, è ormai generalmente riconosciuto. Nei trenta anni precedenti la crisi la durata della permanenza degli asset nei portafogli degli investitori istituzionali si è in effetti fortemente ridotta, a riprova dell'accentuarsi delle attitudini speculative. È importante rendersi conto che rendere le regole anticicliche è un'esigenza che riguarda non solo la necessità di evitare nuove crisi, ma anzitutto quella di uscire da quella attuale e dalle tendenze recessive che genera, poiché il maggior pericolo per la finanza oggi deriva proprio dall'aumento dei *default* che la recessione provoca. La crisi si può superare rilanciando gli investimenti e, di conseguenza, è necessario stabilire regole che incentivino l'afflusso di finanza di lungo periodo verso l'economia reale, sia per quanto riguarda l'uso del capitale sia la valutazione e la rischiosità degli asset, anche quelli non quotati. La seconda questione si collega alla capacità degli Stati di promuovere strategie di investimento di dimensione nazionale - e europea per quanto

riguarda l'UE - e di implementarle con l'emissione di nuovo titoli finanziari e l'invenzione di nuove forme di *public-private partnership*. Sono certo possibili e benemerite iniziative singole prese da privati con la costituzione di fondi specializzati dedicati ad investitori istituzionali, ma, per raggiungere la massa critica di investimenti necessaria a rilanciare la ripresa, occorre, come notano gli stessi "Principi" dell'OCSE, una capacità di programmazione strategica degli investimenti a livello statale, della quale occorre dotarsi.

Investimenti da canalizzare verso le forze positive presenti nell'economia e nella società del nostro paese, a partire dalle PMI, maggiormente colpite dal razionamento dell'offerta di credito del sistema bancario, che potrebbero beneficiare di forme di finanziamento alternativo a supporto del loro rilancio competitivo.

Con la presente pubblicazione e con l'Italian AXA Forum, giunto alla sua dodicesima edizione, si vuole contribuire ad alimentare il dibattito su questi temi, per fare crescere, fra gli investitori e i soggetti istituzionali, ma anche nell'opinione pubblica, la consapevolezza delle opportunità che l'utilizzo strategico delle rilevanti risorse di risparmio esistenti offrono, e delle questioni aperte legate alla loro attivazione.

5. "High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors", G20/OCSE, finalizzati nel Settembre 2013, dopo una procedura di consultazione pubblica <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>

6. "Long-Term Finance and Economic Growth", Group of Thirty - Working Group on Long-term Finance, Febbraio 2013 http://www.group30.org/images/PDF/Long-term_Finance_lo-res.pdf

7. "Investing for prosperity: skills, infrastructure and innovation", LSE Growth Commission, in collaborazione con Institute for Government, Aprile 2013, <http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/units/growthCommission/documents/pdf/LSEGC-Report.pdf>

L'efficiente gestione del risparmio può diventare la chiave di un nuovo modello di crescita



2. INDAGINE AXA - IPSOS 2013 SU PMI E AUTONOMI

Uno studio comparato nella Regione Mediterranea e America Latina di AXA e il caso italiano

UNA QUESTIONE STRATEGICA

Le piccole e medie imprese (PMI) sono oggi messe alla prova dal difficile contesto economico e capirne la necessità è di importanza strategica per AXA. Per questo la Regione Mediterranea e dell'America Latina di AXA, al fine di conoscere la loro situazione, le loro esigenze, le loro aspettative e le loro paure, ha chiesto la collaborazione di IPSOS per svolgere un'indagine in merito.

INVESTIGARE IL MONDO DELLE PMI

Come hanno vissuto gli ultimi dodici mesi le PMI e quali sono le aspettative per i prossimi dodici? Ci sono elementi che le imprese considerano di maggiore ostacolo per tornare a crescere? Rispetto alle grandi sfide dei tempi che viviamo, quanto è diffusa la cultura del rischio tra gli imprenditori?

Per indagare questi ed altri temi, IPSOS ha intervistato per AXA oltre **2.100 tra imprenditori e lavoratori autonomi** in Spagna, Italia, Portogallo, Grecia, Messico, Turchia e Golfo. In Italia è stato intervistato un campione di 300 individui, selezionando i soggetti unici responsabili delle decisioni o che decidono insieme a un business partner, e suddividendo poi il gruppo in due sotto-target tra **a) autonomi o imprese con un solo dipendente, e b) imprese con più di un dipendente e meno di 100¹**.

L'indagine è stata svolta nel periodo compreso tra il 14 e il 27 giugno 2013, somministrando telefonicamente agli intervistati (tramite il sistema CATI) un questionario realizzato da AXA.

I TEMI DELLA RICERCA

Aspettative rispetto agli indicatori di business

- Fatturato, redditività, personale, esportazioni, apertura filiali, investimenti in innovazione, sostegno finanziario, ritardo nei pagamenti;
- Assicurazione e accesso al credito;
- Ostacoli alla crescita di business;

Business planning

- Rischi per il business;
- Business Continuity Plan;

Protezione dell'azienda

- Prodotti e servizi finanziari: soddisfazione e interesse per la protezione;
- Fonti di consulenza finanziaria e assicurativa;

Uso di internet

- L'acquisto di prodotti finanziari in rete.

PASSATO E FUTURO A CONFRONTO: LA LUCE ALLA FINE DEL TUNNEL

Da Nord a Sud dello stivale, le Piccole e Medie Imprese sono parte essenziale del tessuto produttivo italiano e costituiscono il **99.9% del totale delle imprese** presenti sul territorio² (il restante 0.1% è rappresentato dalle grandi imprese). Con i suoi **3.81 milioni**, l'Italia si classifica infatti al

primo posto tra i paesi dell'Unione Europea per numero di PMI, quasi il doppio della Germania, che si ferma a 2.06 milioni³.

La crisi finanziaria che ha colpito i mercati mondiali ha avuto forti ripercussioni anche nel nostro paese, eppure oggi gli imprenditori cominciano a intravedere la luce alla fine del tunnel e si mostrano meno pessimisti rispetto alle prospettive future. L'indagine ha messo in luce che, nonostante il 54% degli intervistati l'abbia visto ridursi nei 12 mesi appena trascorsi, ben il **72%** è convinto che **nei prossimi 12 mesi il fatturato andrà a migliorare o rimarrà sostanzialmente invariato. Il 22% degli intervistati ritiene che la redditività dell'azienda sarà più elevata, e l'89% si dichiara ottimista sulla stabilità occupazionale.**

La positiva leva dell'export è sfruttata soprattutto dalle PMI (figura 1), delle quali il **40% programma di aprirsi ai mercati esteri** nei prossimi 12 mesi. Rispetto all'anno passato risulta invece in calo il dato sull'innovazione e rimane bassa la propensione verso gli Investimenti Diretti

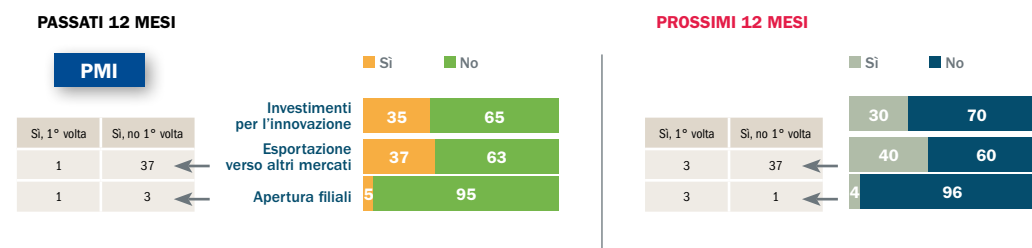
Esteri, che denotano una difficoltà delle aziende a proiettarsi all'estero con forme di integrazione profonda e nel lungo periodo.

CREDIT CRUNCH, IL NODO IRRISOLTO

Le caratteristiche della struttura finanziaria delle PMI non di rado le pongono di fronte a sfide che toccano in maniera minore le aziende di più grandi dimensioni. In generale, la loro natura può risultare "opaca" rispetto ad altre imprese, e le loro risorse più difficili da identificare da parte dei creditori, in quanto le loro dichiarazioni finanziarie contengono meno informazioni e le loro storie creditizie sono solitamente più brevi. Queste tipicità sono aggravate dai costi fissi della valutazione esterna e del monitoraggio che, in combinazione con le prime e altre cause, conducono le PMI a sopportare maggiori **difficoltà nell'accesso al credito.**

L'indagine AXA rivela che, nei passati 12 mesi, il **31% delle PMI del campione ha chiesto supporto**

FIGURA 1. ESPORTAZIONI / APERTURA DI FILIALI ESTERE / INVESTIMENTI IN INNOVAZIONE (IN %)



1. "La categoria delle microimprese, delle piccole e medie imprese e delle medie imprese (PMI) è costituito da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro", Estratto dall'art. 2 dell'allegato alla raccomandazione 2003/361/CE

2. Fonte: Scheda informativa SBA 2012 - Italia - European Commission, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2012/italy_it.pdf

3. Ibidem

finanziario ad una banca, ma di queste solo una su tre l'ha poi effettivamente ottenuto (figura 2). A ciò si aggiunga che sia lavoratori autonomi che PMI non hanno in larga parte ottenuto supporto dal governo, e che l'83% lamenta di avere avuto problemi con il ritardo nei pagamenti. Per questa ragione cala la propensione a chiedere finanziamenti alle banche, che nei prossimi 12 mesi scenderà dal 31% al 17%. Tra gli ostacoli che il totale degli intervistati ha individuato avere maggiore impatto sulla crescita (figura 3), vi sono innanzitutto i costi fissi: la pressione fiscale (97%), l'aumento dei prezzi di benzina, energia, beni, affitti, ecc. (88%) e il peso della burocrazia amministrativa (85%). Seguono la scarsa liquidità (75%) e la scarsa domanda da parte dei clienti (74%).

COSA TEMONO GLI IMPRENDITORI

Quali sono i rischi che corrono le PMI italiane? Quali sono quelli che percepiscono gli imprenditori? Messi di fronte ad una lista di fattori di rischio, il 99% degli intervistati ha riconosciuto l'esistenza di rischi per il proprio business. I due principali elementi critici per gli imprenditori italiani sono il costo della tassazione

(87%) e la recessione economica (86%), ma destano preoccupazione anche fattori quali i costi della regolamentazione (71%), l'aumento dei costi del proprio business, ad esempio per spese in energia e salari (69%) ed i mancati pagamenti (69%) (figura 4).

Quando sono chiamati a indicare autonomamente i principali problemi del proprio business gli intervistati individuano altri fattori particolarmente significativi: il 28% indica il default, il 24% il calo della domanda, il 14% la crisi, la 13% la mancanza di liquidità e solo il 9% le tasse (figura 5).

Emerge quindi una certa indecisione nell'individuare i principali rischi per la propria azienda, una scarsa cultura del rischio che si esplicita soprattutto quando si tratta di riflettere sul modo di proteggersi. Fra le PMI si sottostima infatti l'importanza di un Business Continuity Plan per la gestione del rischio: solo il 23% delle PMI e addirittura il 5% degli autonomi dichiarano di averlo. Alla domanda sul perché di questa mancanza le principali ragioni addotte sono le piccole dimensioni del business o semplicemente il non vederne la necessità.

FIGURA 2. SUPPORTO FINANZIARIO / RITARDO NEI PAGAMENTI (IN %)

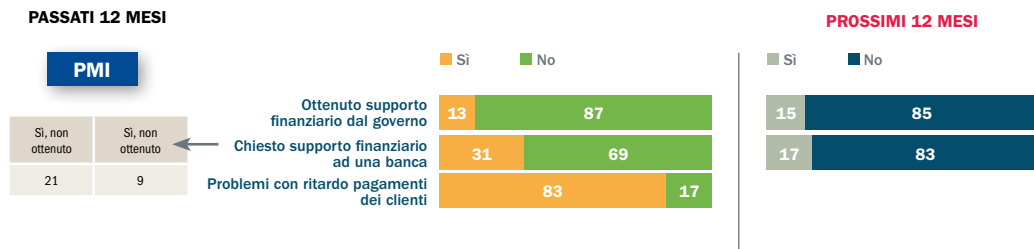


FIGURA 3. OSTACOLI ALLA CRESCITA (IN %)

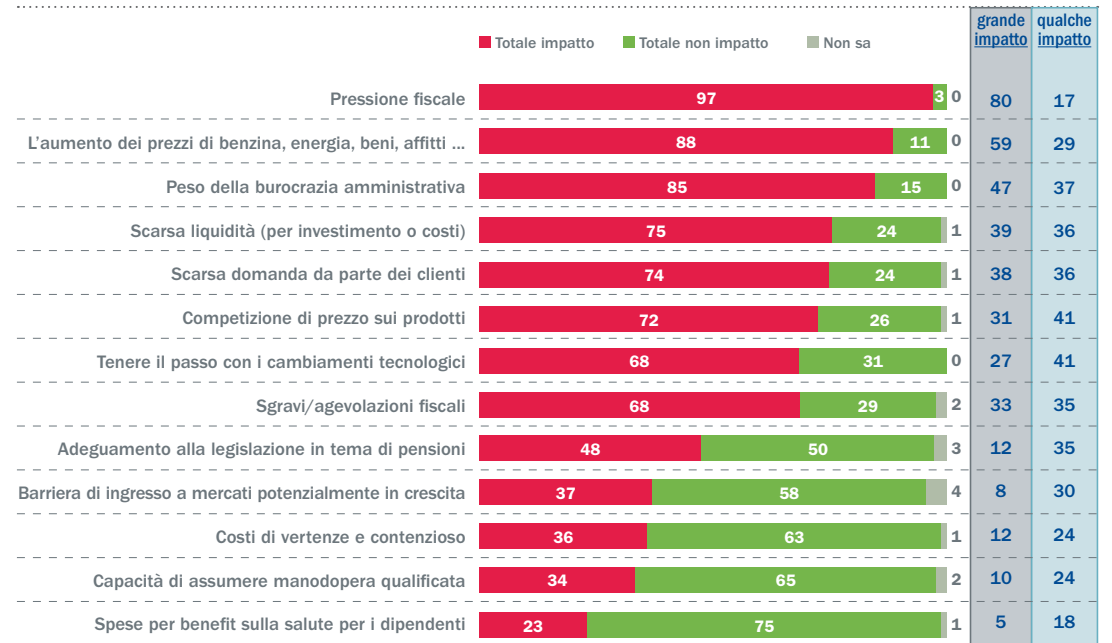


FIGURA 4. RISCHI PER IL BUSINESS (OPZIONI SUGGERITE, IN %)

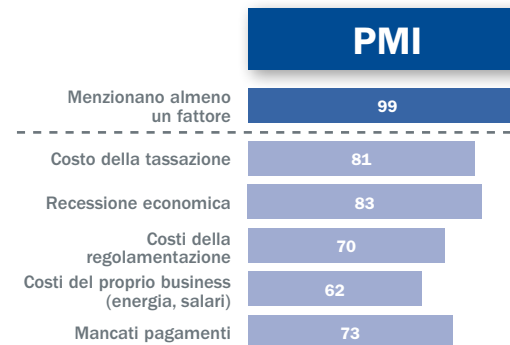
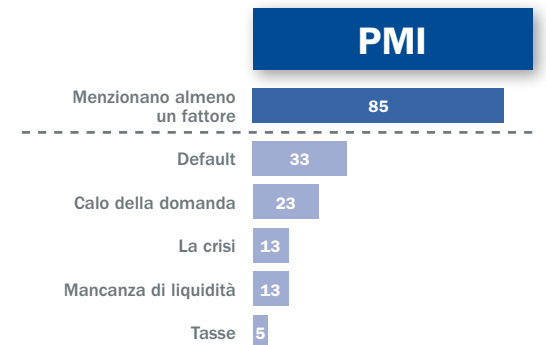


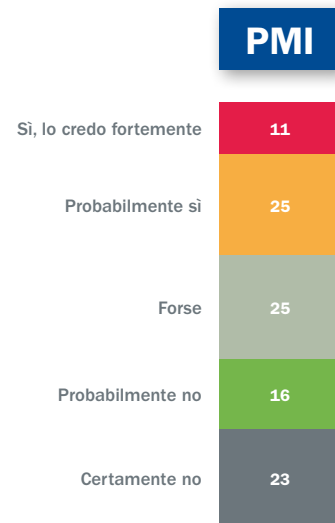
FIGURA 5. RISCHI PER IL BUSINESS (RISPOSTE SPONTANEE, IN %)



PMI E PROTEZIONE, QUALE RUOLO PER LE ASSICURAZIONI

Ritiene che avere un'assicurazione faciliti l'accesso al credito? Le risposte degli intervistati a questa domanda dimostrano che c'è ancora tanto lavoro da fare per accrescere la consapevolezza sul tema. Se è vero che si riconosce il ruolo delle assicurazioni come interlocutori nella consulenza su prodotti e servizi di protezione, è altrettanto vero che nel rapporto con le PMI c'è ancora da investire su cultura della protezione e del *risk management*. **Oltre 1 intervistato su 3 crede che l'assicurazione sia un facilitatore dell'accesso al credito; 1 su 4 ritiene possibile che l'assicurazione abbia un ruolo positivo; eppure, ancora il 39% degli imprenditori non ne considerano le potenzialità reali** (figura 6).

FIGURA 6. L'ASSICURAZIONE FACILITA L'ACCESSO AL CREDITO (IN %)



Per quanto riguarda i **prodotti assicurativi**, si evidenzia una generale maggiore attenzione delle PMI rispetto ai lavoratori autonomi. **Quasi la totalità degli intervistati possiede un conto bancario** (PMI 99%, autonomi 97%), e **circa la metà un prestito bancario** (PMI 52%, autonomi 41%). **Le polizze assicurative più comuni tra le PMI** sono: Danni ai beni aziendali, Rc Auto, Responsabilità Civile Operai e Responsabilità Civile verso terzi. Quanto alle **fonti di informazioni e consulenza preferite** in testa alla lista restano i commercialisti (81% del totale). A seguire, ma con un certo distacco assicurazioni e banche, entrambe scelte dal 26% degli intervistati (figure 7 e 8).

LE PMI E INTERNET

Il 10% delle PMI ha acquistato prodotti assicurativi su internet, e 1 imprenditore su 4 ha cercato informazioni su internet prima di acquistare. Tale ricerca risulta principalmente

effettuata consultando il **sito della banca o dell'assicurazione** o attraverso i principali **motori di ricerca**; solo in pochi arrivano ai prodotti di interesse grazie alla pubblicità. Significativo che di quel 25% di intervistati che ha ottenuto informazioni circa prodotti finanziari su internet, **nemmeno la metà (43%) ha poi effettivamente acquistato il prodotto**. Circa il canale attraverso cui gli intervistati preferiscono ricevere informazioni su aggiornamenti, novità dei prodotti e coperture offerte dalle assicurazioni il **32% degli intervistati dichiara di prediligere ancora il contatto personale con l'agente o il broker**, molti meno quelli che sceglierebbero come canale di contatto le e-mail o le telefonate (figura 9).

FIGURA 7. PRODOTTI DI PROTEZIONE POSSEDUTI (IN %)

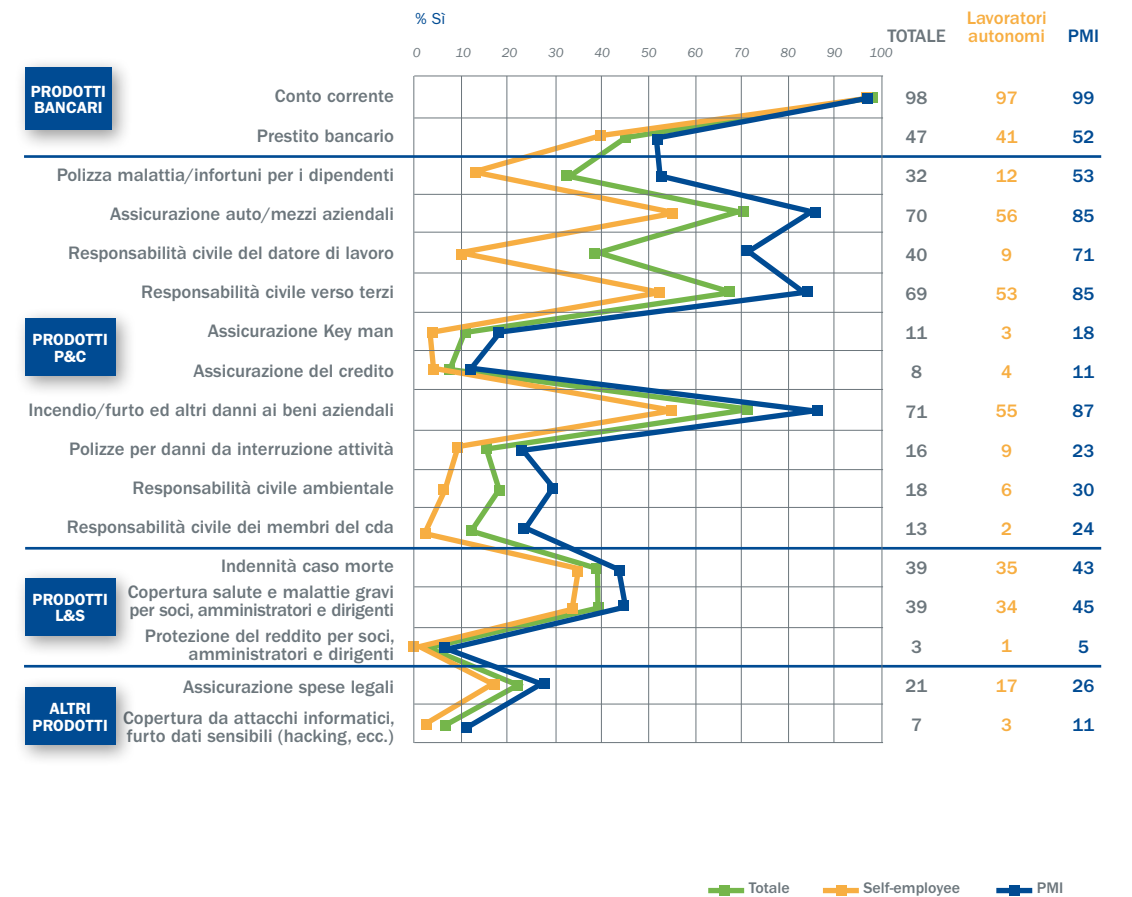
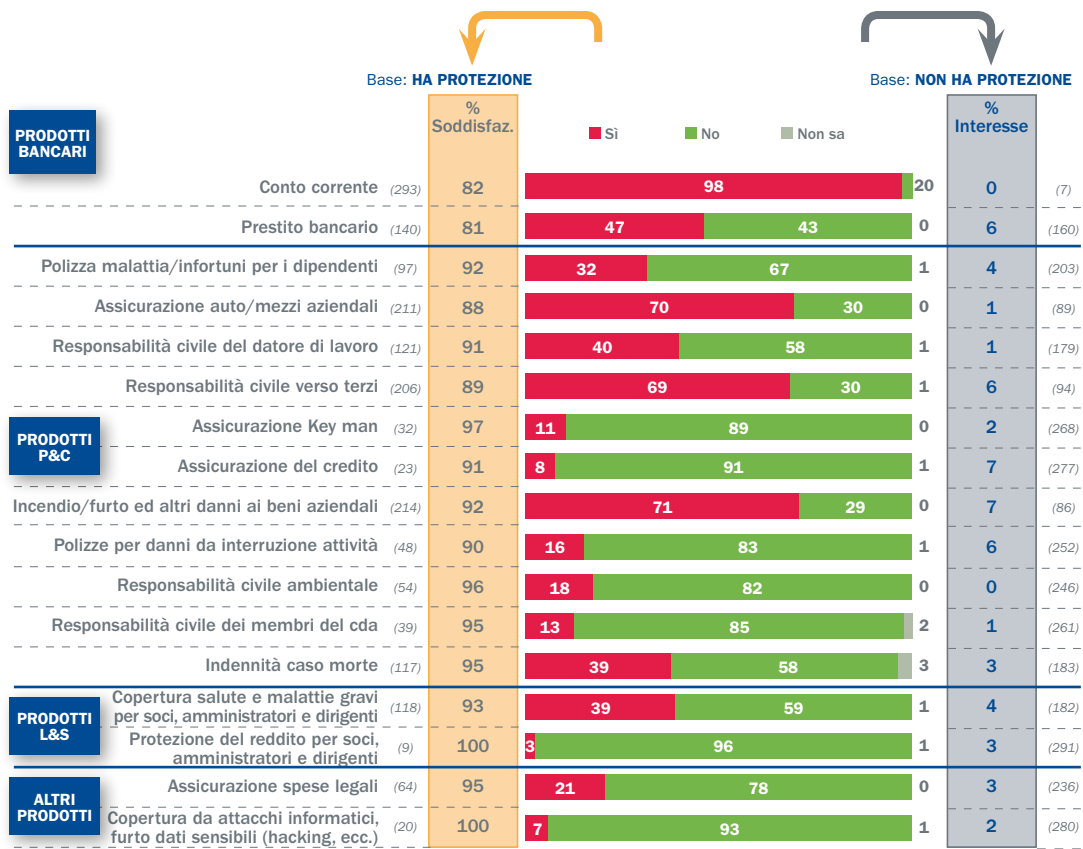
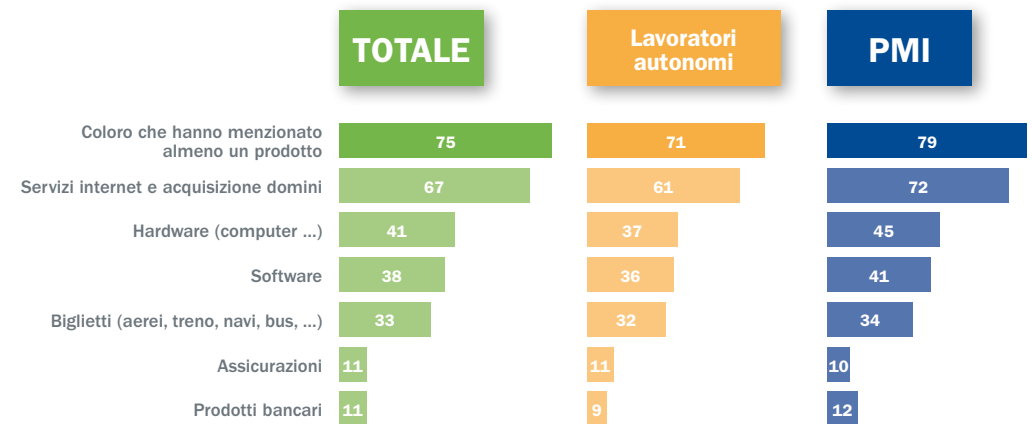


FIGURA 8. PRODOTTI DI PROTEZIONE POSSEDUTI: TASSO DI SODDISFAZIONE E INTERESSE ALLA SOTTOSCRIZIONE (IN %)



La crisi finanziaria che ha colpito i mercati mondiali ha avuto forti ripercussioni anche nel nostro paese, eppure oggi gli imprenditori cominciano a intravedere la luce alla fine del tunnel e si mostrano meno pessimisti rispetto alle prospettive future

FIGURA 9. PRODOTTI CHE ACQUISTEREBBE SU INTERNET (IN %)



3. PICCOLE E MEDIE IMPRESE, FINANZA E ASSICURAZIONE. IL LEGAME IN TEMPI DI CREDIT CRUNCH

Luigi Guiso, Cattedra AXA in Finanza e Assicurazione per le Famiglie, EIEF

Il *credit crunch* che attraversa l'economia italiana è oggi l'ostacolo principale alla ripresa dell'economia. A medio termine, la ristrutturazione e il processo di ridimensionamento dell'offerta di credito bancario, rischia di trasformare il *crunch* in un deterrente alla crescita tendenziale. A soffrirne maggiormente sono oggi e potranno essere domani le piccole e medie imprese che dipendono maggiormente dal credito bancario, soprattutto locale, e hanno più difficile accesso a forme alternative di finanziamento. Questi effetti sono amplificati dalla limitata copertura assicurativa in capo alle piccole e medie imprese e dal fatto che le polizze sono state ulteriormente ridotte a fronte dei vincoli di liquidità correnti, indebolendo la futura capacità di credito di queste imprese. Una più rapida ripresa e il mantenimento quantomeno del trend di crescita passato, richiede che: a) si ripristini al più presto il normale funzionamento del credito bancario; b) si sviluppino forme di finanza alternativa accessibili alle imprese di piccole/medie dimensioni. Questo secondo processo richiede una espansione del ruolo degli investitori istituzionali presenti, a iniziare dalle assicurazioni, e uno sviluppo dei fondi pensione.

DOPPIO CRUNCH, DOPPIA RECESSIONE

Durante la grande recessione **l'Italia ha conosciuto ben due strette creditizie e due concomitanti recessioni**: la prima (oggi in parte dimenticata) segue al fallimento di Lehman Brothers nell'autunno del 2008, la seconda - che come vedremo ancora non vede termine - segue alla crisi del debito sovrano in Europa, a partire dalla metà del 2011.

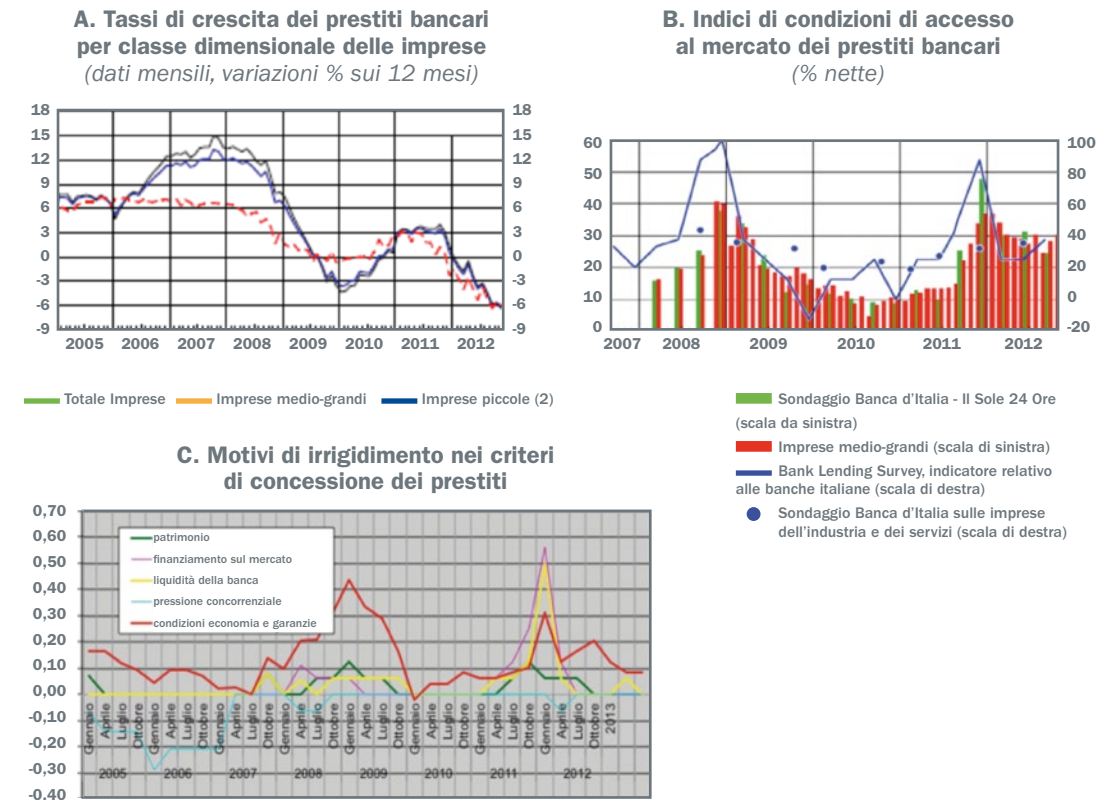
La Figura 1A documenta il **forte rallentamento**

nella dinamica dei prestiti all'economia nei due episodi, con addirittura un calo dello stock dei prestiti durante la crisi più recente, che ha investito le imprese indipendentemente dalla loro dimensione. **Durante i due episodi l'accesso al credito da parte di imprese e famiglie è diventato decisamente più difficile e i criteri di concessione dei prestiti da parte delle banche molto più severi.** Questo emerge da tutti gli indicatori disponibili: dal sondaggio della Banca d'Italia e del Sole 24 Ore, dall'Indagine Istat e dalla Bank Lending Survey sulle banche italiane (figura 1B).

I dati confermano cinque punti importanti:

- Primo, **la natura delle due strette è molto diversa**. La prima è sospinta dal deterioramento estremamente rapido dell'economia dopo il fallimento di Lehman Brothers e l'emergere di aspettative pessimistiche sulla profittabilità delle imprese. Nella seconda stretta domina un altro motivo: le difficoltà delle banche di accedere al finanziamento sul mercato (figura 1C);
- Secondo, **le condizioni di accesso al credito diventano via via più difficili nel corso del 2011** mano a mano che si aggrava la crisi del debito sovrano e che l'accesso al mercato della liquidità per le banche diventa più problematico;
- Terzo, durante il secondo episodio le difficoltà delle imprese nell'ottenere credito raggiungono un picco verso la fine del 2011/inizi del 2012, quando è massima la **tensione nel mercato dei titoli del debito sovrano**;
- Quarto, **la difficoltà di accesso al credito persiste per tutto il 2012 malgrado l'attenuazione della crisi del debito**, testimoniata dal rientro degli *spread* e più facili condizioni di finanziamento

FIGURA 1. PRESTITI ALLE IMPRESE A CONDIZIONI DI ACCESSO AL MERCATO DEL CREDITO



per le banche a seguito delle misure della BCE nell'autunno del 2012;

- Quinto, **la stretta prosegue durante il corrente anno**; tra le cause del restringimento dei criteri di concessione del credito, perde peso la difficoltà delle banche di finanziarsi sul mercato e guadagna importanza il deterioramento delle condizioni dell'economia e la qualità (e quantità) delle garanzie offerte.

Se, quindi, la prima stretta è stata causata dalla crisi economica, la seconda stretta è tra le cause

di aggravamento della seconda recessione patita dall'economia italiana. Ma vi è un altro elemento di *feedback*: la seconda recessione ha a sua volta intaccato non solo la solidità economica ma anche quella finanziaria delle imprese e delle famiglie che spesso vi stanno dietro, riverberandosi sulla disponibilità degli intermediari bancari a concedere credito per eccesso di rischio. Le imprese hanno smesso di costituire riserve per poter finanziare l'attività corrente sopperendo al più limitato accesso

al finanziamento estero e alla carenza di cash flow; le famiglie hanno decumulato ricchezza accumulata in passato (circa 50 mila euro in media per nucleo familiare durante l'arco della crisi) per sostenere la spesa e l'impresa a cui fanno capo. **I bilanci di impresa e quelli famigliari si sono pertanto indeboliti rendendo le une e le altre più rischiose come debitori e quindi meno attraenti alle banche.** Questo sarà anche, presumibilmente, la causa principale che segnerà le condizioni di accesso al credito bancario nei mesi a venire.

LA PROVA DEL CRUNCH: DOMANDA DI LIQUIDITÀ IN FORTE ESPANSIONE, OFFERTA DI CREDITO IN CONTRAZIONE

La dinamica dei prestiti non è di per sé prova che l'accesso al finanziamento è diventato più difficile perché le banche hanno usato criteri più severi. Infatti, durante una recessione o quando una economia rallenta, le imprese contengono i piani di investimento e riducono la domanda di credito. **Per provare che l'accesso al credito è diventato più difficile, occorre mostrare che una impresa disposta a sostenerne il costo, è meno probabile riesca ad ottenere un prestito se si affaccia sul mercato.**

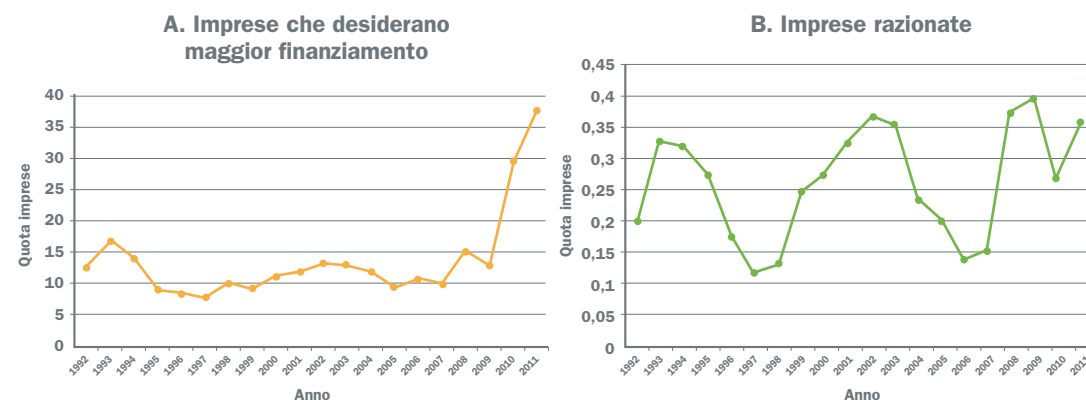
La Figura 2 confronta questa stretta creditizia con altri due episodi di restringimento nell'accesso al credito: la crisi del 1993-1994 e quella più recente del 2002. Essa mostra la quota di imprese che (nell'indagine sugli Investimenti Manifatturieri condotta dalla Banca d'Italia) necessitano di maggiori finanziamenti esterni (figura 2A) e la quota di imprese che, pur essendo disposte a pagare il tasso richiesto dalla banca, non riescono ad ottenerli perché (in tutto o in parte) la loro richiesta è rifiutata dagli intermediari (vengono cioè razionate). La figura mette in luce

diversi aspetti importanti. Primo, l'intensità del razionamento è più elevata nell'ultimo episodio che nei due precedenti, ma non di molto. Secondo, nell'ultimo episodio è incredibilmente più alta la quota di imprese che necessita di fondi esterni: più che doppia rispetto alle due strette dei primi anni 90 e primi anni 2000 e in crescita durante la seconda stretta rispetto alla prima. Sebbene quindi la contrazione abbia un'intensità di poco superiore a quella di altri episodi di restrizione del credito, nel 2011-12 essa si applica ad una platea di imprese molto più vasta. Terzo, come nell'episodio del 1992 ma diversamente da quello del 2002, il peggioramento nell'accesso al credito è molto rapido, come si vede dal drammatico incremento nella quota di imprese razionate tra il 2008 e il 2009. Infine, i due precedenti episodi suggeriscono che ristabilire condizioni normali di accesso ai mercati è un processo lento che, nella situazione attuale, può prolungare e amplificare la recessione. Su questo punto cruciale ritorneremo più avanti.

Una simile evidenza si ottiene da due ulteriori indagini condotte dall'Istat. La prima, nota come "Access to Finance" condotta nel 2011 in diversi paesi europei è riferita sia al 2007 che al 2010 e intendeva **verificare le conseguenze della crisi per l'accesso al credito delle imprese, particolarmente quelle più piccole.** Da questa indagine si evince un forte aumento del fabbisogno di credito da parte delle imprese; nel 2010 oltre il 15% in più necessita di fondi esterni, ma, come mostra la Tabella 1, lo stesso anno l'accesso al credito diventa molto più difficile.

Tra le imprese che lo avevano ricercato nel 2010, il 26% riporta almeno un insuccesso, mentre nel 2007 i casi di insuccesso nell'ottenerlo erano solo l'1,8%. Inoltre, come ci si aspetta quando l'evento è dovuto a un generalizzato

FIGURA 2. RICHIESTE DI FINANZIAMENTO ESTERNO E RAZIONAMENTO



Fonte: Istat

deterioramento dell'offerta di credito, **la maggior difficoltà nell'ottenere credito è condivisa tra tutti i settori, anche se con differenze di intensità:** meno marcato per i servizi, più accentuato per le imprese industriali e per le costruzioni. Questa indagine purtroppo non è stata ripetuta negli anni successivi, tuttavia, l'Istat conduce anche una seconda indagine, a frequenza trimestrale, da cui è possibile costruire misure di razionamento del credito, illustrate nella Figura 2B. Quanto si evince è che: la quota di imprese razionate cresce dal 2010, rimane elevata nel corso del 2011 e si mantiene sugli stessi livelli senza contrarsi nel 2013.

In conclusione, **a partire dalla fine del 2008 le imprese (e le famiglie italiane) vivono un accesso al credito molto più difficile che si perpetua durante tutti i 5 anni trascorsi e che al momento non dà cenni di miglioramento. Si tratta del periodo più prolungato, diffuso e marcato di restringimento dell'offerta di credito sperimentato dalle imprese**

italiane dagli inizi degli anni '90, da quando il fenomeno è misurabile.

PICCOLE E MEDIE IMPRESE, GRANDI IMPRESE E IL CREDIT CRUNCH

È noto che **un credit crunch non pesa nella stessa maniera su tutte le imprese.** L'impatto è più forte per le imprese maggiormente dipendenti dal credito bancario, e questa dipendenza differisce tra imprese. Vi sono **differenze sistematiche tra settori** che derivano, ad esempio, dall'importanza del capitale circolante, e differenze che dipendono dalla **diversa classe dimensionale delle imprese.** Quelle di maggiori dimensioni, tipicamente, hanno accesso a forme di finanza alternativa rispetto al credito bancario, e riescono quindi ad ammortizzare gli effetti della stretta modificando la composizione degli strumenti di debito (ad esempio, emettendo debito obbligazionario). In secondo luogo, le imprese di maggiori dimensioni hanno accesso

a mercati del credito diversi da quelli locali, se la stretta creditizia non è universale ma localizzata, e possono finanziarsi collocando debito in paesi meno colpiti.

Tuttavia, mentre la seconda stretta è conforme a queste implicazioni, la prima, seguita al fallimento di Lehman Brothers, se ne discosta. Come mostra la Figura 1A, infatti, **il rallentamento del credito dopo Lehman Brothers è molto più marcato per le imprese medio-grandi che per le imprese piccole. Viceversa, a partire dalla crisi del debito sovrano il calo dei prestiti è più pronunciato per le imprese piccole.** La ragione di questa differenza non è nella dimensione, ma nella natura dell'impresa e del primo *credit crunch* (D'Aurizio, Oliviero e Romano, 2012).

Le imprese più piccole sono anche imprese famigliari. Essere un'impresa familiare accresce la capacità di *commitment*, di mantenere un impegno, cosa che, nel mercato del credito, acquisisce valore quando: a) le condizioni di profittabilità futura diventano molto difficili da prevedere, come accade dopo un cambio di regime; b) il valore dei beni dati in garanzia diventa difficile da stabilire o è deteriorato. In queste circostanze, che hanno caratterizzato particolarmente la prima contrazione del credito, ciò che vale per accedere al credito è la parola, e la parola è più facile prometterla se dall'altra parte dell'impresa c'è il proprietario, come accade con le imprese famigliari.

Nel secondo crunch si ritorna al caso standard. Le imprese di maggiori dimensioni possono attivare i canali alternativi di finanziamento e patiscono di meno.

I dati Istat che comparano il 2010 e il 2007 confermano questa interpretazione. Dalla Tavola

1 si vede che il deterioramento nell'accesso al credito non è molto diverso per le imprese piccole (10-99 addetti) e per quelle medie (100-249 addetti): nel 2010 la proporzione di imprese che riportano almeno un insuccesso quando hanno cercato di ottenere credito, è la stessa in entrambi i gruppi. Solo le imprese ad alta crescita hanno un tasso di insuccesso maggiore, ma era così anche prima della crisi. Come detto, questa indagine non è stata ripetuta negli anni successivi. Tuttavia, l'indagine trimestrale Istat sull'accesso al credito consente di ottenere indicatori di razionamento per classe dimensionale.

Tre fatti emergono chiari dalla Figura 3, basata su questa indagine. Primo, durante la crisi del debito sovrano, a partire dal dicembre del 2011 le condizioni di accesso al credito peggiorano notevolmente anche per le imprese di maggiori dimensioni (oltre 250 addetti) oltre che per le imprese piccole (fino a 49 addetti) e medie (50-249 addetti); secondo, vi è una chiara differenza nella difficoltà di ottenere credito a seconda della classe dimensionale. Mentre la quota di imprese razionate tra le imprese più piccole si aggira intorno al 14-15 per cento e tra le medie intorno al 10, è decisamente più bassa tra le grandi. Terzo, mentre non ci sono segni di miglioramento nell'accesso al credito da parte delle piccole (la quota di razionate rimane stabile a livelli elevati anche durante tutto il 2013), c'è qualche piccola evidenza, anche se tenue, di allentamento della restrizione per le imprese di maggiore dimensione.

La gravità dell'esperienza delle imprese italiane può essere valutata notando che solo le imprese spagnole in Europa hanno un accesso al credito più difficile (cfr figura 4); le condizioni di accesso al mercato del credito sono meno problematiche

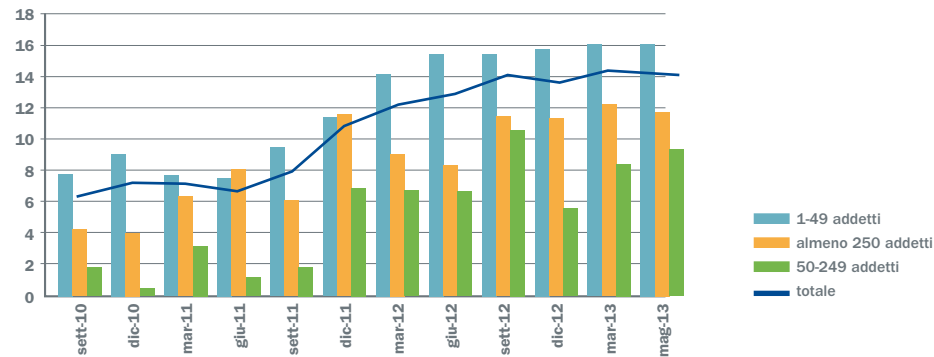
TAVOLA 1. L'ESITO DELLA RICERCA DI FINANZIAMENTI TRAMITE IL CREDITO

Valori percentuali sul totale delle imprese che hanno effettuato la ricerca di finanziamenti tramite il credito

	Anno 2007			Anno 2010		
	Almeno un successo	Almeno un successo parziale	Almeno un insuccesso	Almeno un successo	Almeno un successo parziale	Almeno un insuccesso
Industria in senso stretto	89,5	10,7	3,1	80,2	17,8	28,6
Costruzioni	84,0	19,0	0,3	73,1	23,6	33,8
Servizi di informazione e comunicazione	94,9	5,4	1,1	88,7	6,3	42,2
Attività professionali, scientifiche e tecniche	86,5	14,9	0,0	84,7	14,1	18,8
Altri servizi	85,8	15,3	0,7	82,0	15,1	19,7
10-99 addetti	87,5	13,5	1,8	79,6	17,7	26,8
100-249 addetti	88,1	10,4	2,2	85,3	17,2	25,8
Imprese giovani ad alta crescita	74,5	27,4	2,5	61,5	38,6	28,6
Imprese ad alta crescita	82,4	12,7	10,1	73,9	19,4	35,6
Altre imprese	87,9	13,3	1,4	80,2	17,5	26,4
Totale imprese	87,5	13,4	1,8	79,8	17,7	26,8

Fonte: "Access to Finance", Istat, <http://www.istat.it/it/archivio/48889>

FIGURA 3. QUOTA DI IMPRESE RAZIONATE NELL'INDAGINE ISTAT



Fonte: Prometeia, elaborazioni su dati Istat, Newsletter "Il credito alle imprese, indagine Istat", 21 giugno, 2013 (<http://www.prometeia.it/it/l-atlante/il-commento-al-dato/il-credito-alle-imprese-indagine-istat.aspx?idC=64649&idO=18541&LN=it-IT>)

in Francia e Germania e anzi in quest'ultima il flusso di credito alle imprese non è mai diminuito durante tutta l'esperienza della crisi del debito sovrano (figura 4).

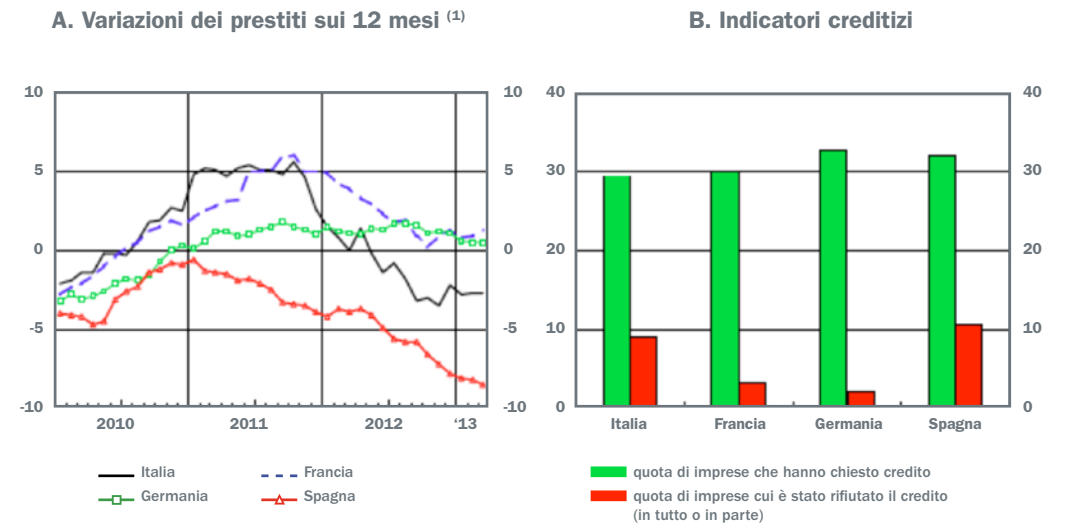
IL FUTURO DELLE CONDIZIONI DEL CREDITO. UN CREDIT CRUNCH DURATURO?

In assenza di interventi è molto probabile che la scarsità di credito, oggi evidente, si protragga negli anni a venire contribuendo non solo a rallentare la ripresa ma, probabilmente, aggiungendosi alle altre forze che nei trascorsi due decenni hanno limitato il tasso medio di crescita dell'economia italiana. Si rischierebbe di perdere quindi uno dei pochi fattori che, grazie alle trasformazioni del mercato del credito bancario negli anni '90, hanno promosso la

crescita, trasformandolo in permanente fattore di freno.

L'offerta di credito bancario è destinata, infatti, a contrarsi negli anni a venire, per consentire alle banche di ricostruire i propri bilanci e ridurre la leva finanziaria. La bassa redditività delle banche comporterà una forte ristrutturazione e una contrazione dell'intermediazione bancaria. Questo processo è in parte già iniziato, come evidenziato dalla riduzione in diverse province del numero di sportelli, finora sempre in crescita, e proseguirà nei prossimi anni. Al momento si stima che il settore abbia circa 20 mila esuberi. **In secondo luogo, non solo la disponibilità del credito bancario tenderà a scarseggiare, ma il suo costo ad aumentare.** Quest'ultimo, molto contenuto nel decennio successivo

FIGURA 4. CREDITO ALLE IMPRESE NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA EURO (VALORI %)



Fonte: segnalazione di vigilanza, elaborazioni su dati BCE e *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprise in the euro area - October 2012 to March 2013*

(1) I dati si riferiscono al settore della società non finanziarie nell'area dell'euro. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

all'introduzione dell'euro, è destinato a rimanere elevato. Sebbene lo *spread* con il decennale tedesco si sia ridotto dai picchi della crisi del debito sovrano, la causa principale della riduzione riflette un minor rischio di deflagrazione dell'euro, dovuto soprattutto alle politiche di intervento della BCE. **Il rischio continuerà verosimilmente ad essere prezzato ed avvertito anche in virtù della ridotta propensione al rischio degli investitori al dettaglio, in Italia come all'estero, in reazione alla paura suscitata dalla crisi.**

A patirne saranno soprattutto le imprese maggiormente dipendenti dal credito bancario, in

primis le imprese più piccole, quelle più giovani ad alto potenziale di crescita, e le imprese con elevato potenziale di crescita ma elevato rischio, per le quali l'inadeguatezza del finanziamento tramite credito bancario diventerà ancora più marcata di fronte a banche in ristrutturazione e poco propense ad assumere rischio di credito. Purtroppo per l'Italia, queste sono anche le imprese più diffuse e dalle quali proviene una parte ragguardevole della produzione nazionale. Evitare che questo accada richiede interventi per a) **favorire un rapido superamento del credit crunch e una rapida ripresa del funzionamento**

Le imprese più assicurate nel periodo pre-crisi avevano più facile accesso al credito e a condizioni più favorevoli



ordinario del mercato del credito, anzitutto facilitando il processo di smaltimento dei crediti deteriorati; b) **sviluppare forme di finanza alternativa al credito bancario**, sia tramite *equity* che tramite strumenti di debito collocati sul mercato, a cui abbiano accesso anche imprese di piccola o media dimensione che ri-bilancino le proprie forme di finanziamento verso il mercato, liberando così credito bancario per le imprese maggiormente da questo dipendenti.

Tali propositi impongono oggi un **ripensamento del sistema finanziario italiano affinché i flussi finanziari dal debito bancario siano indirizzati nuovamente e in maniera più consistente verso *equity* e obbligazioni**. La necessità di riorientare i flussi è avvertita anche dai banchieri e può convenire alle imprese. Questo potrebbe essere quindi il momento favorevole per rivedere l'assetto del sistema finanziario italiano. Il contributo del prof. Vacaggio contiene una serie di proposte che vanno in questa direzione. Nel

paragrafo relativo alle piccole e medie imprese e le forme di finanza sostenibile tornerò su questo cruciale argomento.

ACCESSO AL CREDITO E ASSICURAZIONE. UN LEGAME BIUNIVOCO

Credito e assicurazione sono spesso trattati separatamente e, quel che è peggio, come se fossero indipendenti e non vi fossero reciproche influenze. Così non è. **Credito e assicurazione hanno influenze reciproche** non solo a livello sistemico - le assicurazioni sono parte cruciale del mercato finanziario e operano come sottoscrittori di strumenti creditizi - ma anche, per quello che qui interessa, a livello di singola impresa. Di seguito guarderò a due canali di influenza: dal primo emerge che **una miglior copertura assicurativa facilita l'accesso al credito delle imprese, in particolare le più piccole**. Dal secondo, che **l'indisponibilità del credito - come quando le imprese sono soggette a vincoli di liquidità**

durante una crisi finanziaria - si riverbera sulla domanda corrente di assicurazione. Entrambi rilevano in questo frangente.

L'effetto dell'assicurazione sulla disponibilità di credito

Un aspetto sorprendente del comportamento delle imprese, anche quelle italiane, è che quelle che, in linea di principio, dovrebbero assicurarsi (o assicurarsi di più) non si assicurano (o si assicurano di meno) e quelle che invece potrebbero non assicurarsi si assicurano (o si assicurano di più). Imprese con un azionariato diffuso, e quindi con proprietari dell'impresa che detengono portafogli diversificati - tipicamente le imprese di grosse dimensioni, quotate in borsa -, dovrebbero essere meno sensibili alla necessità di assicurare i propri rischi. Proprio perché i proprietari detengono portafogli diversificati, dovrebbero essere disposti a lasciare il rischio dentro l'impresa ed evitare di sostenere il costo (in termini di mark up) dell'assicurazione. Viceversa, aziende in cui il rischio di impresa ricade su un singolo azionista o su un pool ristretto di azionisti - tipicamente le imprese piccole non quotate - dovrebbero essere maggiormente disposte ad assicurare il rischio legato al proprio business, in modo da dividerlo con altri attraverso il mercato (Gollier 2010). L'evidenza disponibile dipinge una realtà opposta: le grosse imprese ricorrono ampiamente al mercato assicurativo e attribuiscono anche una notevole importanza al rischio di impresa e alla protezione da esso. Le piccole e medie imprese, invece, tendono ad assicurarsi di meno, talvolta non partecipando tout court al mercato assicurativo. Secondo i dati dell'indagine Ania sulla diffusione

dell'assicurazione tra le piccole e medie imprese (d'ora in poi AFIS, si veda Guiso 2010), molte imprese hanno una copertura parziale o limitata dei rischi che potrebbero assicurare. Per ciascuno degli 11 rischi che potenzialmente l'impresa potrebbe assicurare¹, solo parte delle imprese detiene una polizza, anche se la diffusione delle coperture differisce a seconda del rischio preso in considerazione.

L'86% delle imprese è coperta contro incendio e danni. Questi, oltre ad esser rischi conosciuti, sono anche verosimilmente diffusi, e colpiscono tutte le imprese, ancorché in misura diversa; è ragionevole quindi che molte, ma non tutte, siano assicurate. Più sorprendente è che ben il 30% delle imprese non abbia una copertura contro il furto. È difficile infatti pensare a imprese che non abbiano asset da proteggere contro il furto, così come è difficile pensare che vi siano imprese esenti dal rischio di responsabilità verso terzi - eppure il 32% non ha copertura contro questo tipo di rischio. Se si guarda al numero di rischi assicurati tra gli 11 elencati, il numero modale di rischi coperti è 3, e riguarda un quarto delle imprese; il 74% del campione si copre fino a un massimo di 4 rischi e solo il 4% è coperto contro 8 o più rischi. Questa limitata partecipazione, più ridotta tra le imprese più piccole, è evidenza di sottoassicurazione che ha potenzialmente serie conseguenze sull'accesso al mercato del credito. Come mostra Schivardi (2010) usando questi stessi dati, **le imprese più assicurate nel periodo pre-crisi avevano più facile accesso al credito e a condizioni più favorevoli. In primo luogo, era meno probabile che venissero razionate a fronte di una richiesta di finanziamento; secondo, autorizzato il credito, ne ottenevano**

1. I rischi sono: incendio e danni; rischi tecnologici; furto; merci trasportate; credito e cauzioni; copertura export; business interruption; responsabilità verso terzi e verso i dipendenti; RC prodotto; rischio ambientale/inquinamento; polizze a vantaggio dei dipendenti

un volume superiore. Terzo, ottenevano capitali a costi inferiori: imprese con maggiore copertura assicurativa, a parità di condizioni, pagavano tassi di interesse inferiori. Accrescendo il numero polizze da 2 a 7, vedevano ridursi il tasso di interesse di quasi 2 punti percentuali. Infine, ottenevano il credito offrendo meno garanzie.

Questi effetti, documentati prima della crisi, non solo sono evidenti anche durante la crisi, ma il loro peso risulta addirittura accresciuto. Infatti, la propensione di una banca, già scarsa, a concedere credito a una impresa diventata più rischiosa vista sotto il profilo della solvibilità, si riduce ulteriormente se l'impresa è esposta anche ad altri rischi potenzialmente assicurabili, che possono amplificare il rischio di credito, come il furto o l'incendio. In altre parole, **la scarsa copertura assicurativa contro rischi assicurabili, scoraggia il credito quando la situazione economica dell'impresa si fa più difficile, ancora di più di quanto lo quanto lo scoraggia in normali condizioni economiche.**

Questo effetto è più rilevante per le piccole e medie imprese proprio perché meno assicurate, e può aver contribuito ad esasperare il razionamento del credito verso questa tipologia di imprese rispetto a quelle di più grandi dimensioni, come in precedenza documentato.

L'effetto del limitato accesso al credito sul ricorso all'assicurazione

L'evidenza che le coperture assicurative contro rischi assicurabili facilitano l'accesso al credito ancor più quando questo diventa più scarso, dovrebbe far concludere che le imprese vi ricorrono maggiormente, sottoscrivendo più polizze o accrescendo la copertura di quelle

esistenti, in periodi di credito scarso. Eppure non è così. La natura del contratto assicurativo prevede che l'impresa paghi un premio e, in cambio, riceva una promessa di indennizzo nel caso in cui, entro un arco futuro prestabilito, si verifichi un ben definito evento, il sinistro.

Ma quando l'impresa è soggetta a vincoli di liquidità, ovvero quando l'accesso al mercato del credito diventa più difficile, la sottoscrizione del premio sottrae liquidità, rendendo l'impresa più riluttante a sottoscrivere le polizze e, viceversa, portandola a tagliarle. Vi è dell'evidenza recente che dimostra quanto questa relazione sia effettiva e significativa. Rampini et al (3013) in un recente lavoro, oltre ad offrire una struttura analitica in cui studiare l'effetto di un limitato accesso al mercato del credito sulla domanda di assicurazione delle imprese, offrono a tal riguardo evidenza empirica circostanziata. Usando dati su una industria particolare, quella delle compagnie aeree, e un importante rischio contro cui le compagnie tipicamente si assicurano - il rischio di fluttuazioni nel prezzo del carburante - rilevano che, quando una compagnia aerea va incontro a vincoli di liquidità nel mercato del credito, riduce il ricorso a politiche di *hedging* sul prezzo del carburante - ovvero si assicura di meno -, risparmiando quindi sul costo dell'assicurazione.

L'assicurazione contro la fluttuazione nel prezzo del carburante si riduce considerevolmente, fino spesso ad annullarsi, quando la compagnia si avvicina ad una situazione di grave tensione finanziaria (come quando, ad esempio, ottiene un rating non superiore a CCC+) e l'accesso al credito quasi svanisce o diventa molto oneroso. Inoltre, quando le condizioni migliorano, il ricorso all'assicurazione viene ripristinato, ma molto lentamente.

La crisi finanziaria, come abbiamo documentato,

TAVOLA 2. RACCOLTA PREMI E CRISI FINANZIARIA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Totale (min €)	16.149	16.606	16.567	15.895	15.674	15.189	14.910
var. %	3,8	2,8	-0,2	0,3	0,5	-1,5	-1,8
retail (min €)	6.143	6.389	6.446	6.219	6.162	6.031	6.048
var. %	6,6	4,0	0,9	1,0	1,5	-1,3	0,3
retail (min €)	10.006	10.218	10.121	9.676	9.512	9.158	8.863
var. %	2,1	2,1	-0,9	-0,2	-0,10	-1,6	-3,2

Fonte: Stime Prometeia

ha sottoposto a vincolo di liquidità imprese di tutti i settori e di tutte le dimensioni, anche se con diversa incidenza. Questo ha verosimilmente scoraggiato le coperture assicurative in ampia parte delle imprese, soprattutto quelle più deboli economicamente e alle corde nel fabbisogno di liquidità, che si trovano a fronteggiare un trade off difficile: **ottenere la liquidità necessaria a salvare l'impresa oggi, raschiando il barile di ogni possibile fonte, a costo di rinunciare alle polizze e di ridurre le coperture assicurative, intaccando così la sopravvivenza futura dell'impresa, scampata alla crisi ma colpita da un sinistro; oppure rischiare di chiudere, come spesso è accaduto.** Il dato sulla raccolta premi dalle imprese è coerente con questa interpretazione. Nel segmento *corporate* i premi assicurativi nel 2013 sono dell'11% inferiori rispetto al periodo pre-crisi (Tavola 2). Ovviamente questa è solo una indicazione parziale della riduzione nelle coperture assicurative a fronte di vincoli di liquidità. La riduzione delle politiche di *hedging*

non passa necessariamente o solo per le polizze non rinnovate, ma anche per le spese in cui le imprese incorrono per autoassicurarsi.

Oltre a cautelarsi contro i danni provocati da un evento assicurandosi sul mercato, le imprese possono infatti evitare il danno limitando ex ante l'insorgere dell'evento, oppure accumulando risorse precauzionali cui attingere per far fronte al danno ex post. Nel campione di piccole e medie imprese dell'AFIS, il 55% delle aziende possiede apparecchiature di prevenzione dei rischi da furto e danno, oltre a quelle eventualmente previste dalle norme vigenti. In aggiunta, il 27% ha accantonato fondi precauzionali per far fronte a questi rischi. Poiché anche l'autoassicurazione rappresenta un costo, è possibile che le imprese abbiano reagito ai vincoli di liquidità in contrattidurante la crisi, spendendo meno in autoassicurazione e riducendo gli accantonamenti.

La conseguenza di questi comportamenti è

chiara: il *credit crunch* non solo ha rallentato l'attività corrente delle imprese, impedito eventuali investimenti o ristrutturazioni, e perfino costretto alcune imprese a chiudere, ma ha altresì accresciuto l'esposizione al rischio (quello assicurabile) delle sopravvissute. Ciò produce due tipi di effetti: innanzitutto, prolunga la difficoltà delle imprese ad accedere al mercato del credito, anche quando questo avrà mostrato segni di ripresa perché, come documentato nel paragrafo 4.1, imprese meno assicurate trovano più difficile ottenere credito e, se lo ottengono, ricevono volumi inferiori e a costi più elevati. **Questo meccanismo, dunque, tende a prolungare il *credit crunch*. In secondo luogo, accresce le prospettive di fallimento futuro delle imprese, perché una impresa non assicurata e colpita da un sinistro, va incontro a una maggior probabilità di fallire.** Pertanto, tale fenomeno prolunga la crisi economica attraverso una maggiore uscita delle imprese dal mercato, rispetto a quanto non sarebbe altrimenti avvenuto.

Anche per questa ragione, occorre intervenire per ripristinare quanto prima il funzionamento del mercato del credito e garantire un adeguato flusso di finanziamenti alle imprese.

PICCOLE E MEDIE IMPRESE E FORME DI FINANZA ALTERNATIVE

Favorire l'accesso al credito, soprattutto da parte delle piccole e medie imprese, richiede due tipologie di interventi. In primo luogo, occorre ripristinare condizioni di normale funzionamento del sistema bancario, da cui le imprese di piccole dimensioni principalmente dipendono. Al riguardo sono state fatte diverse proposte (si veda il Rapporto Idee per la Crescita, 2013) mirate a "ripulire" i bilanci delle banche (anche attraverso la creazione di una *bad bank*), fornire incentivi

per far emergere nei bilanci degli istituti i crediti non performanti e per irrobustire la posizione patrimoniale delle banche, promuovendone la ricapitalizzazione. L'evidenza suggerisce che le economie dei paesi che hanno adottato politiche decise per ripristinare il corretto funzionamento delle banche, come ad esempio gli Stati Uniti con il programma TARP, hanno sperimentato una ripresa più rapida. Inoltre, i fatti dimostrano che la ricapitalizzazione delle banche ha favorito l'offerta di credito alle imprese, specialmente quelle più piccole e rischiose (Cole, 2012).

Se questa è una condizione necessaria, essa non è tuttavia sufficiente. Come detto, l'offerta di credito bancario, anche quando le banche torneranno ad erogare credito secondo i criteri pre-crisi, tenderà a rimanere scarsa, perché quel segmento dell'industria finanziaria dovrà ristrutturarsi e contrarsi. Perché il processo di ristrutturazione non si traduca in un *crunch* strisciante occorre che emergano altre forme di finanza non-bancaria, basata sul mercato. Questo presuppone che ci sia una domanda per strumenti di *equity* e di debito non bancario, e che si sviluppino operatori disposti a sottoscrivere questi strumenti.

Il lato della domanda: un'opportunità unica?

Lo scenario descritto renderà più appetibili forme alternative di finanziamento diverse dal credito bancario, sia sotto forma di azioni sia di debito obbligazionario che, soprattutto nel decennio trascorso, erano state spesso scartate perché costose rispetto al finanziamento bancario - includendo nel costo la limitata predisposizione delle imprese italiane a finanziarsi con *equity*.

Come è noto, il limitato sviluppo del mercato azionario dipende non già dalla scarsità di

TAVOLA 3. LE IMPRESE CHE HANNO RICERCATO RISORSE FINANZIARIE TRAMITE CREDITO, CAPITALE DI RISCHIO E ALTRE MODALITÀ DIVERSE

Valori assoluti e percentuali sul totale delle imprese. Anni 2010-2007

	Imprese totali	Imprese che hanno ricercato finanziamenti tramite tutte le modalità		Imprese che hanno ricercato finanziamenti tramite il credito		Imprese che hanno ricercato finanziamenti tramite capitale di rischio		Imprese che hanno ricercato finanziamenti tramite altre modalità diverse	
		2007	2010	2007	2010	2007	2010	2007	2010
Industria in senso stretto	47.902	39,8	57,2	30,1	39,6	0,5	1,4	16,0	29,9
Costruzioni	15.305	39,4	59,1	27,6	36,9	1,0	1,1	18,6	36,5
Servizi di informazione e comunicazione	2.146	32,5	44,3	19,3	24,4	1,3	2,8	16,0	27,7
Attività professionali, scientifiche e tecniche	3.206	25,9	39,3	16,5	20,9	1,0	1,4	12,2	24,3
Altri servizi	38.428	32,3	44,7	24,4	28,5	0,3	0,4	11,8	23,5
10-99 addetti	104.281	36,1	51,9	26,7	33,6	0,5	1,0	14,6	28,3
100-249 addetti	2.706	48,9	61,3	40,5	43,7	3,6	3,6	19,9	29,5
Imprese giovani ad alta crescita	694	47,0	53,8	38,8	35,1	1,0	3,2	17,2	32,3
Imprese ad alta crescita	3.498	46,5	59,0	41,1	41,2	2,9	3,0	15,2	31,8
Altre imprese	102.796	36,0	51,9	26,5	33,6	0,5	1,0	14,7	28,2
Totale imprese	106.987	36,5	52,2	27,1	33,9	0,6	1,1	14,7	28,3

imprese con i requisiti per essere quotate bensì, in parte, dalla scelta di queste di non farlo - presumibilmente perché restie ad ottemperare agli obblighi di trasparenza e apertura che la quotazione presuppone, e alla disciplina e all'impossibilità di ricontrattare che l'emissione diretta di debito comporta (questa riluttanza si evince anche dalla Tavola 3 che mostra che poche imprese, anche se i crescita, hanno cercato forme di finanza non bancaria anche durante il *crunch*). Tuttavia, il maggior costo del credito bancario e la difficoltà di ottenerlo

possono, almeno in parte, invogliare alcune imprese a raccogliere finanziamenti esterni attraverso il mercato. Vi sono anche alcuni esempi interessanti che puntano in questa direzione, come quello della Sacom, un'azienda molisana di fertilizzanti in forte crescita (malgrado la crisi) che, non riuscendo ad ottenere dalle banche finanziamenti in tempi brevi, ha deciso di collocare sul mercato il 25% del capitale. Ciò sembra dimostrare che **la difficoltà di ottenere credito nel mercato bancario attenua la paura verso forme alternative di finanziamento finora**



La difficoltà di ottenere credito nel mercato bancario attenua la paura verso forme alternative di finanziamento

poco desiderate o percepite come ostili o non "famigliari". Qualunque iniziativa che accresca la desiderabilità del finanziamento azionario (ad esempio un accorciamento dei tempi e dei processi di quotazione, oggi più lunghi e complessi che in Francia o in Inghilterra) rafforza l'effetto che la scarsa disponibilità di credito bancario avrà sulla domanda di forme alternative di finanza sia tramite capitale di rischio sia tramite emissione diretta di debito. **Portare sul mercato le imprese quotabili ha il vantaggio principale di liberare credito bancario per quel segmento di clientela che dipende maggiormente dalle banche** - le imprese più piccole - e per le quali il ricorso a forme alternative di finanza è più difficile.

In secondo luogo, **il momento è favorevole perché ciò avvenga**: oggi infatti è nell'interesse delle banche che le imprese ricorrano a forme di finanza alternative al credito bancario, perché ciò consente loro di accedere ad altri tipi di servizio, quale il collocamento e, allo stesso tempo, altre

forme di finanziamento consentono di liberare risorse per le imprese, quelle più piccole, che sono maggiormente dipendenti dal credito bancario e che hanno più difficile accesso al mercato dell'*equity* o dei *corporate bonds*.

Il lato dell'offerta: il ruolo delle compagnie di assicurazione e degli investitori istituzionali

Lo sviluppo di forme di finanza alternativa richiede anche che, accanto alla disponibilità delle imprese ad emettere strumenti azionari e obbligazionari, vi siano - sul versante dell'offerta - intermediari e operatori disposti a disegnare gli opportuni strumenti e a sottoscriverli. Politiche specifiche e adatte allo scopo vengono discusse in dettaglio nel lavoro di Vaciago. Qui mi limito a rilevare due punti generali riguardanti il funzionamento del mercato italiano.

Primo, la sottoscrizione di strumenti emessi direttamente dalle imprese (singole o in *pool*)

o di strumenti a fronte di prestiti bancari alle imprese (*securitization*) presuppone la presenza di investitori istituzionali adeguati. E sebbene si possa ricorrere al mercato internazionale, poiché anche i portafogli degli investitori internazionali sono fortemente caratterizzati da *home bias* - la preferenza a sottoscrivere strumenti emessi da imprese del paese di origine dell'investitore - è necessario far conto sugli investitori istituzionali presenti nel paese. In questa prospettiva, **le assicurazioni e i fondi comuni sono i naturali referenti e devono avere un ruolo importante**.

Secondo, occorre sviluppare quelli che in altri paesi sono gli investitori istituzionali per eccellenza - i **fondi pensione**.

In Italia l'industria dei fondi pensione è ancora agli albori e vi sono notevoli margini di crescita. Attualmente i fondi pensione amministrano nel complesso circa 90 miliardi di euro destinati alle pensioni degli aderenti; i mezzi amministrati sono in crescita sia per via dell'accumulo delle contribuzioni degli aderenti sia per l'espansione graduale del loro numero. Il tasso di adesione è di circa il 25% per un totale di 5,5 milioni di lavoratori coinvolti. Vi è quindi notevole spazio per sviluppare la dimensione dei fondi.

Allo stato attuale, i fondi sono molto polverizzati: nel 2011 se ne contano 545, 10 di cui hanno oltre 100 mila iscritti, e altri 10 che coprono tra i 50 mila e i 100 mila aderenti. Tuttavia, 274 fondi hanno meno di 10.000 lavoratori iscritti e 137 meno di 1.000 (Covip, Relazione Annuale sul 2011).

Nell'aggregato i fondi pensione hanno portafogli molto prudenti. Investono in *equity* direttamente il 12% del totale dei mezzi gestiti, e indirettamente tramite fondi comuni un altro 8%, per un totale del 20% di *equity* in portafoglio. Più della metà

è investito in titoli del debito pubblico, con una forte componente di debito italiano. Questi dati suggeriscono che vi sono notevoli spazi per una espansione dei fondi di investimento, per un ampliamento della componente di *equity*, e per guadagni di efficienza e di diversificazione del rischio.

Per accrescere la capacità dei fondi di investimento di assorbire emissioni di capitale da parte di banche e imprese e obbligazioni *corporate* occorre agire su due margini:

(a) Sul **marginale intensivo**, accrescendo la quota investita in azioni di almeno 10 punti percentuali e quella in obbligazioni *corporate* di altrettanto, riducendo parimenti l'investimento in titoli del debito. I fondi pensione italiani nel 2011 investivano solo il 9,2% del loro patrimonio in azioni e il 12,1 in fondi comuni, rispetto al 37,3 e 22,6% per gli Stati Uniti (Dati Ocse).

I gestori dei fondi tendono ad avere una forte avversione al rischio, preferendo profili di investimento con bassi ritorni attesi e bassi rischi, nonostante il lungo orizzonte temporale tipico di questa forma di investimento. Parte di questo atteggiamento deriva da una governance imperfetta. L'aggregazione dei fondi più piccoli consentirebbe una miglior diversificazione del rischio e della gestione delle erogazioni. Accrescendo sia la quota investita in azioni che quella in obbligazioni *corporate* di 10 punti percentuali, si renderebbero disponibili immediatamente circa 20 miliardi di euro, da destinare allo sviluppo del mercato dell'*equity* e dei *corporate bonds*;

(b) Sul **marginale estensivo**, promuovendo le adesioni. È paradossale che in Italia solo un quarto dei lavoratori attivi partecipi a un fondo pensione dal momento che, se la previdenza

pubblica diventa molto meno generosa, come è accaduto a partire dalla riforma del 1994 e le successive appendici, i lavoratori dovrebbero ragionevolmente avere interesse a risparmiare privatamente per la pensione. Le ragioni per cui questo non avviene sono da imputare alla mancanza di adeguata informazione e al conseguente sospetto nei confronti dei fondi. Non sorprendentemente tendiamo a non fidarci di ciò che non conosciamo, che non ci è familiare. Cosa fare? La soluzione risiede nell'**informare** in maniera diffusa ed effettiva, attraverso canali istituzionali, circa le caratteristiche e i benefici della previdenza complementare.

Se si riuscisse a portare nel giro di un lustro il tasso di adesione al 75%, le risorse amministrate dai fondi potrebbero raggiungere cifre molto significative, di certo sufficienti per garantire una sostanziale riallocazione dei flussi finanziari dall'intermediazione bancaria al mercato.

CONCLUSIONI

La grande recessione lascia una eredità pesante e una lenta prospettiva di ripresa, tanto più lenta quanto più si protrarranno le difficoltà di accesso al credito che le imprese italiane hanno sperimentato nel corso del trascorso quinquennio e che, ad oggi, non mostrano segni di miglioramento. La profonda ristrutturazione a cui dovrà sottoporsi il sistema bancario suggerisce anche che l'accesso al finanziamento attraverso il credito bancario sarà difficile anche negli anni a venire. Il rischio è che ai tanti fattori che hanno limitato la crescita in Italia nello scorso ventennio se ne aggiunga un altro: la carenza di fondi e un laborioso e costoso accesso al finanziamento esterno. Ciò può essere evitato se l'offerta di credito bancario viene sostituita

con altre forme di finanziamento. Il mercato, lasciato a se stesso, reagirà ma, in assenza di interventi, si tratterà di un processo tutt'altro che rapido. Politiche di incoraggiamento delle imprese a ricorrere a forme di finanziamento non bancario e di incentivazione a sviluppare la presenza di investitori istituzionali faciliterebbero e svoltirebbero questo processo, arricchendo e irrobustendo la struttura del sistema finanziario del paese.

Bibliografia

- Rebel A. Cole, (2012), "How did the financial crisis affect small business lending in the U.S.? U.S. Small Business Administration Research Study No. 399.
- D'Aurizio, Leandro, Tommaso Oliviero, Livio Romano (2012), "Family firms as a commitment device: the role of soft information during a financial crisis", European University Institute, WP
- Gollier, Christian (2010), "The Demand of the Insurance Demand by Firms", mimeo.
- Guiso, Luigi (2010), "La domanda di assicurazione delle imprese. Risultati dall'indagine Ania sull'Assicurazione nelle Piccole e medie imprese Italiane", mimeo.
- Rampini, Adriano, Amir Sufi and S. Viswanathan (2013), "Dynamic risk management", Journal of Financial Economics, forthcoming.

4. IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI PER LA CRESCITA DELL'ECONOMIA REALE: UN FOCUS ASSICURATIVO

Giacomo Vaciago, Professore di Economia Monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore

Per tornare a crescere - in un'Eurozona caratterizzata nei prossimi anni dalla "disintermediazione" (*deleveraging*) delle banche - è necessario sostenere, in molti modi, lo sviluppo degli intermediari non bancari, degli investitori istituzionali, e dei mercati finanziari che li servono. Questi tre fattori (intermediari, investitori, e mercati) sono ovviamente collegati, e di questi legami dovrebbero occuparsi quelle che una volta chiamavamo le "autorità monetarie".

In questo ambito, e avendo cura delle condizioni rischio/rendimento che devono caratterizzare i portafogli di investitori istituzionali come le assicurazioni, risultano prioritarie le scelte strategiche che competono alla politica e che anzitutto riguardano l'organizzazione dei necessari mercati e l'individuazione di aree di intervento come il capitale umano (*education*), l'export, e i servizi pubblici (investimenti in capitale sociale). Portare l'investimento in questi tre settori nei portafogli degli investitori istituzionali serve ad assicurare il loro futuro.

INTRODUZIONE

Recenti feroci (più o meno accademiche polemiche) tra economisti si sono concentrate sul freno alla

crescita economica rappresentato da un debito "eccessivo"¹. In paradossale contrappunto abbiamo anche una controversia sul contributo positivo alla crescita economica rappresentato dal credito e, più in generale, dallo sviluppo della finanza².

Si potrebbe concludere che il legame tra variabili finanziarie e reali resta non definito in termini generali, e che il ruolo della finanza nei confronti della crescita economica sia quindi dipendente da fattori specifici nel tempo e nello spazio (in altre parole, contano molto le condizioni economiche, la politica del governo, e così via): non è possibile realizzare il sogno di ogni scienziato, quello di costruire una "teoria generale"³.

Se questa è un'attendibile rappresentazione dell'attuale stato della ricerca economica, è anche vero che la crisi finanziaria ed economica in cui ci troviamo - ormai da sei anni - ed i problemi che caratterizzano - da molti anni e prevedibilmente per molti anni ancora - l'economia italiana ci presentano un'occasione utile per tornare a riflettere sul contributo che alla necessaria crescita del paese può venire da una revisione profonda della sua struttura finanziaria e dei compiti ad essa attribuiti. Un contributo non necessariamente

1. Il dibattito sui media si è concentrato sul lavoro di Reinhart - Rogoff che per primo aveva quantificato un "effetto soglia" (al 90% del PIL) oltre il quale l'indebitamento pubblico diventa "eccessivo", cioè di freno alla crescita. Nessuna critica analitica è stata invece avanzata nei confronti dei molti altri lavori scientifici che sostengono tesi del tutto analoghe, con effetti-soglia ancora minori. Vedi in merito, i lavori esaminati in S. G. Cecchetti - M. S. Mohanty - F. Zampolli (2011); BCE, Bollettino Mensile, Marzo 2013 (pp. 88-90); BRI, 83° Relazione Annuale, Giugno 2013 (pp. 48-49)

2. Per i risultati delle diverse ricerche in merito, vedi il successivo paragrafo dedicato a "Crescita e finanza"

3. Dalla "Inquiry" di Adam Smith (1776) alla "General theory" di John M. Keynes (1936): la scienza economica ne aveva fatta di strada!

esclusivo né tanto meno sufficiente, perché la nostra mancata crescita precedeva la crisi iniziata nel 2007 e perché la finanza non può certo essere l'unico rimedio cui affidarsi.

In quanto segue, procediamo in tre tappe successive:

- 1) anzitutto, cosa la crisi ci ha solo ricordato, e cosa invece abbiamo imparato di nuovo;
- 2) quindi, come possiamo tener conto di ciò per superare la crisi e tornare a crescere;
- 3) in questo contesto, quale debba essere il ruolo degli investitori istituzionali, con particolare riferimento alle assicurazioni.

LE LEZIONI DELLA CRISI

Molte delle cose osservate in questi anni di crisi, erano in realtà già note. Ne propongo un sintetico elenco:

- 1) non solo col senno di poi (Borio, 2011), ma anche col senno di allora (Borio - Lowe, 2002), sappiamo che **non c'è coincidenza tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria**, anzi che la prima può mettere a rischio la seconda. Abbiamo anche sempre saputo (e insegnato ai nostri studenti, vedi Vaciago - Verga, 1995) che **non c'è coincidenza tra efficienza e stabilità dei mercati finanziari**: i guadagni di efficienza da aumentata completezza dei mercati non garantiscono la loro liquidità, né evitano bolle e mode;
- 2) sapevamo (Rapporto Delors, 1989, par. 30)⁴ che i mercati finanziari non riescono ad evitare che si accumulino debiti "eccessivi", che diventano

insostenibili solo quando finalmente i mercati se ne accorgono;

- 3) sapevamo, inoltre⁵, che una **"unione monetaria"** come quella avviata con l'Euro, non poteva non essere anche, e fin da subito, una **"unione bancaria"**. Come avevamo sempre saputo (si ricordi che di una *fringe of unsatisfied borrowers* già parlava Keynes nel *Treatise* del 1930) che è razionale che le banche razionino il credito, soprattutto quando la situazione economica peggiora e il capitale delle banche non cresce in proporzione alla peggiorata qualità del credito erogato.

Tutto ciò era noto dieci anni fa, confermato dai fatti e mai smentito da ricerche di economisti. È però vero - come sottolinea Borio (2011) - che si era anche formato un "consenso" (più politico-ideologico che analitico) secondo il quale:

- 1) la *"Great Moderation"* non riguardava solo la migliorata "curva di Phillips"⁶, ma più in generale il successo di un'economia poco regolata nel produrre stabilità macroeconomica;
- 2) l'"aritmetica di Maastricht" (secondo la quale il debito pubblico di un paese è sostenibile solo se la sua economia cresce almeno quanto il tasso di interesse reale) potesse essere trascurata nell'ambito di una unione monetaria (dove alcuni paesi-membri finanziano gli altri). Non a caso, ancora nel giugno 2008⁷, la BCE (festeggiando i primi dieci anni dell'Euro) poteva scrivere che "i paesi in cui è stato introdotto l'Euro hanno raggiunto un elevato livello di convergenza

4. Così venivano giustificati i limiti che saranno poi posti dal Trattato di Maastricht ai deficit ed ai debiti pubblici, sottolineando in particolare che la "luna di miele" dell'avvio della moneta comune avrebbe ampliato la domanda di titoli emessi dai paesi-membri così agevolando i debitori (non a caso, gli *spreads* dei tassi sono stati a lungo trascurabili)

5. Vedi Terzi - Vaciago (2001)

6. Vedi l'omonimo testo di Bernanke (2004)

7. BCE, giugno 2008, pag.159

economica", dimenticando di notare che ciò che valeva per inflazione e PIL nominale nascondeva in realtà "fondamentali reali" ben diversi, come evidenti nei "trasferimenti" impliciti dai saldi delle rispettive bilance dei pagamenti.

Le vere lezioni di questa crisi - che è lunga dall'essere terminata - sono dunque sia il "ripasso" di cose già note e che per qualche motivo (che lascerei decidere a storici e sociologi, visto che non dipende dalle competenze degli economisti) avevamo dimenticato, sia quanto di nuovo abbiamo imparato. E, in proposito, merita sottolineare soprattutto due cose:

- 1) la grande crescita dei "mercati finanziari" non c'era mai stata, perché molta dell'accresciuta attività finanziaria era non quotata, né quotabile, su alcun mercato finanziario dotato delle normali caratteristiche di un... mercato (informazione, trasparenza, prodotti e pratiche standard, etc.). In altre parole, dai prodotti OTC a gran parte dello *shadow banking*, si trattava di un'attività finanziaria spesso utile e gestita in modo corretto, ma pur sempre anomala rispetto a quanto la teoria dei *mercati efficienti* considerava normale. Dopo di che, una aumenta rischiosità da *irrational exuberance* o da fenomeni di *reach-for-yield*⁸ avrà conseguenze molto maggiori in termini di stabilità finanziaria di quanto in passato prevedibile;
- 2) l'aumentata rischiosità sistemica (con tutti i fenomeni di *contagio* che abbiamo sperimentato negli ultimi anni) è dunque dipesa non solo da comportamenti individuali caratterizzati da *appetite for risk*, ma anche da

una trasformazione di scadenze⁹ in passato impensabile, e dalla nuova interdipendenza che caratterizza oggi l'economia globale¹⁰.

A fronte di questi crescenti problemi, che si sono manifestati in modo sempre più grave a partire dal 2007, è stata del tutto inadeguata (a maggior ragione nell'ambito dell'area caratterizzata da una moneta comune e quindi a "sovranità monetaria condivisa") la risposta politica. Ricordo che già nel rapporto Delors¹¹ era indicata la necessità di una *more intensive and effective policy coordination*. Ma non è ciò che abbiamo visto, neppure dopo l'inizio della crisi. In italiano, *coordinamento* significa: gestione di elementi diversi allo scopo di raggiungere un obiettivo comune. E quindi, il coordinamento delle politiche economiche dei 17 paesi che condividono la stessa moneta, presuppone che sia anzitutto definito e condiviso l'obiettivo comune che intendono conseguire. Ancor oggi - ed è trascorso molto tempo da quando la crisi è iniziata - nessuno ha il coraggio di indicare quale sia l'obiettivo (in termini di crescita del reddito, dell'occupazione, e così via) che debba essere perseguito nei prossimi anni. Ci si limita a parlare genericamente di rigore o di riforme, che in realtà sono strumenti e non obiettivi.

Inoltre - e anche questo aspetto richiederebbe un approfondimento analitico ed una risposta politica - è mancata una riflessione sulla necessità di tornare a concepire il mercato come un vero e proprio "bene pubblico", regolamentato nel pubblico interesse, dove domanda e offerta si incontrano perché anzitutto li si concentrano. Negli

8. Si noti che di "esuberanza irrazionale" scriveva Shiller nel 2000, essendo stata coniata quella espressione da Greenspan nel 1996; mentre il *reach-for-yield* era ben spiegato da Rajan (2006)

9. Vedi in merito, Stein (2013)

10. Dove è sempre più *multinazionale* ciò che una volta era *internazionale*. Vedi Baldwin (2012)

11. Vedi *Rapporto Delors* (1989, par. 12)

anni '90, era potuto sembrare che avesse vinto quello che Tommaso Padoa Schioppa chiamava il “fondamentalismo di mercato”, cioè l'idea che il mercato (in particolare quello finanziario) avesse sempre ragione. Solo con la crisi abbiamo scoperto che si pensava che il mercato avesse ragione... anche quando non c'era!

CRESCITA E FINANZA

Nella teoria tradizionale - ben riassunta da Keynes (1930), quando ci parla delle opportunità economiche dei nostri nipoti, cioè di due generazioni successive - la crescita è spiegata da *progresso tecnologico* e da *accumulazione di capitale*¹². Ottant'anni dopo, la “moderna teoria della crescita” ha reso endogeno il progresso tecnico (come è prodotto da attività di R&D); e vi ha aggiunto molti altri aspetti importanti, a cominciare dal ruolo del capitale umano (e quindi dell'educazione), anche in termini di figura dell'imprenditore (*à la Schumpeter*). Ha inoltre sottolineato l'importanza delle pressioni competitive, che giustificano l'esistenza del profitto a spese della rendita; ma anche il ruolo delle esternalità che derivano dalla qualità delle istituzioni e dalle funzioni strategiche svolte dallo Stato. Si deve in proposito approfondire tre aspetti: anzitutto, cosa sappiamo in generale sul rapporto tra crescita e finanza; in secondo luogo, cosa ne deriva per il caso dell'Italia; infine, quali priorità possiamo dedurre per l'ammodernamento del nostro sistema finanziario.

Per quanto riguarda il primo aspetto, si possono utilmente confrontare due rassegne in tema di

rapporti tra *finanza e crescita*, realizzate in base a ricerche che precedono e seguono la crisi. Nel lavoro di Driffill (2003) la conclusione è che la connessione, che pure c'è, può essere in realtà in ambedue le direzioni: solo nel breve periodo, la finanza favorisce la crescita, nel lungo periodo dominano i fattori reali come la maggior produttività da rendimenti crescenti, e così via. Nel lavoro della BIS (vedi Cecchetti - Kharroubi, 2012), la crescita della finanza è certamente utile nelle prime fasi dello sviluppo (come è tipico dei paesi emergenti), ma si trova un effetto-soglia negativo nelle economie avanzate: oltre certi livelli, l'ulteriore crescita dell'attività finanziaria non stimola la crescita della produttività e quindi lo sviluppo economico, anzi: è vero il contrario! Tesi questa cui la stessa BRI¹³ ha appena aggiunto, come ulteriore controprova, la verifica della relazione tra il *deleveraging* che segue una crisi finanziaria e il successivo ritmo della ripresa economica. Anche in questo caso, non c'è una relazione univoca, ma vi sono casi di *creditless recovery*, soprattutto quando la crisi finanziaria era stata preceduta da un boom del credito.

Possiamo così esprimere una prima conclusione. Mancando una “teoria generale” di riferimento, è necessario valutare con più cura la realtà del nostro paese, recente e prevedibile per i prossimi anni.

In proposito, cosa sappiamo - ormai da molti anni - sulla mancata crescita dell'economia italiana? L'istituzione che più di ogni altra ha studiato questo problema, è stata la Banca d'Italia. Già nel 2003, Ignazio Visco¹⁴ sottolineava, e provava a spiegare,

12. Keynes (1930)

13. Vedi Takáts - Upper (2013)

14. Che a dire il vero, era in quel momento (vedi Visco, 2003) all'OCSE; ma che del declino dell'economia italiana s'è occupato come Servizio Studi della Banca d'Italia sia prima sia dopo



il “forte rallentamento della nostra economia” degli anni novanta. Questa analisi veniva sottolineata con forza e meglio precisata negli anni 2006-2011, con la presenza di Mario Draghi al vertice della Banca d'Italia. Nelle sue prime Considerazioni Finali, lette il 31 maggio 2006, il passaggio più significativo è chiarissimo (pag. 7): “Dalla metà degli anni novanta... la produttività totale dei fattori si è ridotta, caso unico fra i paesi industrializzati”. Le 18 pagine di quelle CF sono organizzate in due parti: la prima è intitolata “Tornare alla crescita”; la seconda è intitolata “Una finanza per lo sviluppo”. E le due cose sono ovviamente collegate: la mancata crescita (della produttività prima ancora che del prodotto e della spesa) è largamente attribuita a ciò che ci accomuna, e quindi anzitutto al rispetto delle regole di una buona economia di mercato (soprattutto concorrenza per tutto ciò che è privato; soprattutto efficienza per tutto ciò che è pubblico). Questa diagnosi è confermata, cinque anni dopo, nelle CF lette il 31 maggio 2011, con una significativa maggior enfasi sugli aspetti

che ci accomunano: dall'istruzione alla giustizia civile, dai servizi di pubblica utilità alla dotazione di infrastrutture. E a ben guardare, ciò assomiglia molto alle conclusioni di Visco di 10 anni fa (Visco 2003, pag. 162), quando sottolineava le condizioni da soddisfare “per rendere duratura la ripresa dell'economia italiana”: per inciso, non è proprio questa l'odierna priorità, viste le riflessioni cui ci induce la nostra prossima ripresa? Quando nel 2003 Visco parlava di come aumentare il potenziale di crescita della nostra economia, proponeva da un lato di rimuovere i limiti alla concorrenza, e ridurre sprechi ed inefficienza nel settore pubblico; e dall'altro politiche volte a sostenere una decisa accumulazione di capitale (fisico, umano e di conoscenze). Dieci anni dopo, il problema è sempre lo stesso, solo reso più grave della crisi e più complicato da gestire, in presenza di una strutturale contrazione del sistema bancario.

In altre parole, ancora più urgente è la necessità di affrontare in modo radicale il tema già sviluppato

nel 2006, quello di una “una finanza per lo sviluppo”, che presenti tre principali dimensioni:

- 1) il finanziamento delle imprese;
- 2) la crescita del ruolo, oltre che della dimensione, degli investitori istituzionali;
- 3) la regolamentazione dei mercati.

Anche in questo caso, possiamo osservare tre cose: quei tre aspetti sono ovviamente collegati; la situazione odierna è più grave di quella di 7 anni fa; e bisogna ancora riflettere su cosa, in merito, abbiamo solo “ripassato” o imparato di nuovo dalla crisi in corso.

Per quanto riguarda la crescita, merita ancora sottolineare - in estrema sintesi - il messaggio principale che ci viene da questa crisi, come da altre che l’hanno preceduta: la finanza dovrebbe servire l’economia, e non viceversa. Così per il ruolo... dello Stato, che dovrebbe servire la società, e non viceversa. Di qui la riflessione - particolarmente appropriata - di Aghion (2012) sulla necessità (per l’Europa, ma ciò vale a maggior ragione per l’Italia) di un “ruolo strategico” dello Stato, che scelga anzitutto le necessarie riforme da attuare ed i settori nei quali concentrare gli opportuni investimenti.

Nel nostro caso, le scelte da realizzare sono da vent’anni condizionate da obiettivi e vincoli che ben conosciamo: siamo parte di una Unione economica e monetaria, ancora tutta da realizzare. Non avendo più un nostro tasso di cambio ed una nostra politica monetaria che ci consentano di correggere eventuali errori, urgono (da vent’anni) quelle riforme

e quelle scelte che comunque realizzano i *benefici* (e non solo i *costi*) dell’Euro, e quindi producono più crescita. Senza inventarci strani alibi, come quello a volte ripetuto, che se l’Unione fosse già completa (come avviene nel caso degli Stati Uniti) i trasferimenti interni (e connessi eventuali salvataggi) diventerebbero certi: Washington non ha il compito di salvare un singolo Stato, e la Fed di Bernanke non ha evitato il fallimento di Detroit¹⁵.

IL RUOLO DI INVESTITORI ISTITUZIONALI COME LE ASSICURAZIONI

Passiamo ora ad esaminare come si possa applicare un po’ dei risultati finora ottenuti al problema principale che si vuole qui affrontare, cioè il “nuovo ruolo delle assicurazioni perché l’economia possa tornare a crescere”.

Dobbiamo anzitutto assumere che la gestione della crisi dell’Eurozona continui ad essere efficace, cioè che il *whatever it takes to preserve the Euro*¹⁶ ne eviti il dissolvimento. In altre parole, che il ruolo di *Lender of last resort* della BCE continui ad operare sia nei confronti delle banche (dove eventuali *bank runs* farebbero diventare insolventi anche banche che erano solo illiquide) sia nei confronti dei mercati (dove eventuali crisi di fiducia - e conseguente pessimistica aumentata preferenza per la liquidità - priverebbero dell’accesso al mercato anche debitori sovrani altrimenti solventi). In altre parole, il tema non è quello di evitare il peggio, ma è semmai quello di meritare il meglio.

Da questo punto di vista, è bene riflettere

15. Per inciso, la notizia che vista l’istanza di fallimento presentata dalla città di Detroit il 18 luglio scorso, era plausibile la vendita (affidata a Christie’s) delle collezioni del Detroit *Institute of Arts* (stimate 4 miliardi di dollari) ha fatto riapparire normale la richiesta a suo tempo presentata da politici della Finlandia che i prestiti alla Grecia fossero garantiti da ipoteca sul Partenone e analoghi tesori archeologici greci!

16. Nota bene: “*preserve*” non è “*salvare*”, e l’Euro non è l’Eurozona con tutti i suoi attuali membri. In altre parole, quella dichiarazione del Presidente della BCE è molto ben pensata: chi potrebbe porre in dubbio che il primo, indiscutibile, dovere della BCE sia quello di garantire la sua stessa esistenza?

soprattutto su due aspetti. Da un lato, cosa sia necessario fare affinché si inizi presto a realizzare quanto auspicato da Draghi già 7 anni fa, cioè la valorizzazione del compito degli investitori istituzionali; dall’altro lato, come ciò possa utilmente coinvolgere anche le assicurazioni.

A ben guardare la crisi - prima reale, poi finanziaria, e oggi con ambedue quelle caratteristiche - ci ha ricordato che se, da un lato, le scelte di portafoglio molto “prudenti” dei nostri fondi pensione e delle nostre assicurazioni non li avevano esonerati dal registrare comunque un peggioramento del loro mix rendimento-rischio quando sono stati anch’essi colpiti da un rischio-Euro, dall’altro lato, è anche vero che la crisi ci ricorda la sistematica sottovalutazione del rischio che a volte fanno anche gli investitori più professionali. Non a caso, Cipolla (1995) ricorda che per cinque volte in 70 anni (dal 1557 al 1627) i banchieri genovesi hanno subito i *default* del Tesoro spagnolo.

Non possiamo quindi limitarci ad auspicare che gli investitori istituzionali finanzino la crescita, se non valutiamo in modo appropriato come ciò possa essere realizzato senza mutare la loro *necessaria* avversione al rischio. In proposito, ci aiutano le riflessioni prima svolte sulle nostre riforme e politiche per la crescita. Come Aghion (2012) ben sottolinea, la crescita è data sia dal “raggiungimento della frontiera” (*catch up*) sia da “innovazione della frontiera”. La seconda, come ogni attività davvero innovativa, è anche più rischiosa, e quindi di norma la associamo - come

finanziamento - a “capitale di rischio”, utilizzando intermediari e investitori appropriati.

Nel nostro caso, il primo aspetto sarà nei prossimi anni prevalente. Possiamo cioè ritenere necessario che dal governo venga la scelta strategica di definire come prioritari tre settori come: l’esportazione; l’educazione, per quanto riguarda il capitale umano; e l’efficienza (e i necessari investimenti) nel caso dei servizi pubblici, che servono appunto a rendere “attraente” un territorio. Le motivazioni di queste tre scelte si ritrovano in tutta la letteratura relativa alla “moderna teoria della crescita” (come nel più volte citato Aghion, 2012), ma anche nella storia recente e passata del nostro paese. Che la crescita dell’Italia potesse solo essere *export led* (cioè con una industria orientata a “servire il mondo”) già lo sapevamo nel Rinascimento (e ben lo sottolinea Cipolla 1995). E che buone *scuole* e buoni *servizi pubblici* fossero essenziali per crescere, l’abbiamo confermato in ciascun periodo di crescita degli ultimi due secoli, e questi due fattori non sono certo meno importanti oggi, a maggior ragione se vogliamo tornare ad essere “attraenti”, anche nei confronti degli investimenti esteri.

Questo è dunque il primo aspetto da considerare per rendere utile e possibile il necessario maggior impegno degli investitori istituzionali - e in particolare delle assicurazioni - nel finanziamento della crescita. C’è poi un ulteriore aspetto altrettanto importante da considerare, e finora completamente trascurato.

Il recente dibattito indotto dal diffuso razionamento

17. La crisi dell’Eurozona è stata comprensibilmente attribuita a due veri e propri “momenti di verità”: il primo si è verificato il 29 settembre 2009, quando la Commissione Barroso ha ufficialmente proposto che i due parametri di Maastricht (3% del PIL il deficit pubblico e 60% del PIL il debito pubblico) tornassero ad essere rispettati, nel giro di 20 anni. I mercati finanziari hanno cominciato a domandarsi quali dei paesi-membri sarebbero stati in grado di farlo e i loro *spreads* (inizialmente soprattutto per la Grecia) hanno iniziato ad ampliarsi. Il secondo episodio è il cosiddetto accordo raggiunto a Deauville tra il Presidente Sarkozy e la Cancelliera Merkel il 18 ottobre 2010 sulla partecipazione dei creditori privati al costo dei futuri salvataggi. Anche in questo caso, ciò si è poi riflesso in aumentati *spreads* (in particolare per Irlanda e Portogallo)

del credito bancario che ha caratterizzato un difficilissimo semestre che è seguito alla scomparsa di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e che si è ripetuto nei paesi in crisi della periferia dell'Eurozona, dal 2010 in poi¹⁷, ha portato a proporre rimedi basati sulla crescita di intermediari e strumenti finanziari alternativi a quelli rappresentati dal credito bancario¹⁸. Questa soluzione, comprensibile e giustificata in sé, non dovrebbe indurci a sottovalutare le esigenze che gli investitori istituzionali possano continuamente rivedere le loro strategie di portafoglio senza sopportare eccessivi costi (o rischi) di illiquidità. Dobbiamo perciò evitare il pericolo che si ricrei la situazione che già abbiamo visto crescere pericolosamente in anni passati, quando era sembrato che cartolarizzazione di crediti, titoli negoziabili, e relativi mercati fossero altrettanti sinonimi. In altre parole, non dovremmo illuderci che i mercati esistano in natura o nascano semplicemente perché convergono ai... mercanti.

Più in generale, proviamo a riflettere sulla miglior definizione, anche in Italia, di una strategia volta ad aumentare le risorse finanziarie a medio-lungo termine destinate all'economia. Dovendo sempre ricordare che nel nostro caso è maggiore sia il peso del credito bancario sul totale del credito, sia il ruolo delle piccole e medie imprese sul totale dell'attività produttiva, sia la dimensione delle assicurazioni sul totale degli investitori istituzionali. Per ciascuno di questi tre aspetti, e per il loro complesso, è essenziale tener conto - con gli eventuali necessari adattamenti - di ciò che è stato

proposto e di quanto si è già fatto in questi anni negli altri paesi europei. È infatti di un problema di sistema (o "strutturale" - come è oggi di moda dire) che ci dobbiamo occupare; e che presenta evidenti "esternalità" (cioè la soluzione corretta per ciascuno dipende dalle regole che riguardano tutti, e quindi anche dagli altrui comportamenti). Proprio per questo vale il principio dell'"emulazione": dovremmo imparare dalle *best practice* altrui, perché è con queste che dobbiamo confrontarci, per riuscire a crescere.

Un rapido esame delle *best practice* nell'affrontare questi problemi porta a due risultati:

- 1) siamo in ritardo rispetto a quanto altri paesi stanno già facendo;
- 2) dall'altrui esperienza, alcuni strumenti risultano preferibili ad altri.

Quest'ultimo aspetto, è già emerso nel caso del Regno Unito - dove abbiamo avuto sia un interessante Rapporto (pubblicato nel marzo del 2012) sulla necessaria crescita dei finanziamenti alle piccole e medie imprese - alternativi a quelli forniti dall'insufficiente credito bancario¹⁹, sia una politica monetaria-credizia volutamente diretta a ridurre il razionamento del credito attuato da parte delle banche²⁰.

Se confrontiamo l'esperienza inglese, pur con i suoi limiti, con il poco o niente fatto da noi e vi aggiungiamo il fatto che per le tre cose prima notate, la maggior importanza delle PMI, la loro maggior dipendenza dalle banche, e il nostro

18. Per un'analisi in merito, vedi A. Baglioni - F. De Novellis - G. Stigliani - G. Vaciago (2013)

19. Vedi Department for Business, *Innovation & Skills, Boosting Finance Options for Business, Report of industry-led working group on alternative debt markets*, HM Treasury, Londra, marzo 2012

20. È il cosiddetto *Funding for Lending Scheme* grazie al quale (dal luglio 2012, e con un potenziamento poi deciso nel 2013) la Bank of England dà liquidità, a tassi agevolati, a banche e building societies che aumentano i loro impieghi all'economia

maggior razionamento del credito, la questione è da noi più grave, ci rendiamo conto di quanto siamo in ritardo nel reagire alla crisi in corso.

I tentativi inglesi - che hanno visto uniti Tesoro e Bank of England - per ridurre il razionamento del credito bancario, hanno avuto meno successo del previsto. Si è quindi confermata la diagnosi, poi fatta propria anche da Bruxelles²¹ che occorresse meglio organizzare il finanziamento all'attività produttiva realizzato accanto al credito bancario, e direttamente coinvolgente gli investitori istituzionali. Diagnosi che già era stata anticipata dal Governo francese e fatta propria da operatori delle assicurazioni francesi. Anche da questa esperienza possiamo imparare. Chi legge il rapporto al Primo Ministro francese²² significativamente intitolato: *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité*, trova molti temi ben noti in Italia, ma trova anzitutto un approccio pragmatico che non è quello da tanti in teoria auspicato delle riforme generali, bensì quello ragionevole delle cose concrete che si possono fare in quattro-cinque anni, per riorientare all'attività produttiva, e al sostegno dell'innovazione, in particolare delle PMI, qualcosa come 100 miliardi di Euro, favorendo l'impiego diretto da parte dei risparmiatori e soprattutto l'apporto di fondi da parte delle assicurazioni vita.

Che ciò sia in linea di principio considerato in modo favorevole dagli operatori interessati, è evidente. Il problema, come spesso in questi casi - l'abbiamo

già visto in Francia e lo stiamo vedendo in Italia - è quello di verificare la coerenza delle diverse condizioni - in particolare, di regole prudenziali e fiscali. Basta confrontare²³ il rapporto *Funding the future* di "Insurance Europe" (giugno 2013) con la Relazione del Presidente all'Assemblea dell'ANIA (2 luglio 2013) per ritrovare un'evidente sintonia su due aspetti comuni al settore, un po' in tutta Europa:

- 1) la dipendenza dalla regolamentazione prudenziale (in particolare, i requisiti patrimoniali di cui si sta discutendo);
- 2) le conseguenze del regime fiscale.

Da questi due insiemi di regole dipende in generale la possibilità, per le assicurazioni, di contribuire al finanziamento dell'attività economica. Nel caso dell'Italia, due ulteriori fattori sono stati menzionati: l'esistenza di un'adeguata gamma di strumenti finanziari idonei a tal fine; e l'intervento di istituti specializzati nel costruire portafogli adeguati alle logiche di portafoglio delle assicurazioni.

A dire il vero, la situazione di questi primi mesi del 2013 sembra indicare che nel caso dell'Italia c'è già un po' di *interesse-innovativo* da parte degli operatori. Potrebbe essercene di più, se da parte delle autorità competenti si procedesse a meglio chiarire e, ove necessario completare, l'ambito delle normative e della regolamentazione (vigilanza compresa).

21. Vedi il Libro Verde *Long-term financing of the European Economy*, che la Commissione UE ha pubblicato il 25 marzo 2013

22. Ne sono autori due deputati, Karine Berger e Dominique Lefebvre, ed è stato scritto in 6 mesi (richiesto il 9 ottobre 2012, e pubblicato il 2 aprile 2013), utilizzando molto materiale già pubblicato, e coinvolgendo molti operatori, finanziari e non, di quel paese

23. *Funding the future: Insurers' role as institutional investors*, Insurance Europe; e Relazione del Presidente all'Assemblea Annuale ANIA

CONCLUSIONI

La crescita economica in Europa si è ridotta, ormai da anni, in singolare coincidenza con l'avvio dell'Euro; la divergenza reale all'interno dell'Eurozona si è però accresciuta; e la performance dell'economia italiana è stata tra le peggiori. Per ciascuno di questi aspetti, c'è molto da fare. Ci siamo limitati, in questa breve e sintetica analisi, a valutare cosa servirebbe fare per valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali, con particolare riferimento alle assicurazioni. Certamente dovremmo dare priorità a quanto già nel 2006 la Banca d'Italia riteneva necessario: "una finanza per lo sviluppo", l'urgenza viene dalla inevitabile - allora non prevista - contrazione del credito bancario, destinata a proseguire nei prossimi anni, anche in un auspicabile contesto di minor rischio-Euro.

A tal fine, non basta il processo già iniziato di "invenzione" di nuovi strumenti finanziari - complementari o alternativi a quelli rappresentati dal credito bancario. Servono ancora scelte strategiche di politica economica e scelte regolamentari favorevoli alla crescita di "veri" mercati, con tutte le caratteristiche di informazione, trasparenza, e così via, che da sempre gli economisti ritengono caratterizzare mercati efficienti, la cui liquidità può quindi essere sempre assicurata dalla Banca centrale.

È soprattutto necessario sottolineare, in conclusione, che il compito è particolarmente importante, impegnativo e niente affatto facile. È necessario perché la situazione del paese, assoluta e ancor più relativa, continua ad aggravarsi. Il Governatore della Banca d'Italia ci

ha appena ricordato (Visco, 2013, p. 3) che - anche a causa della crisi - la "divergenza" all'interno della Unione economica e monetaria europea è molto aumentata: "misurate sulla base dei costi unitari del lavoro nell'intera economia, le perdite di competitività registrate tra il 1999 e il 2008 nei paesi più colpiti dalla crisi vanno dai circa 9 punti percentuali della Grecia e del Portogallo ai 12 dell'Italia e ai 19 della Spagna, fino ai 37 dell'Irlanda. Considerando la sola industria manifatturiera e gli indicatori di competitività basati sui prezzi della produzione, le perdite di competitività vanno dai 7 punti percentuali dell'Italia ai 22 del Portogallo (14 per la Spagna, 16 per l'Irlanda e 18 per la Grecia)."²⁴

D'altra parte, anche negli accordi tra le parti sociali²⁵, è comparsa la richiesta di "una nuova finanza per lo sviluppo", per favorire una maggiore capitalizzazione delle imprese e il rilancio degli investimenti produttivi, attraverso:

- il rafforzamento dei meccanismi di detassazione degli utili reinvestiti, a partire dall'ACE;
- il rafforzamento dei meccanismi di sostegno all'accesso al credito da parte delle imprese;
- l'istituzione di un nuovo fondo per la ristrutturazione industriale, con la partecipazione della CDP e di altre istituzioni finanziarie, per la realizzazione di interventi temporanei nel capitale di rischio di imprese in difficoltà, ma con "potenzialità di sviluppo".

Ricordato tutto ciò, bisogna però ancora cercare di imparare dalle altrui migliori esperienze, in particolare dall'esperienza francese, sia come impegni politici sia come iniziative degli operatori, e dalla evoluzione di quella francese.

24. I. Visco, La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea, 1 settembre 2013

25. Confindustria, Cgil, Cisl, Uil, Una legge di stabilità per l'occupazione e la crescita, Genova, 2 settembre 2013

Bibliografia

- P. Aghion, *Growth Policy and the State. Implications for the Design of a European Growth Package*, giugno 2012.
- Assemblea Annuale ANIA, Relazione del Presidente Aldo Minucci, Roma, 2 luglio 2013.
- A. Baglioni - F. De Novellis - G. Stigliani - G. Vaciago, *Una finanza per la crescita*, ref. ricerche, giugno 2013.
- R. Baldwin, *WTO 2.0: Global governance of supply-chain trade*, CEPR, dicembre 2012.
- Banca dei Regolamenti Internazionali, *83° Relazione Annuale*, Basilea, giugno 2013.
- BCE, *10° Anniversario della BCE*, giugno 2008.
- BCE, *Bollettino mensile*, marzo 2013.
- K. Berger - D. Lefebvre, *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité*, 2 aprile 2013.
- B. S. Bernanke, *The Great Moderation*, febbraio 2004.
- *Boosting Finance Options for Business, Report of industry-led working group on alternative debt markets*, HM Treasury, Londra, marzo 2012.
- C. Borio - P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, Bank for International Settlements, wp 114, luglio 2002.
- C. Borio, *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, Bank for International Settlements, wp 353, settembre 2011.
- S. G. Cecchetti - M. S. Mohanty - F. Zampolli, *The real effects of debt*, Bank for International Settlements, wp 352, settembre 2011.
- S. G. Cecchetti - E. Kharroubi, *Reassessing the impact of finance on growth*, Bank for International Settlements, wp 381, luglio 2012.
- C. M. Cipolla, *I decenni del declino (1620 - 80), in Storia facile dell'economia italiana dal Medioevo a oggi*, Mondadori, Milano, 1995.
- Confindustria, Cgil, Cisl, Uil, *Una legge di stabilità per l'occupazione e la crescita*, Genova, 2 settembre 2013.

- J. Driffill, *Growth and Finance*, "The Manchester School", luglio 2003.
- *Funding the future: Insurers' role as institutional investors*, Insurance Europe, giugno 2013.
- J. M. Keynes, *Economic Possibilities for our Grandchildren*, giugno 1930.
- *Long-term financing of the European Economy*, Commissione Europea, Bruxelles, 25 marzo 2013.
- R. G. Rajan, *Has Finance Made the World Riskier?*, "European Financial Management", settembre 2006.
- C. M. Reinhart - K. S. Rogoff, *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore, Milano, 2010.
- *Rapporto Delors (1989)*, cioè *Report on economic and monetary union in the European Community*, (presentato il 17 aprile 1989).
- R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 1st Edition, Princeton University Press, 2000; 2nd Edition, Princeton University Press, 2005.
- J. C. Stein, *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, Board of Governors of the Federal Reserve System, febbraio 2013.
- E. Takáts - C. Upper, *Credit and growth after financial crises*, Bank for International Settlements, wp 416, luglio 2013.
- A. Terzi - G. Vaciago, *Euro, Banche e Struttura Finanziaria*, Società Italiana degli Economisti, ottobre 1999, pubblicato in P. Alessandrini, a cura di, *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, il Mulino, Bologna, 2001.
- G. Vaciago - G. Verga (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, il Mulino, Bologna, 1995.
- I. Visco, *È veramente in declino l'economia italiana?*, "Aspenia", n. 21, 2003.
- I. Visco, *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*, Ventotene, 1 settembre 2013.

5. FUNDING THE FUTURE: IL RUOLO DELLE ASSICURAZIONI COME INVESTITORI ISTITUZIONALI

SINTESI DELLO STUDIO INSURANCE EUROPE/OLIVER WYMAN, GIUGNO 2013

Olav Jones, Vice Direttore Generale, e Cristina Mihai, Investments Policy Advisor, Insurance Europe*

Negli ultimi anni Insurance Europe, federazione europea di assicurazione e riassicurazione, ha sottolineato l'importante ruolo che le assicurazioni svolgono come investitori di lungo periodo nell'economia e ha sollevato una serie di riflessioni sulla misura in cui lo sviluppo normativo può sostenere o ostacolare questa funzione. Oggi l'eco di questi temi arriva non solo dall'Europa, ma anche da altre parti del mondo. La rilevanza di tale questione ha indotto Insurance Europe a produrre - in collaborazione con Oliver Wyman - un report sul ruolo degli assicuratori come investitori istituzionali. Intitolato "Funding the future", il report è stato pubblicato nel giugno 2013.

Oltre a spiegare i fattori che guidano e danno forma alle decisioni di investimento delle assicurazioni, il report evidenzia la significativa interazione che esiste tra questioni relative agli investimenti e altri sviluppi normativi, come Solvency II, le modifiche fiscali e gli sforzi volti a contrastare il rischio sistemico.

L'AGENDA EUROPEA SI FOCALIZZA SUL FINANZIAMENTO DI LUNGO TERMINE

L'iniziativa della Commissione Europea "Europa 2020" cerca di individuare una strategia *smart* e sostenibile che dia vita ad un'economia competitiva con un maggiore tasso di occupazione¹. Per agevolare questa strategia, il sistema finanziario deve lavorare in maniera

efficiente per mettere insieme le necessità di risparmio di lungo periodo delle famiglie e quelle di finanziamento a lungo termine dei governi e del business. I *policy maker* e i commentatori guardano al settore finanziario perché aumenti i prestiti e stimoli la ripresa economica.

In questi anni abbiamo attraversato una crisi finanziaria. Di conseguenza, i legislatori stanno introducendo nuove regole volte a rendere le istituzioni finanziarie più sicure, a fronte di un inevitabile aumento del costo dei finanziamenti. Queste sfide sono ampiamente riconosciute. Ad esempio, nel marzo 2013 la Commissione Europea ha pubblicato il **Libro Verde sul finanziamento di lungo periodo** per lanciare a livello europeo il dibattito sulla capacità del sistema finanziario di incanalare i risparmi verso gli investimenti di lungo termine. Il documento prende in considerazione il ruolo degli intermediari (come le banche, le assicurazioni e i fondi pensione) e dei mercati finanziari nel promuovere l'offerta di finanziamenti a lungo termine e si focalizza su come migliorare e diversificare il sistema dell'intermediazione finanziaria per gli investimenti di lungo termine in Europa.

È fondamentale che siano riconosciute le **caratteristiche distinte del business assicurativo** e il ruolo che gli assicuratori svolgono nei mercati dei capitali. Attraverso

Per via del loro modello di business, che prevede l'investimento dei premi degli assicurati, gli assicuratori sono una fonte ideale di finanziamento a lungo termine



* © Insurance Europe aisbl, Oliver Wyman, 2013 "Funding the future: Insurers' role as institutional investors" è disponibile in PDF o e-book sul sito di Insurance Europe, www.insuranceeurope.eu/publications-web

1. http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

il loro modello di business, che prevede l'investimento dei premi degli assicurati (fino alla fase di sinistro o di liquidazione della polizza), gli assicuratori costituiscono una **fonte ideale di finanziamento a lungo termine** di cui l'economia europea ha molto bisogno. Tuttavia, gli assicuratori temono che alcune politiche possano ridurre il flusso di premi disponibili e creare disincentivi all'investimento di lungo periodo. Tali preoccupazioni emergono in svariate aree di intervento, quali la regolamentazione prudenziale, la tassazione, le regolamentazioni dei derivati e le politiche macroeconomiche.

LE ASSICURAZIONI SONO IL PIÙ GRANDE INVESTITORE ISTITUZIONALE D'EUROPA

Gli assicuratori si occupano di fornire protezione dai rischi. In cambio dei premi, promettono di ricompensare chi detiene una polizza qualora si verificano eventi imprevisti, quali il furto dell'auto, l'incendio dell'abitazione o il decesso prematuro del proprio coniuge. L'assicurazione promuove l'attività economica fornendo ai detentori di polizze la copertura dai rischi e la sicurezza implicita di poter fare investimenti o avviare un business che potrebbero altrimenti considerare eccessivamente rischioso.

Gli assicuratori sono inoltre importanti fornitori di risparmi di lungo periodo e prodotti previdenziali che - in genere in combinazione con protezione sulla vita o dai rischi legati alla longevità - consentono alle persone di avere un'entrata economica al momento del pensionamento. Questi prodotti stanno acquisendo un'importanza crescente dal momento in cui i sistemi previdenziali pubblici sono messi a dura prova dall'invecchiamento della popolazione.

Gli assicuratori devono investire i premi che

raccolgono dai detentori di polizze per pagare le richieste di risarcimento sui sinistri e i benefici sulle polizze e per coprire i propri costi operativi e capitali. In alcuni casi, specialmente per prodotti di assicurazione sulla vita e previdenziali, possono passare diversi anni tra la raccolta dei premi da parte degli assicuratori e il pagamento delle relative richieste di liquidazione. Il ritorno sugli investimenti, pertanto, rappresenta una componente centrale dei prodotti assicurativi.

In conseguenza della loro funzione primaria nel fornire protezione e prodotti di risparmio a lungo termine e previdenziali, gli assicuratori giocano un ruolo significativo come investitori istituzionali. **Nel 2012 gli assicuratori europei hanno gestito € 8.500 miliardi di asset².**

L'ampio flusso in entrata di nuovi premi e l'accumulazione di risorse a copertura dei prodotti a lungo termine degli assicuratori, hanno fatto dell'industria assicurativa il più grande investitore d'Europa, con la gestione nel 2011 di oltre il 50% degli asset istituzionali europei (figura 1).

COME INVESTONO GLI ASSICURATORI

La strategia di investimento di una compagnia assicurativa è generalmente guidata da tre variabili principali:

- il **profilo delle passività** (*liabilities*);
- l'**universo degli attivi e i profili associati di ritorno sul rischio**;
- le **condizioni di contesto** create dalle decisioni normative.

Le strategie di investimento degli assicuratori sono innanzitutto determinate dalla durata e dalla prevedibilità delle proprie passività. La durata stabilisce l'orizzonte temporale all'interno

FIGURA 1. GLI ASSICURATORI SONO I PIÙ GRANDI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN EUROPA

Asset under management - € 15.100 mld al 31 dicembre 2011

Compagnie assicurative	€ 7.700 mld (51%)
Fondi pensione	€ 3.700 mld (24%)
Fondi sovrani	€ 500 mld (4%)
Enti e Fondazioni	€ 300 mld (2%)
Fondi comuni di investimento	€ 1.700 mld (11%)
Patrimoni individuali	€ 1.200 mld (8%)

Fonti: OECD; IMF; EFAMA; Insurance Europe; Philanthropy in Europe; Foundation Center; ECB; FSB; Oliver Wyman analysis

del quale l'assicuratore può investire, mentre la prevedibilità (che dipende dal tipo di rischio assicurato e dalle opzioni contrattuali scelte dall'assicurato) determina la liquidità necessaria degli investimenti.

Laddove gli assicuratori forniscono prodotti con garanzie, la garanzia determina generalmente una performance minima di investimento. Gli assicuratori, pertanto, costruiranno le proprie strategie di investimento in maniera tale che i ritorni attesi superino quanto è garantito (figura 2).

Esiste un ampio spettro di asset nei quali investono le compagnie assicurative (figura 3). Le classi di asset dipendono in gran parte dalla durata e dal tipo di passività che detengono, così come dalla loro propensione al rischio. Ad esempio, **se si adotta una strategia di investimento a**

lungo periodo, è ragionevole investire in alcune classi di asset quali le infrastrutture e altri asset reali. Ciò è possibile perché una compagnia assicurativa ha passività di lungo termine quali le rendite o altri prodotti relativi alle pensioni e ai risparmi di lungo periodo.

Altre classi di asset come le *public equities* possono essere utilizzate dagli assicuratori come parte della strategia di investimento di lungo periodo, specialmente per i prodotti con un elemento di *profit-sharing*. Supponendo ragionevolmente che questi asset siano liquidi, possono anche essere adottati come parte di una strategia di breve periodo, se la natura delle passività della compagnia lo consente.

Anche la **predisposizione al rischio** di una compagnia e la sua **competenza** sulle aree

2. "Insurance Europe - Report Annuale 2012/13", giugno 2013

FIGURA 2. ILLUSTRAZIONE DI UN PRODOTTO GARANTITO A LUNGO TERMINE

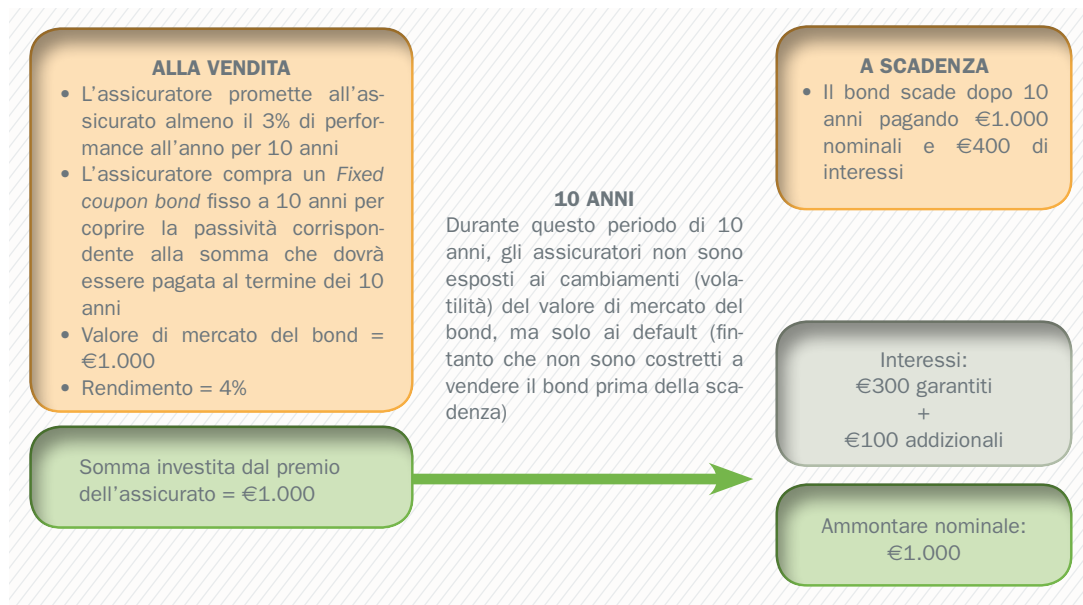
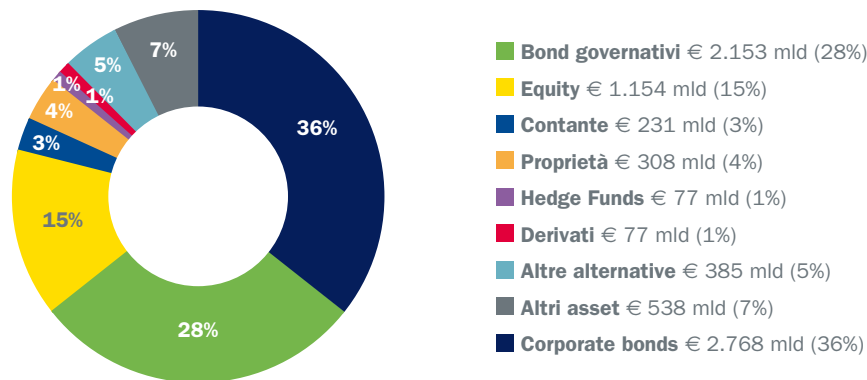


FIGURA 3. ALLOCAZIONE DEGLI ASSET DEGLI ASSICURATORI EUROPEI - FINE 2011



Fonte: Economist Intelligence Unit; Insurance Europe; Oliver Wyman analysis

di investimento influenzeranno il mix di investimenti. Ad esempio, le compagnie che intendano investire nell'energia verde potrebbero costituire un team di analisti ed esperti per esaminare il mercato e analizzare questi tipi di investimento. Variazioni nel mix di investimento fra i paesi riflettono tipicamente differenze nelle caratteristiche dei prodotti nazionali, nella regolamentazione prudenziale e dei prodotti, nelle politiche di governo e nella tassazione.

Una gamma di sviluppi normativi può creare condizioni che influenzano la capacità delle compagnie di assicurazione di continuare a fornire all'economia fondi a lungo termine. Preoccupazioni emergono principalmente in tre aree: la regolamentazione prudenziale, la tassazione e i requisiti collaterali per i derivati, così come, in generale, la politica macroeconomica.

Regolamentazione prudenziale

Una buona regolamentazione è importante per un'industria in salute e il passaggio a una regolamentazione moderna, basata sul rischio, del tipo proposto da Solvency II, è fortemente incoraggiata dall'industria assicurativa europea. **Le regole di Solvency II** specificheranno la somma di capitale che le compagnie di assicurazione dovranno conservare come cuscinetto contro le perdite nei loro asset. Ad ogni modo, al momento della pubblicazione del report "Funding the future", la versione originale di queste regole era basata sull'assunto che tutti gli assicuratori negoziano i propri asset, e non riconosceva dunque che questi hanno spesso la capacità e la volontà di **detenerli nel lungo periodo, o fino a scadenza**. Come risultato, in molti casi, i rischi che gli asset di lungo periodo presentano per gli assicuratori sono molto elevati. Di conseguenza,

la somma di capitale che gli assicuratori prudenti hanno bisogno di conservare per bilanciare quegli asset è aumentata immotivatamente. Non soltanto Solvency II aumenterà potenzialmente il costo del capitale negli investimenti di lungo periodo degli assicuratori, ma condurrà inoltre ad un'eccessiva volatilità. Ciò potrebbe causare sia la riduzione che la cattiva allocazione degli investimenti di lungo periodo, a meno che non siano introdotte adeguate misure.

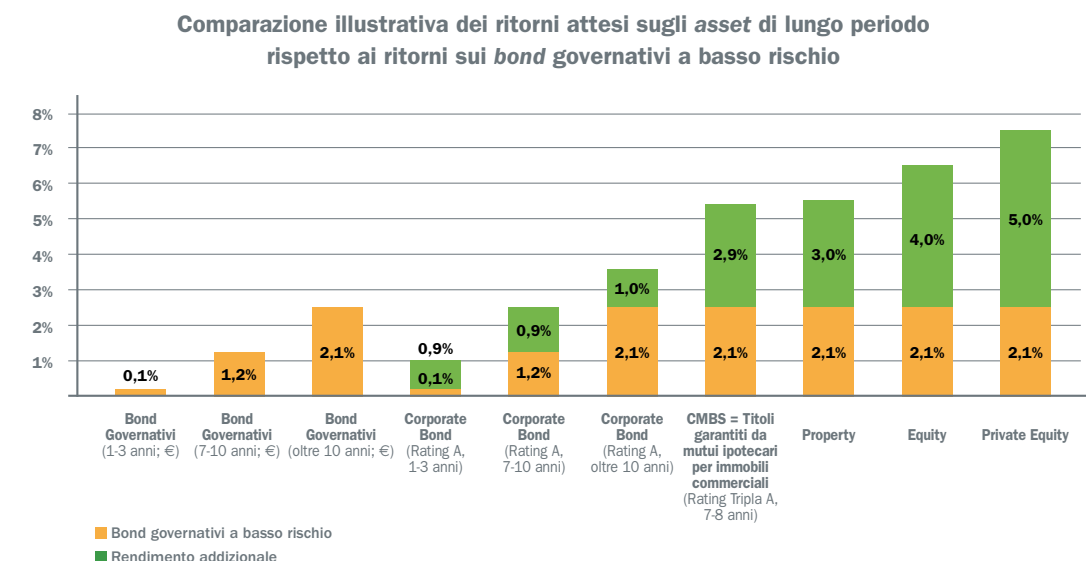
Tassazione

Il flusso di premi alle compagnie di assicurazione, e quindi ai business che necessitano di finanziamenti a lungo termine, dipende in parte dagli incentivi fiscali verso i risparmi di lungo periodo o verso i prodotti previdenziali offerti dagli assicuratori. Tuttavia, **molti governi europei stanno rispondendo ai propri problemi fiscali proprio attraverso la cancellazione di tali incentivi**. Ciò rischia di compromettere non solo la disponibilità di finanziamenti a lungo termine, ma anche di peggiorare la situazione fiscale dei governi, in quanto riduce la crescita economica e, di conseguenza, la base fiscale. In aggiunta, riduce i risparmi degli individui da destinare al proprio pensionamento.

Regole collaterali per i derivati

Nuove regole sui derivati avranno, con tutta probabilità, conseguenze sull'approccio degli assicuratori alla gestione della liquidità. Ciò li costringerà a **conservare grandi quantità di contanti in maniera sub-ottimale**, al fine di monetizzare gli asset attraverso il mercato dei pronti contro termine, o semplicemente a interrompere l'offerta di prodotti per i quali l'uso di derivati è essenziale per la gestione attività/passività.

FIGURA 4. INVESTIMENTI IN ASSET A LUNGO TERMINE DANNO ACCESSO A RENDIMENTI ADDIZIONALI



Fonti: Bank of America Merrill Lynch government index; MSCI EMU corporate bond index; JP Morgan CMBS index; Morgan Stanley; Oliver Wyman analysis

Esistono poi **ulteriori politiche che ostacolano l'investimento di lungo periodo degli assicuratori**. Ad esempio, le politiche volte a "circoscrivere" i rischi, possono impedire agli assicuratori di beneficiare dei vantaggi strutturali che il loro business presenta. Ancora, il permanere di una situazione economica a **bassi tassi di interesse**, che le banche centrali stanno incoraggiando nella recessione economica, porta ad una **diminuzione del rendimento sugli strumenti di debito a lungo termine e ad un aumento del valore delle passività degli assicuratori**.

I BENEFICI DELL'APPROCCIO ALL'INVESTIMENTO DEGLI ASSICURATORI

Le compagnie assicurative sono investitori di estremo valore per il loro ruolo di maggiori investitori istituzionali in Europa, per la natura delle proprie passività, che consente loro di essere investitori stabili e di lungo periodo, e per alcune altre caratteristiche distintive del loro business. Attraverso il loro ruolo di intermediari finanziari portano benefici direttamente a chi possiede una polizza e alla società nel suo complesso.

Come illustrato (figura 4), gli investimenti di lungo



In un clima economico complesso, il tema della regolamentazione è essenziale per aumentare la fiducia degli investitori e incoraggiare gli investimenti a lungo termine

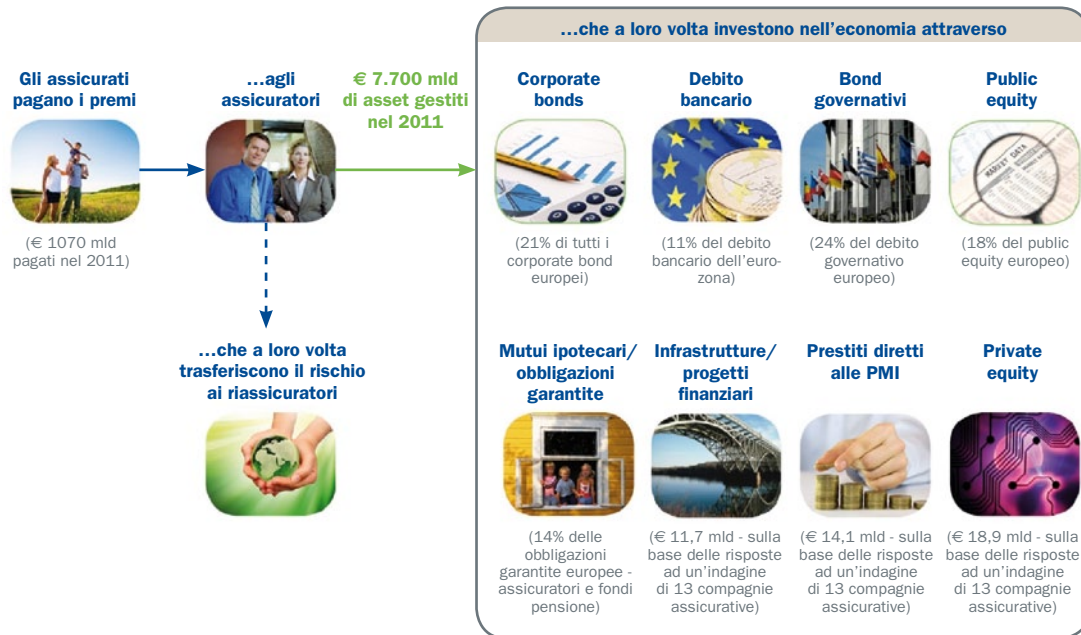
periodo consentono a chi detiene una polizza di accedere al **risk premium** e, implicitamente, ai **maggiori rendimenti** associati ad un'ampia gamma di investimenti (ad esempio credito, patrimonio e proprietà), che compensano il rischio di detenere asset a lunga scadenza.

Quando gli assicuratori detengono passività non liquide e a lungo termine, hanno la capacità di conservare asset nel lungo periodo, ottenendo così una **diversificazione dei rischi** nel tempo così come nelle classi di asset. Ciò non avviene per le banche, i cui rischi di liquidità limitano la capacità di investire a lungo termine. Inoltre, una prospettiva di illiquidità a lungo termine permette agli assicuratori di avere una grande flessibilità rispetto ai beni venduti in un determinato momento e consente loro di evitare le "vendite forzate" durante i periodi di volatilità dei prezzi. Questo offre implicitamente agli assicurati l'accesso al **risk premium** per quegli asset la cui volatilità impedirebbe a molti di loro di investire.

Gli assicuratori possiedono una **expertise nell'ambito degli investimenti** e dei servizi di informazione che i singoli investitori non possiedono. Ciò significa che gli individui possono migliorare le loro decisioni di investimento affidandole in "outsourcing" ai loro assicuratori. L'assicuratore assumerà dunque la responsabilità di decisioni di investimento accuratamente ricercate e della gestione del trade-off tra rischio e rendimento.

Abbondante letteratura accademica mostra, innanzitutto, che la maggior parte degli assicurati non desidera assumersi la responsabilità di monitorare costantemente i propri investimenti e i mercati, né di prendere regolari decisioni di investimento. In secondo luogo, in quanto investitori, gli assicurati sono spesso influenzati da pregiudizi che di frequente li portano a fare cattive scelte di investimento. In particolare, sono inclini a reagire eccessivamente alle fluttuazioni di breve termine e, di conseguenza, finiscono per

FIGURA 5. GLI INVESTIMENTI DELLE COMPAGNIE ASSICURATIVE NELL'ECONOMIA



Fonte: "Insurance companies and the financial crisis", OECD, March 2012; Bank for International Settlements; EIOPA; Eurostat; Economist Intelligence Unit; ECBC; Insurance Europe and Oliver Wyman analysis

acquistare a prezzi alti e a vendere a prezzi bassi. Al contrario, **la filosofia di investimento a lungo termine degli assicuratori** mostra che molti di questi pregiudizi possono essere superati.

Chi detiene una polizza, affidando in *outsourcing* le decisioni di investimento agli assicuratori, può anche ridurre il costo dell'investimento. Più in particolare, la messa in comune degli asset - ad esempio attraverso l'approccio del

general account utilizzato da molti assicuratori - consente di ampliare la scala più di quanto sarebbe possibile se gli investimenti fossero divisi in molti sotto-portafogli. Questo riduce il numero dei fondi e i costi di amministrazione. Infine, mettendo in comune le risorse di molti investitori, gli assicuratori danno loro accesso ad asset in cui essi non sarebbero altrimenti in grado di investire, come i *private placement* e gli investimenti *big ticket*.

Le costanti capacità e necessità degli assicuratori di investire, li rende importanti **fornitori di finanziamento stabile** per governi, imprese e, in misura minore, famiglie. Gli assicuratori, in genere, forniscono finanziamenti a lungo termine attraverso il mercato dei capitali. Questo include notevoli investimenti in *bond* governativi e *corporate*, obbligazioni garantite ed *equity* (v. figura 5). Attraverso tali investimenti, gli assicuratori svolgono un ruolo significativo nel soddisfare le necessità di finanziamento dei governi e delle imprese.

I fondi che richiedono un impegno di lungo periodo sono importanti per l'economia, in quanto consentono alle aziende e ai governi di intraprendere progetti di grandi dimensioni, che richiedono molti anni per essere completati o per diventare redditizi. Senza questo genere di impegno, il rischio concreto è che molti di questi progetti non siano sostenibili.

Gli assicuratori sono investitori di lungo termine, e in quanto tali le loro operazioni di acquisto e vendita di asset tendono ad essere anticicliche. Anche nei periodi di stress del mercato, caratterizzati da significativa volatilità, gli assicuratori hanno un flusso continuo di premi che, insieme ai prevedibili deflussi di passività, consente loro di tenere o persino acquistare asset che sono temporaneamente svalutati in caso di recessione, e di vendere o di evitare gli asset che sono temporaneamente sopravvalutati durante un boom. Gli assicuratori possono dunque svolgere un ruolo anticiclico in periodi di stress del mercato, posto che i loro investimenti siano combinati con le loro passività e che abbiano accesso a un flusso continuo di premi.

COME IL CAMBIAMENTO DEL QUADRO DI CONTESTO INFLUENZA LA CAPACITÀ DEGLI ASSICURATORI DI INVESTIRE A LUNGO TERMINE

Anche se gli assicuratori sono stati generalmente spettatori durante la crisi finanziaria, devono ora adeguarsi ad una vasta gamma di modifiche normative post-crisi. Queste condizioni quadro includono le modifiche alla regolamentazione prudenziale del settore, le regole contabili, il diritto tributario e altri fattori strutturali, tra cui la politica monetaria.

Alcuni di questi cambiamenti quadro, come ad esempio Solvency II, si applicano direttamente agli assicuratori. Altri si applicano ad altri attori del mercato finanziario, come ad esempio le banche, ma possono comunque influenzare il comportamento di investimento delle compagnie di assicurazione.

Gli obiettivi del quadro attuale e le modifiche ipotizzate sono generalmente ben accolti dal settore assicurativo. Una buona regolamentazione è importante perché il settore sia sano. Tuttavia, se le modifiche non tengono adeguatamente conto delle caratteristiche distintive del settore, possono avere un impatto negativo sugli assicurati e sull'economia in generale.

Regolamentazione prudenziale (Solvency II)

Il settore continua a sostenere gli obiettivi originari di Solvency II, ovvero:

- assicurare la tutela dei contraenti;
- promuovere la trasparenza ed elevati standard di gestione del rischio;
- armonizzare le normative;
- sostenere un settore assicurativo europeo forte ed efficiente.



Le costanti capacità e necessità di investire rende gli assicuratori importanti fonti di finanziamento stabile per governi, imprese e famiglie

Tuttavia, se lasciati inalterati, alcuni aspetti di Solvency II - come riscontrato già alla pubblicazione del rapporto *"Funding the future"* - **potrebbero influenzare negativamente le decisioni di investimento degli assicuratori.**

Solvency II definisce i requisiti patrimoniali per ciascuna classe di asset sulla base degli shock al loro valore economico. Questo incoraggia gli assicuratori ad investire esclusivamente in asset che sono ancora attraenti nel momento in cui i requisiti di capitale sono contabilizzati. Tuttavia, **l'impostazione di un livello di shock paneuropeo per ogni classe di asset pone alcune difficoltà in quanto i mercati dei capitali dei paesi europei variano spesso in modo significativo;** ad esempio, variano notevolmente i mercati immobiliari e la volatilità dei prezzi degli immobili. Classi di asset che sono generalmente incluse nelle strategie d'investimento a lungo termine - *equity*, investimenti immobiliari e *bond* a lungo termine - forniscono il più basso rendimento atteso sul capitale secondo la formula standard di Solvency II relativa al capitale iniziale. Questa analisi ignora l'impatto della volatilità del bilancio, che tende ad essere abbastanza significativa per questi specifici asset e, pertanto, crea ulteriori disincentivi.

Data la portata degli investimenti degli assicuratori, qualsiasi cambiamento nella loro *asset allocation* causata da Solvency II potrebbe avere un effetto distorsivo sui mercati finanziari e sull'economia. Se gli assicuratori devono fronteggiare un costo maggiore per lo svolgimento

di attività a lungo termine, chiederanno rendimenti più elevati o si allontaneranno da tali attività, **spingendo potenzialmente** al rialzo il costo del finanziamento per le imprese ed i governi.

Una soluzione parziale prevede che gli assicuratori utilizzino modelli interni per la stima degli shock in linea con i loro specifici ambienti di business. Tuttavia, posti i costi elevati dell'aver modelli interni approvati e del mantenerli, questa alternativa sarà possibile solo per i grandi assicuratori, costringendo invece i piccoli e medi ad utilizzare un approccio standard.

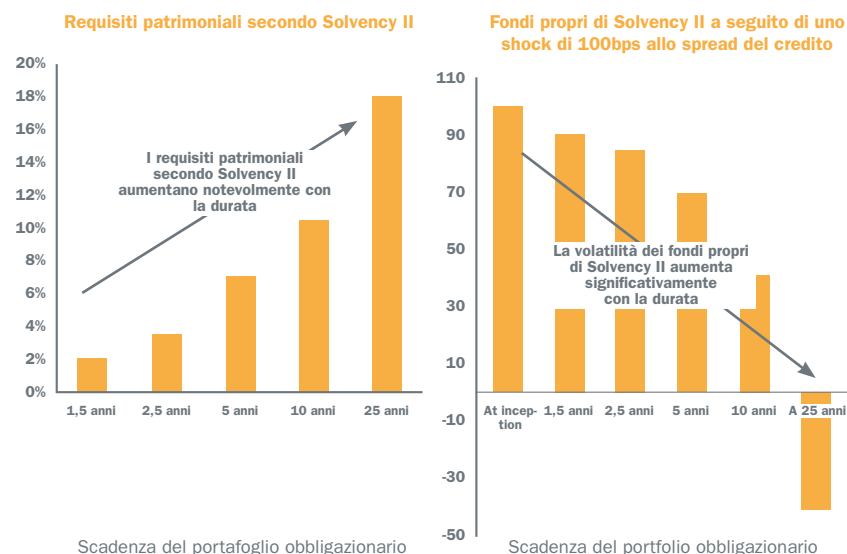
Regolatori e *polycymaker* riconoscono la necessità di rivedere le attuali calibrazioni di Solvency II per garantire che non limitino artificialmente gli investimenti a lungo termine.

Una quota significativa degli investimenti degli assicuratori consiste in asset obbligazionari e similari con valori a scadenza fissa. Laddove gli assicuratori hanno passività a lungo termine e possono tenere gli asset fino a scadenza, non sono esposti alla volatilità del valore corrente di mercato dovuto alle variazioni degli *spread* creditizi, ma solo ai *default* effettivi. Ciò risulta differente da una situazione in cui gli asset sono negoziati o potrebbero dover essere venduti in qualsiasi momento.

Tuttavia, **Solvency II tratta tutti gli asset come se fossero negoziati, come cioè se l'assicuratore non fosse in grado di "andare oltre" la volatilità del mercato.** Si ignora quindi una caratteristica distintiva del tradizionale modello di business

2. Chi investe in obbligazioni deve affrontare due tipi di rischio di credito: il rischio di *default* e quello dello *spread* del credito. Il rischio di *default* deriva dal fatto che l'emittente possa non adempiere ai propri pagamenti nei confronti dell'investitore. Il rischio relativo allo *spread* del credito ha a che fare con le oscillazioni nello *spread* del *bond* rispetto al tasso privo di rischio (governativo). Ad esempio, se un *bond* governativo di cinque anni viene venduto al 3% e un *corporate bond* quinquennale al 5%, allora lo *spread* è del 2% e il rischio di *spread* del credito è il rischio che lo *spread* tra il *corporate bond* e quello governativo si muova al di sopra o al di sotto del 2%

FIGURA 6. IN CHE MODO SOLVENCY II PUÒ CREARE PROBLEMI AGLI INVESTIMENTI DI LUNGO PERIODO



Nota: base su obbligazioni corporate zero-coupon, rating A. Requisiti patrimoniali basati sulla formula standard di Solvency II prevista dal Draft implementing measures Solvency II, CE, ottobre 2011.

Fonte: Analisi Insurance Europe

dell'assicurazione sulla vita, che è la capacità di investire con una prospettiva di lungo termine.

Questo risulta di particolare interesse per gli investitori che sono in grado di acquistare e trattenere, e quindi di affrontare rischi diversi² rispetto a quegli investitori che possono trovarsi a dover vendere i propri asset in ogni momento. Questi ultimi investitori sono completamente esposti alle variazioni del valore di mercato, mentre i primi (la maggior parte degli assicuratori che sottoscrive business vita) sono esposti solo ad effettivi *default*. Pertanto, **laddove gli**

assicuratori hanno la capacità di mantenere un bond fino alla scadenza, le oscillazioni del valore di mercato durante la vita del bond non hanno alcun impatto economico.

Ignorare queste differenze produce tre effetti, che possono costituire un disincentivo all'investimento negli asset obbligazionari di lungo termine:

- In primo luogo, la volatilità dovuta ai movimenti dello *spread* è maggiore della volatilità dovuta ai *default*. Di conseguenza, il requisito patrimoniale sarà fissato ad un livello più elevato del necessario, se calibrato tenendo

conto dell'esposizione al rischio di *spread* del credito e non rispetto all'effettiva esposizione "economica" al rischio di *default*.

- In secondo luogo, tutte le variazioni dei valori di mercato dell'obbligazione si tradurranno in volatilità dei fondi propri della società (attività meno passività) e, poiché i debiti rimangono costanti, la volatilità dei fondi propri sarà amplificata. Dove i movimenti di mercato non hanno alcun impatto economico sulla società - come nel caso degli asset a lungo termine - tale volatilità dei fondi propri è artificiale ed eccessiva, in quanto viene creata dal sistema di misurazione e non dall'economia del business.
- In terzo luogo, questi effetti sui requisiti patrimoniali e sui fondi propri aumenteranno di pari passo alla scadenza dell'obbligazione: maggiore la durata del *bond*, maggiore il disincentivo a investire in esso.

Questi effetti sono illustrati nella figura 6, che mostra una compagnia di assicurazioni semplificata in cui asset e passività sono perfettamente rispondenti al flusso di cassa (quindi non c'è alcun rischio di tasso di interesse). L'unico rischio che influisce sul bilancio e sui fondi propri della società è, pertanto, il rischio di credito sul versante degli asset.

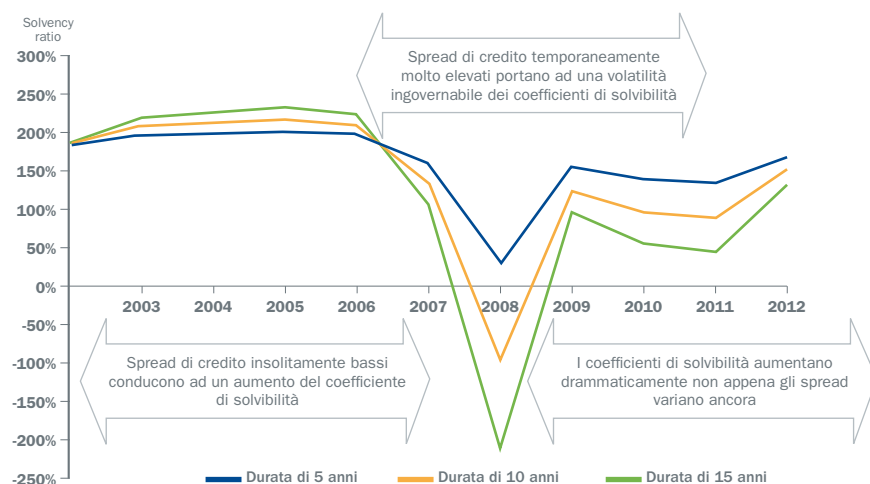
La figura 7 mostra come il coefficiente di solvibilità di una compagnia di assicurazioni semplificata sarebbe stato interessato dai movimenti del mercato degli ultimi anni, laddove la misurazione non avesse tenuto conto della capacità della società di trattenere asset a lungo termine. L'assicuratore ha un portafoglio di passività a lungo termine che sono completamente abbinate al flusso di cassa tramite un portafoglio ben diversificato di passività di *corporate bond*

AA (includiamo tre scenari con portafogli obbligazionari AA della durata di 5, 10 o 15 anni). Dal momento in cui vi è piena corrispondenza del flusso di cassa, qualsiasi variazione del tasso di interesse avrà poco o nessun impatto sul margine di solvibilità, perché, sotto Solvency II, le variazioni avranno impatto sul valore degli asset e delle passività nello stesso modo. Tuttavia, i cambiamenti nel prezzo di mercato del rischio di credito (*credit spread*) avranno un impatto solo sul valore degli asset. La figura mostra che la volatilità degli asset causata da significative variazioni degli *spread* creditizi nel corso di questo periodo si tradurrebbe in volatilità del coefficiente di solvibilità, anche se la società fosse esposta solo a *default* effettivi, e non alle variazioni dello *spread*. Anche variazioni relativamente piccole del prezzo di mercato del rischio di credito hanno un effetto significativo, mentre grandi movimenti possono dare luogo a una volatilità ingestibile.

Gli assicuratori che vogliono continuare ad investire in obbligazioni a lungo termine dovrebbero detenere grandi riserve di capitale addizionale per far fronte a questa volatilità artificiale di bilancio. In combinazione con la sovrastima del capitale richiesto, ciò renderebbe difficile per gli assicuratori continuare ad investire in asset a lungo termine e offrire prodotti di garanzia a lungo termine che richiedono tali investimenti, anche laddove la strategia fosse di per sé corretta dal punto di vista economico e di rischio/rendimento. Come minimo, **il pericolo è di aumentare inutilmente i costi per gli assicurati, che dovranno pagare per i requisiti di capitale aggiuntivi.** E questo ovviamente va contro l'interesse dei contraenti e dell'economia in generale.

Per evitare o attenuare tali effetti, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, insieme con il settore,

FIGURA 7. ESEMPI DI VOLATILITÀ INGESTIBILE, SPECIALMENTE PER GLI ASSICURATORI CHE DETENGONO ASSET A LUNGO TERMINE



Fonte: Analisi Insurance Europe

ha testato un pacchetto di misure nei primi mesi del 2013.

Tassazione

Le normative fiscali possono incoraggiare gli individui e gli investitori ad adottare una filosofia di investimento di lungo periodo. **I policymaker possono incoraggiare le famiglie ad investire i loro risparmi di lungo termine nell'economia attraverso il settore dei servizi finanziari, fornendo incentivi fiscali sui prodotti assicurativi e previdenziali.** Gli incentivi fiscali incoraggiano le persone a pianificare la vecchiaia, assicurando i propri risparmi nel lungo periodo.

Questo si traduce in un flusso di passività a lungo termine per il sistema finanziario, che gli assicuratori possono investire in asset a lungo termine, contribuendo così a finanziare la crescita economica. La rimozione degli incentivi fiscali, associata all'investimento in prodotti assicurativi, rischia di tradursi in una riduzione del flusso di premi per gli investimenti a lungo termine. Ciò sarebbe in contrasto con l'obiettivo dei *policymaker* di incoraggiare gli assicuratori a finanziare l'economia reale.

La Tassa sulle Transazioni Finanziarie (TTF) proposta dalla Comunità Europea è un'altra iniziativa che può avere conseguenze dannose. La TTF non distingue tra le operazioni speculative e

Gli incentivi fiscali incoraggiano a pianificare la vecchiaia e assicurare i risparmi che, investiti a lungo termine dagli assicuratori, stimolano così la crescita



di investimento a lungo termine. A causa di ciò, non riuscirà a raggiungere alcuni dei suoi obiettivi dichiarati, tra cui scoraggiare le operazioni che non migliorano l'efficienza dei mercati finanziari ed evitare crisi future. Sulla base della proposta della Commissione, **la TTF avrà un costo significativo**, in quanto riguarderà quasi tutti i tipi di operazioni su qualsiasi strumento finanziario e sarà applicata ogni volta che gli asset verranno acquistati o ridistribuiti. **Tale costo sarà, in ultima analisi, a carico dei consumatori in termini di prezzi più elevati di prodotti e servizi o di ritorni più bassi sugli investimenti.** Di conseguenza, alcuni prodotti, tra cui quelli offerti dagli assicuratori, diventeranno meno convenienti per i consumatori. Questo, a sua volta, potrebbe danneggiare l'economia reale, in termini di protezione, di risparmio e di diminuzione degli investimenti.

Requisiti collaterali sui derivati

La riforma del *trading* dei derivati non quotati in

borsa è un altro esempio di regolamentazione sviluppata con validi presupposti, ma che finisce per non tenere in considerazione la natura del business assicurativo. I derivati sono spesso fondamentali per le passività a lungo termine degli assicuratori che diversificano e, quindi, per l'offerta di prodotti a lungo termine.

Le regole sui derivati che sono state sviluppate richiederanno alla compagnia di assicurazione di coprire la volatilità giornaliera di breve termine del valore del derivato con importante liquidità aggiuntiva. In pratica, essa dovrà solitamente essere in contanti, essendo questa l'unica garanzia accessoria accettata dalle controparti centrali che i regolatori pretendono che gli assicuratori utilizzino per la maggior parte delle loro transazioni in derivati. Questo costringerà le compagnie di assicurazioni sia a detenere eccessivi ammontari di contanti, sia a monetizzare asset attraverso il mercato dei pronti contro termine.

Se queste alternative sono considerate troppo onerose, o se i limiti e le barriere addizionali creati dagli sviluppi della normativa (es. l'interdizione all'uso dei pronti contro termine per la copertura dei bisogni aggiuntivi dei derivati), le nuove regole sui derivati potrebbero allontanare gli assicuratori da questi strumenti e limitare l'offerta di prodotti a lungo termine per i quali i derivati sono necessari.

Altri cambiamenti di contesto

Un **quadro contabile** adeguato per gli investimenti a lungo termine deve considerare che il comportamento di investimento di un assicuratore e l'allocazione degli asset sono strettamente legati alle passività che detiene. Trattamenti contabili differenti per gli asset e le sottostanti passività assicurative possono distorcere decisioni economiche a lungo termine. I requisiti contabili riferiti a singole componenti isolate - separate dalla strategia globale di gestione attivo/passivo - possono risultare in diversi tipi di misurazione e presentazione dei requisiti per le diverse componenti della strategia, che non riflettono adeguatamente i modelli di business dell'assicurazione. Solo un robusto quadro contabile, che permetta un reporting trasparente e coerente di performance, è in grado di garantire informazioni utili agli utenti e non lasciandoli soli nelle decisioni di investimento.

I tassi di interesse sono stati mantenuti bassi per un certo numero di anni come **politica macroeconomica** di risposta alla crisi finanziaria e del debito. Politici e banchieri centrali sperano che tassi più bassi non solo sostengano il valore degli asset a lungo termine (ad esempio, proprietà ed *equity*), ma che possano inoltre

stimolare la crescita economica favorendo prestiti e investimenti. Tuttavia, lunghi periodi di bassi tassi di interesse possono anche causare problemi significativi che finiscono per contrastare i benefici attesi. Ad esempio, un contesto di tassi di interesse persistentemente bassi può condurre all'inflazione, creare bolle speculative nel momento in cui gli investitori cercano rendimenti, e incoraggiare le imprese ad adottare un'elevata leva finanziaria quando il costo del debito crolla. Allo stesso modo, un contesto di tassi di interesse persistentemente bassi non va nell'interesse di assicuratori o assicurati, che trovano più difficoltà a risparmiare abbastanza per soddisfare il loro bisogno di sicurezza finanziaria al momento del pensionamento, poiché i rendimenti reali sono spinti verso il basso.

Inoltre, l'incertezza sul futuro contesto macroeconomico può portare le famiglie ad essere riluttanti ad investire in contratti di assicurazione a lungo termine, e questo impatterà sul flusso dei premi. Questo fenomeno può anche condurre alcune famiglie a non essere adeguatamente assicurate, specialmente, se esso impatta sui piani pensionistici privati, che sono una componente fondamentale dell'ottimale copertura assicurativa della vecchiaia in molti paesi. Inoltre, la politica monetaria attuale porta con sé il rischio di un aumento dell'inflazione nel medio termine, minacciando così la ricchezza netta delle famiglie.

In tali circostanze, **risulta più che mai importante che i veri rischi che affrontano gli assicuratori siano valutati correttamente, che le restrizioni non necessarie agli investimenti siano evitate e che i vantaggi connessi alla natura di lungo termine del business degli assicuratori siano riconosciuti.**

CONCLUSIONI

Il settore assicurativo è il più grande bacino di fondi di investimento nell'UE. Si tratta di una fonte essenziale di investimenti necessari a far ripartire la crescita dell'economia e di fondi necessari a coprire il pensionamento dell'attuale generazione di lavoratori. Il settore è quindi una risorsa fondamentale per l'Unione europea, per affrontare le sfide dei prossimi due decenni.

I governi sono sempre più consapevoli dell'importante ruolo che gli assicuratori possono svolgere nel favorire la ripresa economica, fornendo finanziamenti a lungo termine a imprese e famiglie. Tuttavia, certi sviluppi politici possono inavvertitamente minacciare la capacità degli assicuratori di continuare a fornire tale finanziamento a lungo termine.

Nel cercare di rendere il sistema finanziario più sicuro, i *policymaker* devono avere come obiettivo centrale l'aumento della fiducia degli investitori per incoraggiare gli investimenti a lungo termine. Il clima economico attuale non renderà semplice questo compito. Le implicazioni della nuova regolamentazione e degli altri cambiamenti del quadro di riferimento e, in generale, l'effetto indiretto di una regolamentazione sugli investimenti a lungo termine - devono essere meglio compresi per evitare che siano irrimediabilmente compromessi i benefici economici del business assicurativo. Il ruolo degli assicuratori come investitori a lungo termine deve essere attentamente preso in considerazione nella definizione e nello sviluppo di nuovi piani regolatori. L'Unione Europea e le politiche globali dovrebbero favorire la stabilità degli asset in cui investono gli assicuratori, e incoraggiare nuove classi di asset sostenibili. I *policymaker* dovrebbero cercare di incoraggiare politiche che

stimolino la propensione al risparmio dei cittadini e delle famiglie, per garantire la sopravvivenza di questo bacino di investimento a lungo termine.

GLOSSARIO

Investimenti a lungo termine

L'investimento a lungo termine consiste nel detenere un fondo a lunga scadenza che finanzia attività ad alta intensità di capitale che hanno uno sviluppo pluriennale e un periodo di rientro.

Tali fondi a lunga scadenza si presentano in varie forme, tra le quali un'ampia gamma di asset e classi di asset.

Ad esempio, possono includere attività liquide con scadenze definite (come i corporate *bonds*), attività liquide senza una data di scadenza specifica (come le azioni quotate), così come attività altamente illiquide (come gli investimenti in infrastrutture o in *private equity*).

Investitori a lungo termine

Si definiscono investitori a lungo termine quelli che hanno la capacità, la volontà e la pazienza di detenere asset per un lungo periodo di tempo o fino a scadenza. Essi sono in grado di sopportare la volatilità di breve termine e continuare a detenere gli asset in periodi di svalutazione, quando le analisi indicano che tali periodi saranno probabilmente temporanei.

Gli investitori di lungo periodo, i cui profili di attività sono tali da corrispondere a quelli di passività, non sono in genere esposti a vendite forzate di asset, anche se possono decidere di vendere attività per altri motivi, ad esempio per bilanciare cambiamenti nel loro profilo di passività, o laddove le stime indichino alte probabilità che la performance di lungo termine

si discosti significativamente dalle aspettative iniziali.

Infrastrutture

L'Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo definisce le infrastrutture come "il sistema di opere pubbliche in un Paese, Stato o Regione, comprese le strade, le reti di distribuzione di servizi e gli edifici pubblici". L'infrastruttura è quindi un'ampia classe di asset che copre diversi tipi di progetti, intrapresi direttamente dal settore privato o in forma di partenariato pubblico / privato.

Gli investitori possono ottenere accesso a progetti che riguardano infrastrutture sia nella forma di capitale di debito che di capitale di *equity*. Entrambi sono accessibili attraverso il mercato pubblico (ad esempio sotto forma di titoli e fondi infrastrutturali), o attraverso il collocamento privato (ad esempio, di prestiti e investimenti diretti in infrastrutture).

La natura a lungo termine di patrimonio e debito infrastrutturali rende tale classe di asset interessante agli occhi degli assicuratori. Inoltre, i flussi finanziari di lungo periodo forniti dal debito infrastrutturale si adattano particolarmente a corrispondere le passività di lungo termine degli assicuratori, specialmente nei mercati dove l'emissione di *bond* a lunga scadenza è limitata. Ancora, gli investimenti infrastrutturali forniscono spesso i benefici generati dalla diversificazione del portafoglio.

Il volume degli investimenti infrastrutturali sui bilanci degli assicuratori è attualmente limitato e varia tra paesi e imprese. Nell'indagine di Insurance Europe su 13 compagnie di assicurazione, gli investimenti infrastrutturali pesano per € 12 miliardi. Tuttavia, grazie alle

positive caratteristiche di tali investimenti vi è un forte interesse del settore ad aumentare significativamente gli investimenti in infrastrutture. Inoltre, programmi come l'iniziativa *project bond*, lanciata dalla Commissione Europea e dalla Banca Europea per gli Investimenti nel 2012, possono servire ad incentivare gli assicuratori ad aumentare gli investimenti in infrastrutture. La CE stima che l'iniziativa in *project bond* attirerà dal principio € 1-5 miliardi all'anno, e € 10-20 miliardi entro il 2020.

L'interesse degli assicuratori a fornire finanziamenti in questo settore è dimostrato anche dai risultati dell'indagine sulle compagnie di assicurazione europee, delle quali 11 su 13 intervistate hanno confermato che intendono aumentare gli investimenti in questa classe di asset.

Cartolarizzazione

L'Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo definisce la cartolarizzazione come "il processo di emissione di nuovi titoli negoziabili garantiti da asset esistenti, come i prestiti, i mutui, i debiti da carte di credito, o altri beni".

Esistono molte sotto-categorie di cartolarizzazioni, inclusi gli ABS (*Asset-backed Securities*, in cui le attività sottostanti sono asset), gli MBS (*Mortgage-backed Securities*, i cui flussi finanziari sono garantiti da mutui ipotecari), i CDO (*Collateralised Debt Obligations*, obbligazioni garantite da debito), CLO (*Collateralised Loan Obligation*, garantite da prestiti bancari), ecc.

Le cartolarizzazioni hanno acquisito una cattiva reputazione e la loro emissione è drasticamente calata dopo essere state accusate di aver provocato, almeno in parte, la crisi del credito. Per quanto riguarda le cartolarizzazioni europee, tale reputazione è sostanzialmente ingiustificata.

Ad esempio, un rapporto Rating di Fitch (aprile 2012), mostra che a fine luglio 2007 le perdite totali erano state per il 6,5% dovute a titoli garantiti da mutui ipotecari statunitensi con un rating tripla A, ma solo lo 0,8% per i titoli tripla A del Medio Oriente, dell'Africa e europei.

Gli assicuratori sono attualmente coinvolti in una serie di operazioni di cartolarizzazione (tra le 13 aziende intervistate, le cartolarizzazioni pesano per circa € 53 miliardi), tra le quali le più comuni sono ABS e MBS. Gli assicuratori tendono a investire nelle sezioni (*tranches*) meno rischiose di tali asset, che offrono rendimenti aggiuntivi, senza che ciò comporti un aumento significativo della rischiosità del proprio portafoglio.

Alcuni analisti sono ottimisti sul fatto che il mercato delle cartolarizzazioni ricominci a crescere. Ad esempio, l'etichetta *Prime Collateralised Securites* (PCS) può contribuire a sostenerne la crescita, promuovendo la qualità, la trasparenza, la semplicità e la standardizzazione delle operazioni di cartolarizzazione. L'indagine di Insurance Europe ha rivelato che 8 compagnie di assicurazione su 13 vorrebbero aumentare gli investimenti in cartolarizzazioni ma, tra queste, sette indicano Solvency II come una potenziale e significativa barriera. Ciò è dovuto principalmente a quelli che sono considerati requisiti di capitale immotivatamente elevati. Ad esempio, il requisito patrimoniale con la formula standard per un ABS tripla A con una durata di tre anni è del 21%.

Private equity

Il *private equity* è una classe di asset costituita da partecipazioni in società che non sono negoziate pubblicamente in borsa. Il capitale per il *private equity* è raccolto da investitori retail e istituzionali, come gli assicuratori. Esso comporta diritti costanti sugli utili societari, e dunque può

essere utilizzato per finanziare progetti con ritorni incerti e di lungo termine, come la ricerca e lo sviluppo di prodotti. Di conseguenza, il *private equity* ha un ruolo speciale nel finanziamento di nuove e innovative iniziative imprenditoriali dall'esito incerto, e forma dunque la base reale della crescita economica.

L'interesse degli assicuratori a investire in *private equity* dipende da una serie di fattori che influenzano il rendimento relativo del capitale corretto in base al rischio rispetto ad altre opportunità di investimento. Tuttavia, l'attuale trattamento del *private equity* previsto da Solvency II rischia di renderlo poco attraente per gli investitori. Per quanto riguarda le 13 compagnie di assicurazione intervistate, a fine 2012 il *private equity* era pari a € 19 miliardi. Inoltre, 10 di loro hanno indicato che, pur volendo aumentare la loro esposizione al *private equity*, Solvency II rappresenta un ostacolo significativo.

Sistema bancario collaterale - Shadow banking

Il *Financial Stability Board* (FSB) definisce il sistema bancario collaterale o ombra, come: "un sistema di intermediazione creditizia che coinvolge soggetti e attività al di fuori del regolare sistema bancario e solleva 1) questioni di rischio sistemico, in particolare tramite la trasformazione di scadenza / liquidità, la leva finanziaria e il trasferimento del rischio di *credit* viziato, e/o 2) questioni relative all'arbitraggio regolamentare" ("*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*", FSB, ottobre 2011). Dal momento in cui le banche hanno cominciato a ridurre il proprio livello di indebitamento restringendo i prestiti, il sistema bancario collaterale è cresciuto e i politici sono sempre più preoccupati per il rischio sistemico che il settore presenta. In questo dibattito, vi è una crescente confusione circa lo stato delle attività



**I policymaker
possono
incoraggiare
le famiglie
ad investire
i loro risparmi
fornendo
incentivi fiscali
sui prodotti
assicurativi
e previdenziali**

di prestito da parte degli assicuratori.

Il prestito da parte degli assicuratori non è una forma di sistema bancario collaterale. Quest'ultimo raccoglie finanziamenti a breve termine sui mercati finanziari, al fine di fornire finanziamenti a lungo termine. Le banche ombra, dunque, recano un considerevole rischio di liquidità e sono inoltre soggetti non regolamentati. Al contrario, gli assicuratori non trasformano scadenze, non raccolgono i fondi che utilizzano per gli investimenti a lungo termine nei mercati di capitali e sono soggetti altamente regolamentati che forniscono finanziamenti a lungo termine come naturale bilanciamento delle proprie passività di lungo termine.

Obbligazioni garantite

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) definisce le obbligazioni garantite quali "obbligazioni di debito per le quali l'investitore ha diritto a fare ricorso ad un insieme di asset posti a garanzia del *bond*. A differenza dei titoli ABS, le attività collaterali sottostanti le obbligazioni garantite rimangono sul bilancio consolidato dell'emittente, fornendo in tal modo ai creditori un secondo livello di protezione (doppio ricorso)", *Global Financial Stability Report*, IMF, 2009.

Le obbligazioni garantite sono simili alle obbligazioni societarie, in termini di flussi di cassa. Tuttavia, in caso di inadempienza, il titolare del *bond* ha la protezione aggiuntiva di

un ricorso privilegiato su uno specifico gruppo di asset. In genere tali asset sono legati ai mutui ipotecari. Secondo il Consiglio Europeo delle Obbligazioni Garantite (ECBC, *European Covered Bond Council*), il 75% delle obbligazioni garantite europee sono attività ipotecarie.

Le obbligazioni garantite sono di frequente utilizzate da alcuni assicuratori in alternativa ai titoli di Stato, perché possono fornire simili flussi di cassa a lungo termine a bilanciamento delle passività degli assicuratori, e sono superiori alle obbligazioni *corporate* in termini di rischio di credito, poiché hanno incorporato un secondo livello di protezione. Per quanto riguarda le 13 compagnie di assicurazione intervistate, le obbligazioni garantite ammontavano alla fine del 2012 a € 296 miliardi, il che equivale a una media di quasi il 10% del loro patrimonio complessivo. Secondo l'ECBC, la quota del mercato europeo delle obbligazioni garantite di assicuratori e fondi pensione è attualmente pari al 14%.

Solvency II

Il pacchetto di garanzie a lungo termine Solvency II contiene misure che sono considerate da politici e EIOPA il tentativo di rispondere alle preoccupazioni sul trattamento delle attività assicurative di lungo periodo. In particolare, il pacchetto intende migliorare il modo in cui gli assicuratori gestiscono il proprio business a lungo termine, per garantire che i rischi cui i loro bilanci sono esposti non siano sovrastimati e che si eviti la volatilità artificiale del bilancio.

Il pacchetto comprende tre elementi principali: il **premio anticiclico** (*antycyclical premium*) è progettato per consentire agli assicuratori di far fronte alla volatilità del bilancio in condizioni difficili del mercato. Prenderà probabilmente la forma di un adeguamento applicato a tutte le

voci relative al tasso di sconto privo di rischio di Solvency II e sarà specificato dalla EIOPA nei periodi di stress.

Questo premio anticiclico deve essere prevedibile e sufficientemente prescrittivo per consentire agli assicuratori di utilizzarlo nelle proprie previsioni. Esso deve anche includere un sufficiente margine di discrezione e controllo che consenta all'EIOPA di reagire a situazioni inaspettate.

Il **Matching Adjustment** è un meccanismo progettato per riconoscere i benefici delle strategie di investimento a lungo termine degli assicuratori nel mitigare gli effetti delle variazioni dello *spread*. È probabile che prenda la forma di un aggiustamento del tasso di sconto, calcolato sulla base del portafoglio di asset assegnato, e applicato al momento della valutazione dei pertinenti flussi finanziari di passività. Il settore accoglie con favore un approccio di *matching adjustment* basato sul rischio. Ciò assicura che la sua applicazione non sia artificialmente limitata ad alcuni prodotti e che si evitino gli effetti *cliff-edge*.

Il **metodo di estrapolazione** è richiesto qualora i mercati non siano sufficientemente profondi, liquidi o trasparenti per desumere dai dati di mercato il termine lungo della curva dei tassi di interesse. Il metodo di estrapolazione adottato è inteso a evitare la creazione di volatilità del valore delle passività a lungo termine.

6. IL FINANZIAMENTO DELL'ECONOMIA NEL LUNGO TERMINE: UN NUOVO EQUILIBRIO

AXA PAPER SUL FINANZIAMENTO DI LUNGO PERIODO

A cura del Gruppo AXA

INTRODUZIONE

C'è un generale consenso nel ritenere che la tradizione europea del finanziamento, sinora in larga misura assicurata dal settore bancario che ha finanziato dal 60 al 90% delle società non finanziarie e dei progetti infrastrutturali, sia stata profondamente messa in discussione, o quanto meno intaccata, dalla crisi finanziaria globale iniziata nel 2007.

A dire il vero, le banche sono state tra le vittime più rilevanti di questa crisi. Lo *shock* è stato improvviso e, quasi da un giorno all'altro, sono diventate incapaci di continuare a erogare prestiti. Lo *shock* è stato sistematico ed ha impattato negativamente nello stesso tempo le banche in tutto il mondo. L'effetto a catena sull'economia reale derivante dalla sospensione dell'attività creditizia delle banche è stato pesante, ha creato instabilità e messo il finanziamento di tutta l'economia a rischio.

Alla luce di questo stress senza precedenti, sono state immediatamente intraprese una serie di iniziative a diversi livelli. Le imprese hanno aumentato la loro liquidità migliorando sensibilmente il proprio profilo, riducendo i costi o posticipando gli investimenti. Le autorità, inoltre, hanno reagito mettendo in atto una serie di misure - la creazione di banche pubbliche, l'attuazione di politiche monetarie accomodanti, ecc. - in modo da stabilizzare il contesto macroeconomico.

Ci sono state - e ci sono ancora - iniziative che sono andate nella giusta direzione; tuttavia restano insufficienti per riaccendere il ciclo virtuoso del finanziamento dell'economia. Le

banche stanno ancora lavorando per ridurre la leva finanziaria in un contesto macro-economico europeo le cui prospettive restano incerte.

Il contesto storico di forte dipendenza dal settore bancario come fornitore di finanziamento dell'economia deve ora essere ripensato e rinnovato.

DI PIÙ CON MENO

Data la notevole quantità di denaro che devono investire, gli investitori istituzionali, quali gli assicuratori, potrebbero, accanto alle banche, svolgere un ruolo importante nel finanziamento dell'economia.

Oggi, data l'attuale cornice macro-economica e normativa, le compagnie di assicurazione investono principalmente in strumenti *fixed income* e quindi dispongono di grande e costante quantità di denaro da reinvestire ogni anno grazie alle cedole e ai rimborsi di capitale. In più, gli assicuratori soffrono di una carenza di attività che possano fare *matching* con le passività. In effetti essi vendono contratti di assicurazione sulla vita a lungo termine e dunque sono strutturalmente alla ricerca di investimenti a lunga scadenza caratterizzati da flussi di cassa chiari e prevedibili. Il mercato delle obbligazioni governative non offre molta varietà, in quanto vi sono sempre meno emittenti con *rating* alto e, all'interno del mercato delle obbligazioni societarie, vi è una maggioranza di emittenti finanziarie, che quindi potenzialmente crea problemi di concentrazione.

Infine, il mercato del reddito fisso è ancora

soggetto a picchi di volatilità provocati dal contesto incerto di un "rischio sovrano" europeo, nell'ambito del quale la liquidità non è stata ancora recuperata completamente.

L'universo in cui le assicurazioni possono investire si sta restringendo, mentre allo stesso tempo gli attivi da allocare continua a crescere.

UNA DICOTOMIA COMPLEMENTARE

Da un lato, la maggior parte delle banche è stata costretta a ridurre le dimensioni del proprio bilancio. Il *framework* di Basilea III le sta spingendo ad aumentare le loro riserve di capitale e la loro posizione di liquidità e a ridurre il loro *duration gap*: il tutto si traduce meccanicamente in una contrazione della loro capacità di finanziamento, sia in termini di volume che di scadenza.

D'altro canto, gli assicuratori hanno aumentato la loro esperienza in diversi strumenti finanziari appartenenti all'universo dei *loans*. Le compagnie di assicurazione hanno già una significativa esposizione ai cosiddetti *leveraged loans*, che sono strumenti *secured* a tasso variabile, emessi da società private *below investment grade*. Da molti anni investono inoltre in prestiti immobiliari commerciali (*commercial real estate loans*). Hanno nel tempo costituito dei team dedicati di esperti, responsabili per ciascuna *sub asset class*. Hanno in sostanza modificato il loro stile di investimento, passando da un approccio reattivo - il mercato delle obbligazioni quotate - a un approccio proattivo - il mercato dei *loans*.

Inoltre, gli assicuratori stanno cercando di diversificare ulteriormente il portafoglio di attività in cui investono. In un contesto di tassi di interesse particolarmente bassi, sono costantemente alla ricerca di nuove tipologie di investimento.

Hanno anche imparato dalla crisi finanziaria globale in termini di gestione e valutazione del rischio. Spinte da Solvency II, le compagnie di assicurazione hanno sviluppato i propri modelli interni su tutte le *asset class* in cui investono e hanno posto un'attenzione ancora maggiore al profilo rischio-rendimento di tutti i loro investimenti.

Per quanto riguarda il finanziamento dell'economia, le compagnie di assicurazione non dovrebbero essere considerate come sostituti o surrogati delle banche, ma come fornitori di un altro tipo di offerta. A differenza delle banche, le compagnie di assicurazione sono investitori, non *originators*. Il rapporto con il cliente finale deve ancora essere gestito dalle banche poiché sono nella posizione migliore per assistere le imprese nelle loro esigenze finanziarie quotidiane (linee di credito, *hedging* ...). Il premio richiesto dagli assicuratori per il rischio può essere superiore a quello offerto dalle banche, che a volte possono prendere in considerazione nelle loro politiche di prezzo elementi aggiuntivi, quali le opportunità di *cross-selling* abbinata alle loro diverse attività.

Di conseguenza, l'investimento potrà essere effettuato solo nei confronti di quei debitori i cui profili di rischio rimangono in linea con i criteri stabiliti dagli assicuratori. Uno sforzo congiunto tra le banche e le assicurazioni, al fine di fornire una vasta gamma di prodotti di finanziamento per l'economia reale, è un processo di tipo *win-win*.

Il quasi esclusivo affidamento al solo finanziamento bancario dell'economia reale è un tema da affrontare. Le responsabilità delle banche e dei grandi investitori istituzionali nel finanziamento dell'economia devono essere chiaramente definite, sfruttando le loro peculiari specificità di business.

PIÙ CHE UN OPTIONAL

Oggi gli assicuratori sono sufficientemente sofisticati e adeguatamente organizzati per investire una quota consistente delle loro attività in nuovi comparti dell'economia, quali le società a media capitalizzazione ed i progetti infrastrutturali, che hanno esigenze di finanziamento molto elevate.

Le aziende di media capitalizzazione (qui definite come imprese con un fatturato di oltre 150 milioni di euro e inferiore ai 1,2 miliardi di euro) sono un segmento fondamentale dell'economia europea. Attualmente si basano ancora quasi esclusivamente su finanziamenti bancari, e hanno ben limitate possibilità di finanziamento alternative a causa di diversi fattori contrari quali, solo per citarne alcuni: il costo, la condivisione delle informazioni, l'intenzione da parte degli investitori *retail*. È importante notare che per le imprese di dimensioni minori è necessaria una maggiore granularità, e gli assicuratori ritengono che il canale di finanziamento più appropriato per queste aziende sia la cartolarizzazione di ampi e diversificati portafogli di *loans* emessi dalle banche.

Allo stesso modo, le esigenze infrastrutturali sono enormi in Europa, al fine di migliorare le prospettive di funzionamento, efficienza e crescita dell'economia europea. Per esempio, la Commissione europea stima che le esigenze infrastrutturali totali nell'Unione europea giungeranno a 550 miliardi di euro nel 2020 per progetti di trasporto, 1200 miliardi di euro per il settore energetico e 320 miliardi di euro per diffusione della banda larga. Il coinvolgimento del settore istituzionale sarà tanto più necessario in una fase in cui la maggior parte dei paesi sta affrontando una riduzione del debito pubblico. Il trasferimento dei *loans* delle banche agli

assicuratori è iniziato, ma rimane piuttosto limitato perché il mercato non è ancora organizzato, né abbastanza trasparente. Le banche hanno iniziato a cedere attività in alcune aree ben definite tra cui aziende di media capitalizzazione, infrastrutture, aerei, ecc., ma tali trasferimenti rimangono relativamente locali e mancano ancora di scala.

Le esigenze di finanziamento nell'economia europea sono rilevanti ed è necessario affrontarle con nuove modalità, dato che le banche da sole non possono più essere l'unica fonte di finanziamento. I piani di azione in Europa devono essere rapidamente attuati poiché le imprese e i progetti europei sono in competizione per il finanziamento con altre aree geografiche come Stati Uniti, Australia e Canada, che hanno già posto in essere soluzioni di investimento.

UN CONTESTO IN EVOLUZIONE

Ci sono varie iniziative in essere al fine di organizzare in modo più efficiente un più ampio finanziamento dell'economia Europea.

Sono state istituite diverse iniziative pubbliche. La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) si è impegnata a fornire fino a 60 miliardi di euro di fondi aggiuntivi nei prossimi anni e il suo capitale è stato aumentato di 10 miliardi di euro. Allo stesso modo, la cosiddetta "Project Bond Initiative" (PBI) - un'iniziativa congiunta tra la Commissione Europea e la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) - si propone di rilanciare ed ampliare i mercati dei capitali per meglio finanziare grandi progetti infrastrutturali europei. Inoltre, la Commissione Europea sta proponendo di lanciare un fondo di investimento a lungo termine che permetta l'incontro tra le esigenze di risparmio a lungo termine, dei cittadini dell'UE, e le esigenze infrastrutturali dell'Unione Europea.

Sono in sperimentazione anche alcune iniziative private. Ad esempio, diverse compagnie di assicurazione e fondi di gestione patrimoniale europei, a volte in collaborazione con le banche, hanno dedicato team di investimento e risorse finanziarie all'*asset class* dei *loans*. Inoltre, in tema di regolazione, sono stati semplificati i requisiti in alcune giurisdizioni. In Francia, ad esempio, gli assicuratori sono stati recentemente autorizzati a concedere prestiti direttamente per progetti di infrastrutture o per una più ampia gamma di società a media capitalizzazione.

A livello europeo, la BCE ha posto in essere i meccanismi per migliorare le condizioni di finanziamento delle banche estendendo le garanzie reali ammissibili, OMT. Un trattamento più favorevole dei capitali è in discussione all'interno del contesto di Solvency II sotto la guida dell'EIOPA (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) con l'obiettivo di una potenziale riduzione dei requisiti patrimoniali richiesti a fronte di prestiti ad imprese di media capitalizzazione.

Diverse azioni di sostegno sono state portate avanti sia a livello pubblico che privato, ma ci sono molte aree di sviluppo che devono essere esaminate e su cui potere fare leva.

COSA MANCA?

Permangono difficoltà che è necessario affrontare per garantire che gli investimenti a lungo termine siano accessibili e rispondenti a criteri economici sia per i creditori che per i debitori.

La cartolarizzazione non è tornata ai livelli pre-crisi e non funziona bene, in quanto è difficile per gli investitori istituzionali procedere ad una adeguata analisi di rischio dei portafogli cartolarizzati di

prestiti ad imprese di media capitalizzazione sulla base dei dati attuali, che sono troppo eterogenei. Inoltre, i volumi nell'Unione Europea sono attualmente trainati principalmente dalla ammissibilità delle cosiddette *Asset Backed Securities* e delle *Mortgage Backed Securities*, come collaterale per le operazioni di liquidità della BCE, e le loro dimensioni complessive sono diminuite dall'inizio della crisi. È interessante però notare che la BCE ha appena lanciato una "ABS loan level initiative" volta a migliorare la trasparenza e facilitare la valutazione del rischio ABS.

L'accesso all'informazione è difficile sia perché spesso la pubblicazione dei dati in Europa richiede tempo, sia perché gli emittenti sono riluttanti a divulgare informazioni dettagliate e riservate. Inoltre, vi è una mancanza di standardizzazione della documentazione - a differenza del mercato di collocamento statunitense, che è molto organizzato - aggravata dalla mancanza di risorse e competenze da parte degli investitori per quanto riguarda la ricerca su società di media capitalizzazione. Infine, la dimensione degli emittenti europei potrebbe essere troppo limitata per essere attraente nel mercato statunitense.

Il quadro normativo non è ancora stato adattato e ci sono discrepanze ampie tra le giurisdizioni. Alcune norme assicurative nazionali sono molto permissive per quanto riguarda gli investimenti in *loans* e non contemplano quasi alcuna limitazione di ammissibilità, mentre in altre giurisdizioni europee sono praticamente impossibili. Allo stesso modo, i trattamenti fiscali variano molto da paese a paese, con alcune giurisdizioni che impongono ritenute alla fonte su strumenti di debito per gli investitori non domestici, riducendo in tal modo la base di investimento degli assicuratori locali e limitando la realizzazione di una piattaforma pan-europea di finanziamento.

SOLVENCY II

Solvency II valorizza le attività finanziarie sulla base del prezzo corrente di mercato (*Marked to Market*) e sconta la passività con curve *swap rate* aggiustate per il rischio di credito.

Le attività e passività non sono quindi valutate allo stesso modo, il che introduce meccanicamente volatilità, sia nella valutazione dei fondi propri che nel calcolo del requisito patrimoniale. Nel caso Solvency II non venga rivisitata, per attenuare gli effetti di questa volatilità, gli assicuratori non avrebbero altra scelta se non mitigare il rischio dai loro bilanci riducendo l'orizzonte temporale di attivo e passivo: passività a breve accompagnate da investimenti più brevi. Questi problemi devono essere affrontati. Quindi è fondamentale che un *volatility adjuster* ben progettato e calibrato sia aggiunto al *framework* di Solvency II. In parallelo, il requisito patrimoniale di Solvency II, in merito alla detenzione di attività a lungo termine, dovrebbe essere rivisto. La raccomandazione fatta dalla Commissione europea alla EIOPA di rivedere i requisiti patrimoniali di solvibilità per le attività a lungo termine - come *private equity*, finanziamenti di infrastrutture, immobili, *asset-based securities*, prestiti e obbligazioni societarie con scadenza a lungo termine - è più che benvenuto.

Sarebbe opportuno costruire sulle iniziative già avviate affrontando le questioni in sospeso. Più in particolare, le autorità competenti dovrebbero cercare di formalizzare le fondamenta di un nuovo equilibrio, caratterizzato dalla partecipazione sia delle banche che delle assicurazioni al finanziamento dell'economia, soprattutto regolando i quadri normativi esistenti e standardizzando le pratiche di mercato.

QUALE FUTURO, NELLO SPECIFICO?

Diverse raccomandazioni possono essere fatte per migliorare ulteriormente il nuovo quadro di finanziamento europeo, sia per i progetti di infrastrutture che per le PMI. Per quanto riguarda i progetti infrastrutturali, la creazione di un'autorità ad etichettatura UE darebbe visibilità ai progetti in cantiere e renderebbe le competenze e le informazioni prontamente disponibili. La creazione di una banca dati europea per riunire in un unico luogo le informazioni che sono attualmente frammentate e disperse in varie banche dell'UE, nonché il monitoraggio della *performance* effettiva dei progetti esistenti costituirebbero un notevole passo nella giusta direzione.

Inoltre, anche includere gli investitori istituzionali nelle procedure di appalto, e promuovere la cooperazione e l'assistenza tecnica, potrebbe contribuire a snellire e migliorare i processi esistenti.

Per quanto riguarda i prestiti a imprese di media capitalizzazione, lo sviluppo di un regime di collocamento privato UE con standard comuni adattati alle caratteristiche degli emittenti di media capitalizzazione e alla propensione al rischio degli investitori istituzionali, e la creazione dei giusti incentivi normativi e finanziari per incoraggiare gli investitori istituzionali ad investire in società a media capitalizzazione, contribuirebbero al rilancio di un ciclo di finanziamento virtuoso - come lo sarebbe anche il miglioramento della trasparenza dei prodotti cartolarizzati per le PMI (qualità e disponibilità dei dati sottostanti).



Il contesto storico di forte dipendenza dal settore bancario come fornitore di finanziamento dell'economia deve ora essere ripensato e rinnovato

CONCLUSIONI

Nel complesso, il passaggio necessario da un mondo in cui le banche erano le sole erogatrici di finanziamento per l'intera economia ad un quadro più equilibrato in cui sono coinvolti anche gli investitori istituzionali di lungo periodo è in corso. Banche e assicurazioni hanno accettato questo nuovo paradigma e sono pronte ad andare avanti, come dimostra la realtà di un trasferimento di attività che sta avendo luogo.

Eppure, molti aspetti rimangono da definire affinché il nuovo equilibrio finanziario funzioni senza problemi, sia completamente vantaggioso e contribuisca alla crescita dell'economia nel suo insieme.

ITALIAN AXA FORUM 2013

Tornare a crescere, in una fase di profonde trasformazioni e nuovi rischi emergenti, è la sfida che tutti siamo chiamati a cogliere con coraggio, per restituire competitività al sistema economico.

In questo contesto si inserisce l'**Italian AXA Forum, consueto appuntamento annuale del Gruppo AXA in Italia in partnership con ANIA**, che si propone di contribuire all'avanzamento di riflessioni di frontiera e di confronto aperto sul ruolo che i settori finanziario e assicurativo rivestono nel creare valore nella società, quali gestori e mitigatori di rischi di medio-lungo periodo.

L'edizione 2013 si svolge il 10 ottobre a Roma presso il Tempio di Adriano, e si focalizza sul tema della crescita, centrale a livello europeo e di interesse particolare per l'Italia, a partire dall'economia reale, e sul ruolo delle assicurazioni di fronte a questa sfida. Sulla base dei contributi del presente paper e alla luce del dibattito in corso a livello nazionale e europeo, si vuole in particolare mettere a fuoco il **possibile contributo del settore assicurativo** come motore di crescita dell'economia in qualità di investitore istituzionale di lungo periodo e come driver di sviluppo a supporto delle PMI nel loro rilancio competitivo. Discutono di questi temi leader del settore assicurativo e bancario, referenti istituzionali ed esponenti del mondo accademico, tra cui: Henri de CASTRIES, CEO e Presidente, AXA; Giacomo Vaciago, Professore di Economia Monetaria, Università Cattolica del Sacro Cuore; Fabio CERCHIALI, Presidente FeBAF; Alberto CORINTI, Consigliere IVASS; Olivier GUERSENT, Capo di Gabinetto del Commissario Europeo per il mercato interno ed i servizi, Commissione Europea; Michaela KOLLER, Direttore Generale, Insurance Europe; Luigi GUIISO, Cattedra AXA in Finanza e Assicurazioni per le Famiglie, EIEF; Fabio GALLIA, Amministratore Delegato e Direttore Generale, BNL Gruppo BNP Paribas; Aldo MINUCCI, Presidente, ANIA; Marcella PANUCCI, Direttore Generale, Confindustria; Fabrizio VIOLA, Amministratore Delegato, Banca Monte dei Paschi di Siena.

Anche quest'anno l'**Italian AXA Forum è CO2 neutral**: AXA MPS e AXA Assicurazioni, in collaborazione con Treedom, continuano il percorso intrapreso per neutralizzare le emissioni di CO2 relative all'organizzazione e allo svolgimento dell'edizione 2013.

Per azzerare l'impatto ambientale, AXA MPS e AXA Assicurazioni hanno deciso, nell'ambito del progetto I.R.A.D. in Camerun, di piantare un albero per ogni partecipante, contribuendo a riforestare un'area complessiva di 1800 mq. **Tutti i partecipanti riceveranno una comunicazione via e-mail con i dati di accesso per seguire la crescita del proprio albero attraverso il sito www.treedom.net**

Per ulteriori informazioni sull'Italian AXA Forum:

http://www.axa.it/studi_e_ricerche/italian_axa_forum_2013.aspx

http://www.axa-mps.it/UfficioStampa/convegni_ricerche/Pagine/ItalianAXAForum2013.aspx

Italian AXA Paper n° 5 - Le sfide della crescita, ottobre 2013

Numeri precedenti:

Italian AXA Paper n° 4 - Le sfide del cambiamento climatico, maggio 2013

Italian AXA Paper n° 3 - Le sfide della diversità, ottobre 2012

Italian AXA Paper n° 2 - Le sfide della previdenza, marzo 2012

Italian AXA Paper n° 1 - Le sfide della longevità, maggio 2011

A cura di: Ufficio Corporate Communication, Corporate Responsibility & Public Affairs, AXA MPS e AXA Assicurazioni
corporate.communication@axa-mps.it; relazioniesterne@axa.it



Il nostro impegno nel rispetto dell'ambiente. Questa carta riporta i loghi che certificano la provenienza delle fibre da foreste a coltivazione integrata sostenibile dove viene praticata una politica di taglio controllato e una politica di riforestazione nonché l'utilizzo di fibre secondarie riciclate.

.....
Si ringraziano i dipendenti
di AXA Assicurazioni e AXA MPS
per i contributi fotografici.

Foto di copertina:
riproduzione fotografica della
scultura di Daniele Franzella,
Premio Speciale AXA in Italia
del Talent prize 2013.
.....



ridefiniamo /
la protezione in banca

