



I TASSI, VERA SFIDA PER IL VITA

di LAURA SERVIDIO

IL PERSISTERE DEI BASSI RENDIMENTI HA STRAVOLTO LE CANONICHE CERTEZZE DEL SETTORE ASSICURATIVO. SECONDO UNA RICERCA REALIZZATA DA EUROVITA ASSICURAZIONI, È NECESSARIO UN CAMBIO DI ROTTA VERSO UNA DIVERSIFICAZIONE DEI MODELLI DI BUSINESS E DEGLI INVESTIMENTI, ANCHE CON IL RICORSO A STRUMENTI DERIVATI, E LA RIDUZIONE DEI PRODOTTI CON GARANZIE DI PRESTAZIONE MINIMA

Le stime sull'andamento dei tassi di interesse lanciano una sfida storica alle compagnie europee, in particolare per quelle operanti nel ramo vita. Per individuare le risposte che il comparto dovrà dare, **Eurovita Assicurazioni** ha promosso la ricerca dal titolo, *La gestione finanziaria delle compagnie vita nell'era dei bassi tassi di interesse: le evidenze europee*, realizzata dal Centro Arcelli di studi monetari e finanziari (**Casmef**) dell'Università Luiss Guido Carli. Lo studio ha analizzato i bilanci di 24 tra le maggiori compagnie Ue, dal 2007 al 2015.

Con la stabilizzazione dei rendimenti, il superamento della crisi del debito sovrano nell'Eurozona e la ripresa delle economie dei Paesi membri (seppur a ritmi diversi), anche le performance assicurative sono migliorate, ma permangono significativi rischi. Tra questi, una ripresa economica ancora debole e le incognite politico-economiche (Brexit, elezioni tedesche, incer-



Un momento della presentazione della ricerca promossa da Eurovita

tezza politica italiana, dinamiche geopolitiche internazionali) che causano un aumento degli spread e una politica monetaria nuovamente espansiva, a cui si unisce la poco rosea previsione sui rendimenti dei titoli a 50 anni, di poco sopra l'1%.

LA TECNICA DELLE CORRELAZIONI CANONICHE

La ricerca ha analizzato i bilanci di 24 tra le maggiori compagnie vita europee per gli anni 2007, 2011 e 2015 studiando, dal punto di vista empirico, la relazione tra l'attivo e il passivo delle imprese assicurative, con la cosiddetta *tecnica delle correlazioni canoniche*. Questa modalità consente di analizzare l'effetto della diminuzione (senza precedenti e strutturale) dei tassi di interesse sia sulle scelte di *asset-liability management* (Alm), sia sulla struttura interna delle operazioni di portafoglio. La tecnica mette a confronto due matrici (attivo e passivo) per creare correlazioni lineari tra A e L (variabili canoniche): l'obiettivo è capire quanta parte della variazione dell'attivo è spiegata dal passivo, e viceversa.

L'ESPOSIZIONE ALLA VOLATILITÀ

In linea generale, il ramo vita risulta essere il più esposto al rischio tasso: il declino dei rendimenti tende a ridurre il ritorno atteso dagli investimenti (in gran parte costituiti da strumenti a reddito fisso) e ad aumentare il valore delle passività in seguito alla diminuzione dei tassi di sconto. Tuttavia, l'impatto negativo dei rendimenti sulla redditività e la solvibilità delle assicurazioni vita rischia di trasmettersi anche ai settori non-vita. Generalmente, le imprese assicurative italiane presentano un rischio più contenuto nel rapporto tra attivo e passivo (*duration mismatch*), rispetto a quelle internazionali, ma sono maggiormente esposte alla volatilità del mercato del debito sovrano a causa della spiccata presenza dei titoli di Stato nei loro portafogli.

PRIVILEGIATO IL TASSO FISSO

La ricerca, che ha studiato la relazione tra l'attivo e il passivo con la tecnica delle correlazioni canoniche

LA CRESCITA A VELOCITÀ DIVERSE

La scelta della composizione di attivi e passivi tra le compagnie vita dipende da un insieme di fattori economici e istituzionali, tenendo conto di due variabili chiave: Solvency II e i bassi tassi di interesse.

A loro volta, i rendimenti sono il risultato di una politica monetaria fortemente espansiva, anche se ora ci si aspetta scelte meno impattanti e tassi in lento aumento, seppur di poco superiore all'1%.

La ripresa, però, è ancora contenuta e presenta dinamiche diverse tra gli Stati, con tassi di disoccupazione al 15% in Spagna, contro il 6% della Germania, il 10% dell'Italia e il 4% degli Usa.

Problemi anche sul fronte dell'inflazione: la Bce ha posto l'obiettivo al 2%, ma, sebbene l'inflazione in molti Paesi Ue sia aumentata rispetto ai valori prossimi allo zero, la sua dinamica è ancora fortemente influenzata dai prezzi di energia e beni alimentari: l'Italia, ad esempio, è vicina al 2%, ma escludendo beni alimentari e petrolio, l'inflazione è prossima all'1%.

(vedi box a pag. 19), evidenzia, in primis, l'aumento della quota degli attivi, rappresentate da obbligazioni a tasso fisso, e la contemporanea riduzione della percentuale di attivo in titoli azionari e a reddito variabile (dal 12% al 6%); in secondo luogo, si osserva che, dal lato del passivo, il livello del capitale è rimasto sostanzialmente stabile, mentre sono aumentati gli investimenti a fronte delle passività di tipo unit-linked.

SI RIDUCE IL LEGAME TRA ATTIVO E PASSIVO

Dall'analisi delle correlazioni canoniche emergono due elementi: con la discesa dei tassi, gli attivi e i passivi delle compagnie vita sono divenuti in media più indipendenti tra loro (anche se il legame è molto più forte



di quello osservato per banche e imprese non finanziarie), aumentando i rischi relativi all'Alm. La riduzione dell'*asset-liability dependency* può essere letta in due modi: da un lato le compagnie hanno migliorato la propria capacità di gestire l'esposizione al rischio tasso attraverso strumenti di mitigazione *off-balance*; dall'altro, alla luce dei rendimenti di mercato, le imprese assicurative non riescono a costruire un mix di attività e passività più equilibrato.

Altro aspetto importante è che l'attivo guida il passivo: la composizione dei passivi, infatti, avviene dopo avere scelto quella degli attivi, in base alle diverse opportunità di investimento.

AMPLIARE LE SCELTE VERSO IL NON VITA

Tutto ciò impone un cambio di rotta, che deve andare verso la diversificazione degli investimenti, il ricorso a strumenti derivati e la riduzione dell'emissione dei prodotti con garanzie di prestazione minima. Ma quello che appare ancora più importante è la diversificazione del modello di business, che deve essere allargato alle polizze non garantite e alle attività di assicurazione non vita.

In sintesi, lo studio auspica un business model caratterizzato da una operatività più differenziata, dove risultano determinanti un pricing adeguato e un'attenta analisi della situazione competitiva del mercato in cui si opera. 