

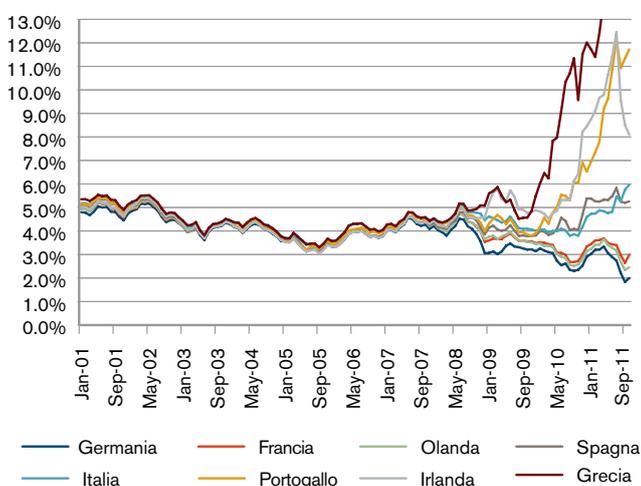
Gli assicuratori europei e i paesi PIIGS

Nel monitoraggio della crisi europea, molta attenzione si è concentrata sulle banche e su quanto esse fossero esposte al rischio paese nell'Eurozona. Il trattamento delle banche europee è stato un aspetto primario nel pacchetto di misure approvate dai leader europei nell'Ottobre 2011. Alcuni commentatori hanno stimato una loro esposizione al debito sovrano dei cosiddetti PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) di circa 750 miliardi di euro, circa un quarto del loro debito totale.

È forse meno noto che anche gli assicuratori europei hanno una concreta esposizione al debito sovrano. Una stima preliminare potrebbe essere, infatti, intorno ai 400 miliardi di euro. In scenari molto estremi, l'impatto sulla solvibilità delle compagnie d'assicurazione potrebbe essere perfino più alto che per le banche.

Le ragioni per cui questa esposizione è potenzialmente pericolosa sia per le banche sia per le imprese di assicurazione, possono essere riconosciute nel grafico in Figura 1 dei rendimenti a 10 anni di un paniere di paesi dell'Eurozona. A partire dalla fine del 2008 e in particolare dal 2010 in avanti, i rendimenti richiesti dal mercato per prestare denaro agli stati sovrani si sono distanziati significativamente. Ciò ha reso più costoso il finanziamento per gli stati, facendo emergere i dubbi sulla loro solidità, aumentando la percezione del rischio di default e deprimendo il valore degli attivi in circolazione. I rendimenti dei titoli governativi italiani a 10 anni sono cresciuti di 217 punti base tra Ottobre 2010 e Ottobre 2011, provocando una diminuzione del 15% del valore di mercato di questi attivi. In Portogallo, i rendimenti a lungo termine hanno subito una crescita vicina agli 800 punti base negli ultimi due anni, quasi dimezzando il valore di mercato dei bond a 10 anni.

Figura 1: Rendimenti dei titoli governativi a 10 anni per i paesi dell'Eurozona



Fonte BCE

CHE IMPATTO HA L'AUMENTO DEGLI SPREAD SULLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE?

Il contributo più importante all'esposizione dell'industria assicurativa al debito sovrano viene dalle compagnie residenti nei paesi PIIGS. Infatti, l'esposizione dei grandi gruppi assicurativi internazionali deriva principalmente dalle loro filiali locali in Italia e Spagna, che rappresentano i due più grandi mercati assicurativi fra i paesi PIIGS. Se, per esempio, i titoli governativi greci fanno parte degli attivi di una compagnia di un paese estero, essi sono generalmente parte di un portafoglio d'investimenti sufficientemente diversificato da non essere condizionato da perdite su singoli attivi. È invece consuetudine storica che i titoli governativi domestici costituiscano la classe di attivi primaria a garanzia delle passività assicurative vita ed in particolare di quelle con partecipazione agli utili. Questo è tipicamente un business collegato ai risparmi di medio-lungo termine, offrendo garanzie finanziarie e partecipazione agli utili basate principalmente, o interamente, sull'eccesso di rendimento rispetto a quello garantito.

Questa pratica comporta aspetti sia positivi sia negativi. La buona notizia per gli assicuratori è che il meccanismo di partecipazione agli utili può agire come uno scudo perché perdite limitate possono riflettersi in una riduzione del rendimento retrocesso agli assicurati e avere solo un impatto modesto sulla solidità finanziaria delle compagnie. Nello stesso tempo, poiché i prodotti prevedono rendimenti minimi garantiti, vi è un "punto di non ritorno" in cui la partecipazione agli utili cessa e ogni ulteriore perdita va ad impattare interamente sulla solvibilità della compagnia.

La situazione è ulteriormente aggravata dal fatto che, nell'Europa continentale, i valori di riscatto sono generalmente garantiti e includono la quota di partecipazione agli utili accumulata fino a quel momento. Se i tassi di riscatto aumentano quando il valore di mercato degli attivi diminuisce, le imprese di assicurazione potrebbero essere costrette a realizzare perdite di mercato per affrontare la sopraggiunta necessità di liquidità per il pagamento delle prestazioni. La possibile correlazione tra riduzione nel valore degli attivi e aumento dei riscatti dipende dal cosiddetto "comportamento dinamico dell'assicurato".

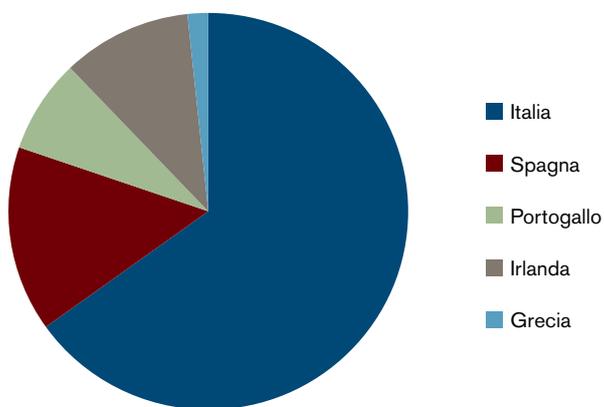
Alcune compagnie asseriscono che i clienti retail non siano sufficientemente consapevoli del valore delle opzioni implicite nelle loro polizze da essere spinti a reagire razionalmente ai cambiamenti dei mercati finanziari, ma vale la pena ricordare che le correlazioni non dovrebbero necessariamente essere guidate da un'analisi del valore della polizza assicurativa. Per esempio, aumenti dei tassi d'interesse tendono a rendere più vantaggiosi i riscatti per gli assicurati, ma ciò che potrebbe veramente spingere le persone ad abbandonare i contratti assicurativi è l'effettiva disponibilità di rendimenti allettanti sui depositi a termine. Quando Milliman ha intervistato le compagnie in merito alle ipotesi che stavano utilizzando per modellare il comportamento dinamico degli assicurati, la tesi prevalente è stata che ritenessero gli assicurati parzialmente razionali.

La possibilità che pesanti perdite sui titoli governativi possano causare il fallimento delle compagnie assicurative è probabilmente più alta che per le banche, perché l'esposizione assicurativa è maggiore in proporzione al capitale della compagnia rispetto a quanto tipicamente avviene per le banche. Per le imprese di assicurazione vita non è improbabile avere un'esposizione al debito sovrano che sia 10 o 15 volte i mezzi propri.

DOVE È PIÙ ALTO IL RISCHIO PER LE COMPAGNIE?

La Grecia è molto presente nelle discussioni sulla crisi euro per ovvie ragioni, ma il suo settore assicurativo è piccolo e non è la causa principale delle preoccupazioni a livello europeo. Le compagnie assicurative greche hanno investimenti per 13 miliardi di euro, quando in Italia il totale degli investimenti delle compagnie è intorno ai 500 miliardi di euro e in Spagna un po' meno della metà, come mostrato in Figura 2. Durante la crisi bancaria del 2008-2009, alcuni dei salvataggi sono stati giustificati dal principio del "troppo grande per fallire". Da questo punto di vista l'industria assicurativa italiana (con investimenti attorno al 25% del PIL) è molto più preoccupante di quella greca, intorno al 4%.

Figura 2: Investimenti assicurativi in titoli dei paesi PIIGS

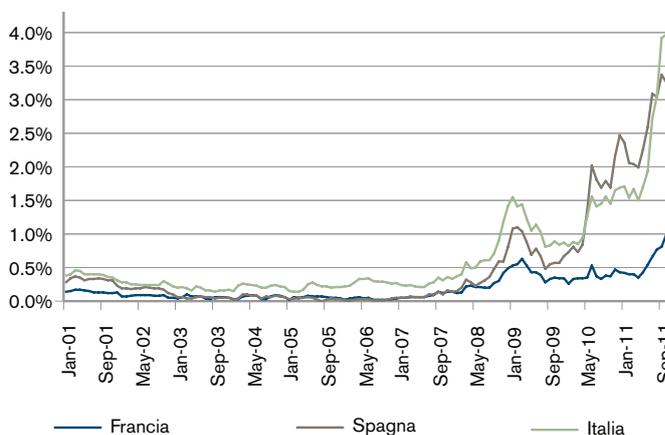


Fonte: Dati CEA sugli investimenti delle compagnie

Se si fa finta di non vedere l'elefante Italia, allora la Francia è un mammut. Sebbene ad oggi la Francia abbia mantenuto, e sia determinata a mantenere, la sua tripla A, gli spread tra i titoli francesi a lungo termine e quelli tedeschi è aumentato considerevolmente negli ultimi due anni, anche se non allo stesso livello di Italia e Spagna (vedi il grafico in Figura 3).

L'ammontare degli investimenti degli assicuratori francesi è circa 1700 miliardi di euro, il più consistente in Europa, fino a superare l'intero debito pubblico francese. Un terzo di questo importo è investito nel debito nazionale, quindi la possibilità che un'eventuale crisi in Francia induca un grave effetto sistemico è molto significativa, seppure la probabilità di una simile crisi potrebbe essere ancora bassa.

Figura 3: Spread rispetto al rendimento dei titoli governativi tedeschi a lungo termine



Fonte : BCE

Dunque quanto dovremmo essere preoccupati dell'esposizione ai paesi PIIGS? Uno scenario da incubo per l'assicuratore vita sarebbe vedere un rapido aumento dei riscatti, magari spinti proprio da timori sulla sua solvibilità, che lo costringano a dismettere gli investimenti e realizzare le perdite. Ciò, d'altra parte, potrebbe creare una pericolosa spirale, perché le perdite ridurrebbero sia i rendimenti retrocessi agli assicurati sia la fiducia di questi nella solidità finanziaria della compagnia e dell'industria assicurativa. Questa eventualità potrebbe portare all'ulteriore necessità di vendere titoli, in misura tale da diminuire il valore dei rendimenti e creare dunque un circolo vizioso. Una volta che la solvibilità di un assicuratore è minacciata, non è difficile prevedere che altri possano velocemente essere messi sotto pressione.

Esistono molteplici reti di protezione per impedire il fallimento delle imprese di assicurazione e, data l'importanza delle polizze vita come strumento di gestione del risparmio collettivo, i governi vorranno evitare insolvenze. Tuttavia ciò potrebbe non essere possibile in scenari ancora più estremi, a causa delle difficoltà già accumulate nella gestione delle finanze pubbliche.

DIFFICILE QUANTIFICARE I RISCHI

Quando i regolatori europei lo scorso anno hanno testato il nuovo regime Solvency II sul settore assicurativo, hanno ammesso che gli spreads avrebbero potuto creare problemi ai bilanci delle compagnie e hanno introdotto il cosiddetto "premio di liquidità". Questo consiste, in pratica, in un aumento del tasso d'interesse usato per scontare il valore delle passività ritenute non completamente liquide. Il problema è che la soluzione adottata è stata piuttosto rudimentale, perché ha collocato le passività in classi di liquidità piuttosto generiche.

Alcune polizze vita disincentivano i riscatti per mezzo di penali, in alcuni paesi disincentivi fiscali, il recupero di una quota della partecipazione agli utili e altri aspetti contrattuali. Per altre invece

non è così e si è verificato uno spostamento, in particolare in paesi come Francia, Italia, Spagna, e Portogallo, verso prodotti con alto livello di liquidità, che possono essere riscattati facilmente per l'intero valore del contratto. Questi prodotti sono molto popolari sia tra i clienti che tra i distributori, spesso banche, perché più semplici da spiegare e prevedono meno impegni a lungo termine per gli assicurati. Essi però alimentano il rischio che i riscatti degli assicurati mettano in crisi la liquidità e solvibilità delle compagnie.

La Geneva Association, un centro di ricerca non-profit che si occupa di questioni assicurative strategiche, ha pubblicato un documento sul rischio sistemico dell'industria assicurativa nel 2010 con un particolare focus sui rischi dei contratti con valori di riscatto garantiti. La conclusione era che questo rischio non è rilevante da un punto di vista sistemico, perché le frequenze di riscatto sono generalmente basse e non sono cresciute significativamente durante le crisi finanziarie passate o quando la solvibilità di singole imprese è stata minacciata.

Si potrebbe aprire una discussione se questa visione non sia troppo compiacente. Dire che gli assicurati non hanno mostrato reazioni significative durante crisi passate sembra simile al dire che, se hai tentato più volte di attraversare l'autostrada a piedi senza essere investito, è ragionevole concludere che è sicuro farlo. Gli esempi scelti dalla Geneva Association non rappresentano necessariamente gli scenari peggiori. Ad esempio mostrano che gli importi pagati per i riscatti sono modesti in relazione alle disponibilità liquide degli assicuratori più grandi e con maggiore diversificazione, ma questo potrebbe non essere vero per compagnie che operano in un singolo paese. La verità è che il rischio di uno scenario che, come per le banche, comporti una corsa agli sportelli è ancora abbastanza remoto. Tuttavia quanto sia remoto è difficile da stabilire con precisione. Ed è un'eventualità che potrebbe produrre effetti disastrosi negli scenari più estremi.

NON ESISTE L'ASSENZA DI RISCHIO

I titoli governativi sono sempre stati considerati come la scelta "priva di rischio" per gli investimenti degli assicuratori. La regolamentazione sugli attivi ammissibili ha storicamente posto limiti su ogni classe di titoli fuorché quelli governativi. Persino nel nuovo sistema Solvency II i "govies" sono una delle poche classi di attivo che non comportano requisiti di capitale per il rischio credito. Gli assicuratori europei si trovano ora disorientati dal nuovo paradigma: l'unica classe di attivi che ritenevano fornisse un rifugio sicuro improvvisamente comporta dei rischi da comprendere e gestire.

Decidere se vendere o mantenere i titoli governativi non è una scelta semplice. Mentre le controllanti estere delle compagnie italiane e spagnole vorrebbero che queste riducessero le loro esposizioni al debito sovrano domestico, esse potrebbero dover competere con compagnie locali che stanno mantenendo i propri investimenti, evitando di realizzare le perdite. C'è poi la questione su come debbano essere interpretati gli spread sul rendimento privo di rischio. Per esempio, la differenza rappresenta un reale rischio di default o rappresenta in parte il rischio di

un crollo dell'eurozona o l'uscita di un singolo paese? Se si avvera quest'ultima ipotesi, le passività assicurative verranno convertite nella nuova lira o nella nuova peseta e, allora, non sarebbe davvero il caso di mantenere i titoli di stato domestici? Chiaramente nessuno conosce le risposte a queste domande, perché non sono state definite delle regole che definiscano come dovrebbe funzionare l'uscita dall'Eurozona.

E ADESSO?

Non c'è bisogno probabilmente di andare nel panico: l'assicurazione vita è un business a lungo termine e gli effetti negativi non si manifestano improvvisamente. È probabile che vedremo a breve termine correzioni che modifichino le regole contabili e della solvibilità, per permettere agli assicuratori di mostrare parzialmente l'impatto delle attuali condizioni di mercato nei loro bilanci, cosa che è già avvenuta in Grecia e Italia. Queste potrebbero essere azioni ragionevoli e pragmatiche per evitare inutili effetti collaterali dell'opinione pubblica sulla solvibilità delle imprese di assicurazione, ma, come strategie di gestione del rischio, servono solo a darsi coraggio.

Imporre pesanti requisiti di capitale a causa dei titoli governativi non è probabilmente una risposta, sia perché ciò scoraggerebbe gli assicuratori a detenere quei titoli, fatto politicamente inaccettabile, sia perché non permetterebbe di distinguere tra le compagnie sane e quelle che sono davvero esposte al rischio dello scenario della "corsa agli sportelli".

Una migliore soluzione potrebbe essere quella di mettere mano alle passività in bilancio, richiedendo di accantonare capitale in funzione delle perdite cui è esposta la compagnia, combinando scenari economici sfavorevoli e scenari di aumento dei riscatti. L'approccio corrente tende a considerare questi due rischi separatamente.

Un approccio del genere permetterebbe di identificare in modo più chiaro dove siano nascosti i rischi reali, permettendo così al regolatore di intervenire in tempo per identificare le compagnie che hanno esposizioni problematiche. Questo incoraggerebbe strategie di ALM difensive e incentiverebbe le compagnie a progettare nuovi prodotti, che non abbiano un elevato livello di liquidità per gli assicurati.

I risparmi a lungo-termine, incluse le assicurazioni vita, hanno un ruolo importante nelle economie europee, sia come strumento pubblico di accumulo del denaro per affrontare i bisogni finanziari futuri, inclusa la pensione, sia come fonte di finanziamento, attraverso i mercati dei capitali, per il settore pubblico e privato. Per le compagnie vita è fondamentale rimanere in salute e attive, per mantenere questo ruolo e non rappresentare un rischio sistemico per l'economia.

Mentre i leader politici dell'Eurozona si sforzano di trovare soluzioni alla crisi, l'industria assicurativa deve restare in guardia per essere sicura di non finire trascinata sott'acqua come una delle vittime.

COSA MILLIMAN PUO' FARE PER AIUTARVI:

- Proporvi macro-scenari di possibile evoluzione della crisi Euro ed aiutarvi a valutare il loro impatto a livello qualitativo e quantitativo
- Possediamo potenti modelli di valutazione degli attivi e passivi delle compagnie di assicurazione che ci permettono di valutare scenari estremi
- La nostra metodologia di ALM dinamico permette di ottimizzare strategie di ALM che possano evolvere in tempo reale per proteggere la solvibilità della compagnia
- Possiamo facilitare con work-shop multi-disciplinari la comprensione interna, aiutare nello sviluppo del business e sviluppare contingency planning nei diversi scenari possibili
- Adeguare i processi di risk management e governance a queste esigenze, con particolare attenzione ai requisiti di Solvency II e ORSA

A PROPOSITO DI MILLIMAN

Milliman è tra le più grandi società di consulenza attuariale. Fondata nel 1947, attualmente ha più di 2.500 dipendenti e 56 uffici situati in posizioni strategiche in tutto il mondo.

milliman.com

MILLIMAN IN EUROPA

Milliman ha una capillare e crescente presenza in Europa, con oltre 250 consulenti professionali al servizio dei clienti dagli uffici di Amsterdam, Bruxelles, Bucarest, Dublino, Dusseldorf, Londra, Madrid, Milano, Monaco, Parigi, Varsavia e Zurigo.

it.milliman.com

europe.milliman.com



CONTATTI

Per ulteriori informazioni contattare:

Aldo Balestreri

aldo.balestreri@milliman.com

Paola Luraschi

paola.luraschi@milliman.com

Ed Morgan

ed.morgan@milliman.com