

Scenari di mercato e riflessioni sulle prospettive

DOTT. CARLO SALVATORI

AMMINISTRATORE DELEGATO UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO, BOLOGNA

Credo che si stia ritornando ai fondamentali della nostra professione sia assicurativa che bancaria e considero questo una grande iniezione di speranza.

Siamo nel pieno delle turbolenze di mercato quindi è giusto tentare di capire cosa sta succedendo e quando e come si potrà uscire dalla crisi.

Mi soffermerò su due temi: il primo è quello delle motivazioni storiche che ci hanno portato alla situazione di mercato che stiamo vivendo, il secondo tema riguarda i punti aperti che incombono sul mercato, sugli operatori, sui regolatori e sui Governi. Su questi ricadono quelle scelte di politica economica che sono indispensabili per attutire gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale e per far sì che la crescita del prodotto globale riprenda ritmi accettabili.



Scenari di Mercato e Prospettive

- Interdipendenza dei settori bancario e assicurativo
- Interdipendenza dei mercati finanziari

L'interdipendenza tra assicuratori ed altri settori finanziari suggerisce una strategia comune

Il settore assicurativo presenta una forte interdipendenza con il resto dei settori finanziari, basta solo ricordare come gli assicuratori europei investano oltre 6.500 miliardi di euro in strumenti finanziari e quindi siano destinati sia a risentire delle dinamiche sia a contribuire alle dinamiche presenti.

Uno degli eventi più eclatanti che dimostra quanto forte sia questo intreccio si è verificato recentemente con la AIG. La AIG è la più grande compagnia assicurativa al mondo, uno degli agglomerati finanziari più grandi su scala mondiale che ha dovuto

essere salvata dalla bancarotta. L'intervento del Governo è stato necessario per evitare che quella bancarotta, derivante dalla gestione finanziaria e non da una gestione assicurativa, trascinasse verso la crisi tutto il sistema economico globale. Gli interventi pubblici per evitare che altre crisi precipitassero sono stati, negli ultimi tempi, molto significativi; oltre ad AIG c'è stato quello del Governo Bush che ha deciso di destinare oltre 700 miliardi di dollari a sostegno delle banche americane. I sostegni in Europa sono stati di oltre 1.800 miliardi di euro per aiutare gruppi bancari e finanziari: Regno Unito, Germania, Francia e Olanda.

Questi interventi recenti sono stati prioritariamente indirizzati a dare maggiore consistenza patrimoniale agli istituti di credito attraverso l'acquisizione di quote di partecipazione da parte degli stati. Rilevante è stato poi il supporto al funzionamento del mercato monetario attraverso la concessione di garanzie ai nuovi bond emessi dalle banche con scadenza fino a 5 anni. In questo modo si è ritenuto che, garantendo il nuovo debito da emettere, anche la percezione del rischio su quello esistente potesse diminuire. È infine in fase avanzata di verifica da parte degli organismi comunitari la possibilità di procede-

re, in coincidenza con la presentazione delle trimestrali di settembre, ad una temporanea sospensione dell'applicazione del market value nella valutazione delle posizioni in titoli detenute dalle istituzioni finanziarie.

La deriva di settembre è iniziata con il caso Lehman, io sono tra quelli che ritengono che il fallimento Lehman non sia stato un male. È stato certamente un crack di grandi dimensioni, ma il mondo della finanza l'ha assorbito senza danni irreparabili. Se l'America avesse salvato Lehman penso che la percezione che i Governi dovessero intervenire in una fase critica così come quella che si è venuta a creare non si sarebbe determinata. In un mondo a trazione liberista la necessità che in un momento storico di difficoltà estreme i Governi dovessero intervenire nei capitali delle banche e nelle assicurazioni non sarebbe emersa in questo modo e i danni, a effetto domino, sui grandi agglomerati si sarebbero moltiplicati e avrebbero potuto portare la paralisi finanziaria. L'intervento su AIG, lasciando fallire Lehman, è stato provvidenziale per non imboccare la via del non ritorno. Gli effetti di una insolvenza AIG sarebbero stati probabilmente devastanti, difficili da prevedere e quantificare e quindi ben più difficili rispetto a quelli di Lehman da assorbire.

Le genesi dei crolli recenti alle origini della crisi attuale fanno capire la risposta di politica monetaria americana allo scoppio della bolla della new economy (aprile 2000) e alla strage delle Twin Towers (settembre 2001). Per fronteggiare il ribasso delle quotazioni azionarie la Fed di Greenspan avviò una politica di liquidità abbondante che portò i tassi di interesse da oltre il 7% del 2001 all'1% e a -1% al 2003. Gli errori clamorosi degli americani iniziarono molto prima con la presidenza di Bush padre. Fu quell'amministrazione che decise di liberalizzare, e di liberalizzare senza controlli. "Il mercato regola se stesso" era lo slogan, ma un mercato senza controlli, irrorato di liquidità abbondante, a tassi via via calanti ha portato agli eccessi che conosciamo.

La successiva crisi, anche indotta da gravi problemi di corporate governance di alcune compagnie, forzò il mantenimento dei tassi ai minimi per un periodo forse troppo lungo e questo favorì anche l'innescarsi di una bolla sui mercati immobiliari. Questa politica di finanza facile e senza controlli, con la Fed e la Sec colpevoli spettatori assenti, fece esplodere la domanda di mutui e la crescita delle quotazioni immobiliari. Si incentivò l'acquisto della casa anche ad individui con basso reddito e con scarsa capacità di fornire garanzie, vennero abbassati gli standard per la concessione del credito e incominciò la stagione dei mutui subprime. L'indice delle quotazioni immobiliari salì del 450% dall'anno 2000 all'anno 2007.

Al calo del costo del denaro, sospinto anche dalla politica espansiva della Fed, e alla crescita del valore degli immobili, si aggiunsero altri fenomeni degni di nota. Primo fra tutti la crescita della componente puramente finanziaria nei bilanci delle principali istituzioni creditizie.



Da ormai 10 anni è in corso infatti una importante ricomposizione dei portafogli e dei bilanci delle principali banche, soprattutto quelle attive internazionalmente.

Una sempre più marcata diminuzione delle quote di depositi (linea rossa in continua flessione dal 1997 ad oggi); una parallela contrazione dei prestiti sugli asset (linea verde); un aumento consistente della quota degli investimenti finanziari.

Tutto questo ha avuto, come effetto, l'incremento della leva finanziaria che, in una lunga fase di mercato positiva, ha permesso di fungere da moltiplicatore della redditività delle istituzioni finanziarie.

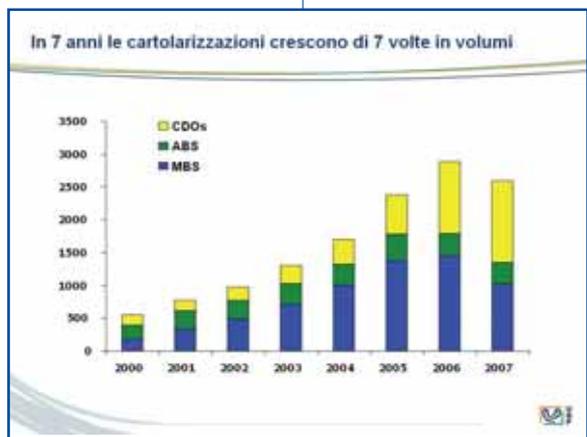
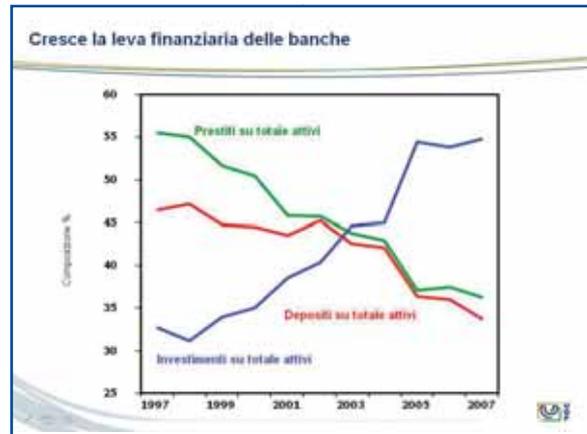
Le grandi banche americane, soprattutto le grandi banche d'affari, hanno fatto ricorso alla leva in una maniera mai sperimentata in passato. Trovare denaro dovunque fosse possibile trovarlo e prestarlo a chiunque – non importa il rischio – significava utili sia sul lato della provvista, che sul lato degli investimenti.

La ricerca e lo sviluppo di nuovi strumenti di ingegneria finanziaria, molto spesso opachi e ad alta marginalità, ha fatto il resto. Ed ha permesso di velocizzare il processo di generazione del valore. L'impacchettamento e la vendita dei mutui ha aggiunto poi finanza a finanza. È nata anche la moda dell'impacchettamento dei crediti in sofferenza. Tutto questo ha consentito un utilizzo più intenso della base di capitale disponibile.

Il castello teneva con il valore degli immobili che continuava a crescere e con l'economia che continuava a crescere. Il rallentamento del PIL in atto dal 2005 e l'avversa fase del mercato immobiliare hanno bloccato il meccanismo, hanno fatto crescere le insolvenze sui prestiti ed hanno fatto emergere valori più realistici delle cartolarizzazioni esistenti.

I tassi di default sui subprime stimati prima della crisi al 5% sono risultati, a fronte dello stress rappresentato dal rallentamento economico, superiori al 30%.

Ma anche i mutui "tradizionali e conservativi" più recenti, quelli erogati dal 2003 in poi, hanno risentito della caduta del valore delle proprietà immobiliari.



Congiuntura economica negativa e crollo delle quotazioni immobiliari hanno innescato un circolo vizioso e perverso: meno soldi alle famiglie, altre famiglie piene di debiti, default dei mutui – vendita immobili – crollo quotazioni degli immobili, ma anche crollo delle quotazioni dei derivati e delle azioni.

L'opacità del mercato dei derivati poi ha impedito un'adeguata conoscenza dell'esposizione degli intermediari. A tutt'oggi nessuno sa a quanto ammontano.

La non conoscenza ha bloccato gli scambi,

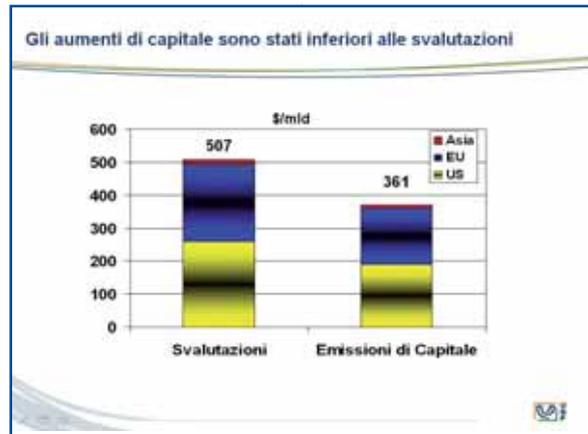
ha diffuso il panico anche tra gli operatori professionali e ha creato eccessi di ribasso che sono risultati esiziali: se il valore degli asset crolla più velocemente del valore delle passività, il default è inevitabile.

In un ambiente caratterizzato da credito facile, da liquidità abbondante e da controlli praticamente inesistenti, soprattutto sulla qualità e sulla trasparenza dei prodotti, le grandi investment banks hanno potuto quadruplicare il leverage (da 12 a 40) con enormi effetti moltiplicativi sul ROE prima al rialzo poi al ribasso. Le regole contabili IAS e di assorbimento di capitale, sappiamo poi, hanno effetti pro ciclici. E aggiungono problemi a problemi.

Nell'affrontare la crisi, le istituzioni finanziarie devono affrontare un trade off tra vendere assets (spesso, data la situazione di mercato, a grosso sconto) ed aumentare il capitale (che, in situazioni divenute più problematiche, è ancora più difficile da attirare). La scelta tra queste due opzioni - vendere assets o dotarsi di maggiore capitale - dipende da cinque variabili:

- 1) un piano a medio termine; c'è o non c'è; gli shortermisti non lo hanno, uno serio intendo;
- 2) un profilo di rischio e l'appetito per il rischio;
- 3) la struttura di capitale esistente. Certi manager amanti della "leva" hanno dimenticato l'importanza del capitale. Taluni, anzi, lo hanno manovrato in funzione del ROE atteso. Il ROE è proporzione inversa rispetto al capitale;
- 4) il costo del capitale;
- 5) la liquidità del mercato che, quando ci sono i problemi, scompare.

Alcune istituzioni tornano a concentrarsi sul business bancario e si liberano di asset non strategici, anche a prezzi scontati - se è considerata, la cosa, il minore dei mali - altre, invece, mantengono ferma la loro strategia e raccolgono capitale per supportare il loro portafoglio. In entrambi i casi, come stiamo vedendo in queste settimane, è possibile che siano necessari altri interventi mentre continuano le svalutazioni sui portafogli.



Gli elementi che dovrebbero preoccupare sono: il primo - è evidente - è il deficit di capitale, che non copre le rivalutazioni. Il secondo è che fino a questo momento il processo di writedown e di conseguente insufficiente ricorso ad aumenti di capitale è limitato agli Stati Uniti, nella misura più preponderante, ed all'Europa, anche qui in misura significativa. L'impatto è invece del tutto marginale sull'area asiatica.

Due altre considerazioni meritano, a mio avviso, attenzione. Mi riferisco alla fiducia

dei consumatori, oggi poco propensi a spendere, e alla fiducia del mondo delle imprese, oggi poco propense ad investire. Con le banche che hanno peraltro cominciato ad inasprire gli standards per la concessione dei crediti.

Questo è avvenuto più significativamente negli Stati Uniti come sappiamo. Meno in Europa anche perché la situazione iniziale era molto più squilibrata nel lato statunitense. Ma il rischio che in Europa ne risenta l'economia reale – nei prossimi mesi – appare elevato. Il rischio di una frenata nella crescita dei prestiti è dietro l'angolo.

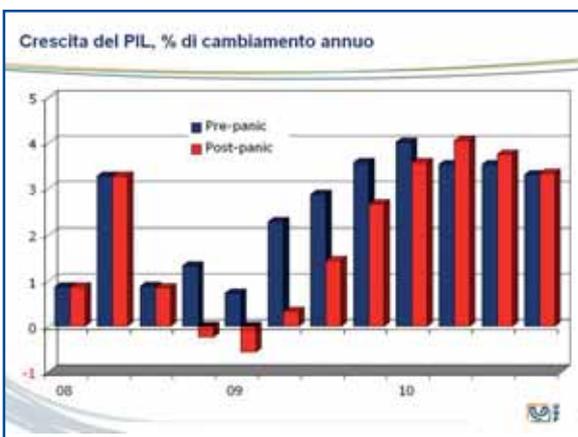
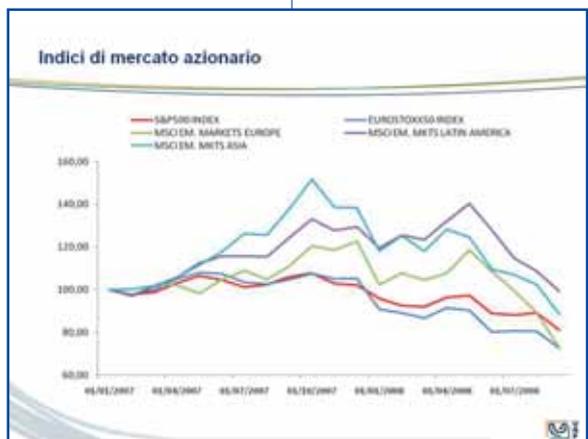
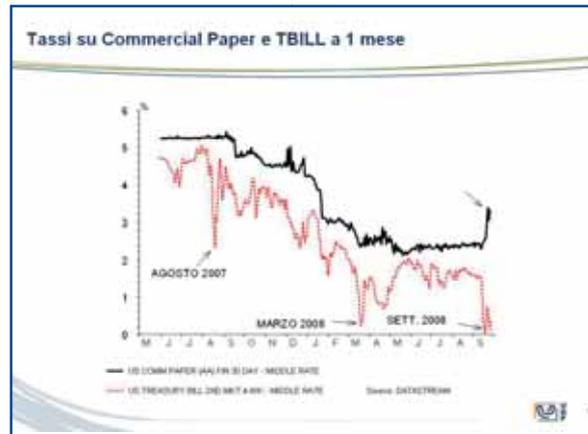
Con il peggioramento della situazione dei mercati azionari ed immobiliari si è rapidamente deteriorata la fiducia dei consumatori e degli operatori economici.

Tutti questi sono anche gli effetti della riduzione significativa della ricchezza economica delle famiglie fino al 2007 in gran parte ritenuta in asset finanziari e immobiliari.

Un elemento che ha caratterizzato l'attuale fase congiunturale è dato dall'evoluzione fortemente crescente dei prezzi delle materie prime dei prodotti alimentari ed in particolare dell'energia. L'Headline Inflation è in rapida crescita, appunto, da metà 2007.

Questo è in parte spiegabile con fattori strutturali, come l'entrata significativa di nuovi soggetti economici sul mercato: la Cina, l'India ed altri paesi asiatici. È spiegabile anche con una strutturale mancanza di investimenti in capacità di raffinazione da parte delle principali compagnie petrolifere. È spiegabile anche dalla contemporanea caduta dei corsi del dollaro.

Attualmente queste tendenze sembrano in fase di positiva correzione, le previsioni appaiono lievemente più favorevoli per il futuro, l'inflazione tuttavia continua a rimanere un problema che preoccupa le banche centrali e agisce da freno (rallentamenti di politica monetaria). La Core Inflation mostra crescite meno rapide perché è calcolata al netto di energia e alimentari che sono i comparti con più alta crescita dei prezzi.



Il Treasury Bill è il rendimento che a settembre 2008, nel momento più critico della crisi dei mercati, è sceso molto vicino allo zero. È un fatto spiegabilissimo: la paura porta a spostarsi sui titoli di stato, ritenuti sicuri. Linea scura: sono i tassi sulle commercial paper; da settembre 2008 in brusca impennata. È il risultato sulla sfiducia nei financial, soprattutto. Gli spread fra carta federale e carta privata, che avevano seguito un andamento piuttosto parallelo, si sono improvvisamente impennati da 40/50 basis point ad oltre 200/300 basis point.

L'intervento pubblico americano, senza precedenti in un paese a economia di mercato, dopo una iniziale euforia ha prodotto momenti contrastati a causa della linea inizialmente non chiara adottata dalle Autorità monetarie (Fed e Tesoro). La prima decisione, quella di comprare asset tossici preoccupò il mercato, non lo tranquillizzò.

Adesso stiamo vedendo gli effetti del presunto impatto della recessione, ma forse non solo (pare che qualche grosso Hedge Fund sia in crisi, e si teme per i prodotti ancora in circolazione). Teniamo presente che sul mercato europeo dove i tassi erano già in risalita, l'effetto della crisi sull'economia reale potrà essere ancora più sentito.

Il primo effetto della crisi è stato il razionamento del credito da parte delle banche, determinato da diffusa mancanza di fiducia e dall'innalzamento degli spread sul rischio di credito. Si è assistito ad una discesa dei tassi USA, come vediamo dalla diapositiva. Ma si è verificato, appunto, il rialzo dei tassi d'interesse interbancari in coincidenza con l'innescarsi della crisi. Qualcosa di analogo è successo in Europa: titoli di stato con rendimenti in calo, spread creditizi in rialzo marcato.

La corsa in America verso i titoli sicuri ha azzerato i rendimenti dei TBill e ha fatto esplodere gli spread di credito. Questo indica la difficoltà da parte della politica monetaria nel correggere la crisi creditizia, che è in primo luogo crisi di fiducia. Abbassare i tassi ufficiali non basta ad invogliare le banche a far ripartire la liquidità sul mercato interbancario e/o dei prestiti corporate.

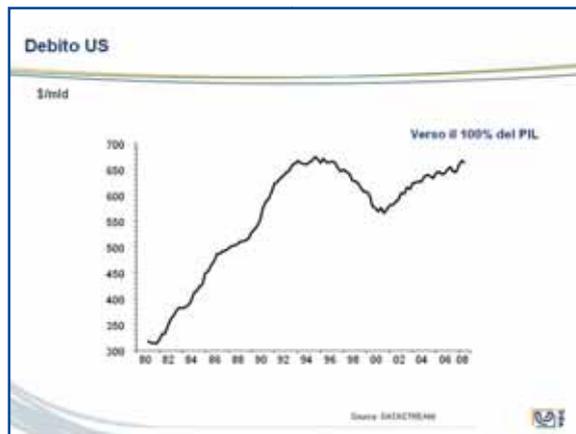
Si è chiesto ripetutamente alla BCE di far scendere i tassi primari: buona cosa, ma non è lì il problema. Occorre ricostituire la fiducia ed allontanare il timore di default, questo è il vero problema che assilla i mercati e preoccupa, in prospettiva, per gli effetti sull'economia reale, l'economia delle imprese e delle famiglie. Occorre far scendere gli spread legati al merito di credito perché si determinino effetti positivi sul mondo della produzione e della distribuzione.

Da inizio anno le borse hanno invertito completamente il sentiment prevalente diffondendo il pessimismo dal credito all'equity.

Le diverse politiche monetarie, più il caso SoGen di gennaio (ricorderete l'acquisto occulto di future per 5 mld di euro) hanno determinato un impatto negativo maggiore sull'area Euro. La correzione non ha interessato unicamente i mercati dei paesi avanzati ma anche quelli emergenti, ed in modo molto significativo. Da questo grafico si comprende come la velocità di discesa dei corsi azionari sia stata molto più rapida nei paesi emergenti (dove la crescita era stata più sostenuta) rispetto ai paesi avanzati.

Questo pone delle domande relative alle future dinamiche della crisi e preoccupa il possibile effetto di ritorno che si potrebbe ancora avere nei paesi avanzati anche se, a questi ultimi, è comunque attribuibile una maggiore solidità di fondo.

La ripresa è prevista nel secondo semestre 2009, ma con effetto meno pronunciato rispetto alle previsioni pre-panic. Le previsioni sono state fatte sulla crescita del PIL globale ma la suddivisione per aree geografiche continua a rilevare una crescita ancora forte per i paesi emergenti anche se in contrazione, mentre l'effetto negativo sui paesi sviluppati è previsto anco-



Alcune riflessioni ...

- Riapertura del dibattito su Basilea II e riflessioni su Solvency II
- Mancanza di misure standard di qualità delle riserve come potenziale fattore d'instabilità
- Modelli evoluti per il controllo del rischio di credito e di mercato inseriti nella prassi gestionale quotidiana
- Assenza di un mercato per i rischi tecnici
- Poca trasparenza nella lettura dei rami

ra più sensibile. Oggi le ipotesi di recessione per le aree dei paesi avanzati si sono fatte piuttosto concrete.

L'evoluzione del debito degli Stati Uniti è qualcosa che deve interessarci. La stagnazione-recessione in corso sta mettendo un limite alle aspettative di inflazione sebbene l'abbondante liquidità in arrivo metta a rischio la dinamica dei prezzi.

Il debito pubblico USA ha preso la strada della crescita all'inizio di questo decennio; salirà verso il 100% del PIL dall'attuale 66%. Non era mai successo prima.

I tassi a lungo termine negli USA sembrano destinati a salire per le spinte congiunte di inflazione, allentamento fiscale e conseguente necessità di collocamento del debito. Pertanto il dollaro sembra destinato a subire un indebolimento nei fondamentali. Salvo cambiamenti importanti di politica economica della prossima amministrazione.

In Europa invece la politica finora seguita dalla BCE dovrebbe garantire la possibilità di operare nei prossimi mesi un allentamento monetario con un minore impatto sui tassi a lunga scadenza. La curva dei tassi dovrebbe diventare meno piatta.

Le famiglie italiane hanno continuato a risparmiare. Nonostante tutto, e nonostante l'abbassamento della soglia di povertà, generano annualmente un flusso di risparmio di circa 45 miliardi di euro. Qui sta tutta la solidità relativa del nostro sistema finanziario. In un momento di credito difficile le risorse al sistema Italia non mancano, nonostante le paure e gli accadimenti recenti. Certo, non spendono e questo è un problema. Ma non si può cambiare un DNA che è fatto, se vogliamo, di prudenza. Perché lo facciamo, occorre che sia lo Stato a crearne i presupposti.

L'azione per assicurare risorse e liquidità le autorità l'hanno avviata. Ora occorre una politica fiscale ed una politica del lavoro più adeguata ai tempi che corrono.

Si tratta di ristabilire pienamente la fiducia tra gli intermediari per permettere di ristabilire poi un livello di spread sui tassi più fisiologico e meno penalizzante per l'economia reale. Il circolo virtuoso più spesa più produzione, più produzione più salari, più salari più spesa deve essere ristabilito. Con il risparmio che continuerà a fare la sua parte.

BASILEA II E SOLVENCY II: SI RIAPRE IL DIBATTITO!

Anche se Solvency II non è ancora entrato in vigore, alla luce dei fatti, può essere utile trasferire alle compagnie di assicurazione gli elementi nati dal già riaperto dibattito su Basilea II.

La sostanziale assenza di un mercato per le passività assicurative, l'assenza di misure standard di qualità delle riserve (ogni compagnia ha i propri modelli), la varietà e complessità dei rischi tecnici e la consistenza delle masse finanziarie investite dalle compagnie rappresentano un potenziale fattore di instabilità per l'intero sistema. E credo bisognerà tenerne conto nel settore assicurativo peraltro in forte evoluzione.

I fatti in corso e le turbolenze in atto confermano come sia sempre più importante l'adozione di modelli evoluti per il controllo del rischio di credito e dei rischi di mercato. Si per-

Solvency II deve confrontarsi con punti aperti specifici del settore assicurativo

- Non esiste un mercato secondario delle passività assicurative:
 - è assente una misura standard per la valutazione della qualità dei portafogli
 - è possibile la divergenza delle valutazioni mark-to-model
- Non è ancora prevista una classificazione standard delle fonti di capitale (Tier):
 - per i mercati è problematico valutare l'effettiva qualità del capitale
 - per le compagnie è difficile selezionare gli strumenti di capitale più appropriati
 - la corrispondenza tra catalogatori Solvency II e Basilea II rimane da verificare

Non può esserci un Framework economico senza trasparenza ed un mercato di riferimento

Solvency II deve confrontarsi con punti aperti trasversali ai settori finanziari

- Ci sono punti di attenzione trasversali a tutto il settore finanziario:
 - Previdenza del sistema e rischi di turbolenza
 - opportunità economica di perseguire un sistema virtualmente fail safe
 - possibili impatti sullo scenario competitivo del settore
 - certezze delle misure VaR, ad esempio nel considerare gli eventi estremi
 - ricordo con i principi IFRD
 - verifica delle opportunità di arbitraggi regolamentare da parte dei conglomerati
 - group supervision
 - ruolo ottimale di disclosure

I punti aperti richiedono cooperazione tra Regulatori, Autorità di Vigilanza e mercati dei settori bancario ed assicurativo

cepisce inoltre l'importanza e la complessità di integrare i modelli nella normale prassi operativa e gestionale, cioè nella concreta realtà di tutti i giorni.

Si delinea tuttavia una situazione bipolare incentrata sui rischi di mercato e sui rischi tecnici. Per i rischi di mercato (lo ricordo) oltre 6.500 mld di euro sono gli investimenti finanziari delle compagnie di assicurazioni europee.

Quanto ai rischi tecnici essi sono relativamente poco correlati con quelli finanziari. Ma è assente un mercato di riferimento e quindi mancano di trasparenza sulla loro natura. È una difficoltà che viene accentuata dall'eterogeneità e dalla peculiarità delle esposizioni e dalla sostanziale assenza di benchmark di mercato per i risultati. Le coperture assicurative sono molto eterogenee e le classificazioni ministeriali non rappresentano l'effettiva varietà gestionale dei portafogli delle compagnie.

Rispetto al settore del credito, dove esiste un mercato secondario e dove sono diffusi i rating - dei quali si dovrà comunque riparlare -, nel settore assicurativo la valutazione delle passività può, per il momento, essere affidata solamente ai modelli interni delle stesse compagnie di assicurazione e riassicurazione. I regolatori non mi sembrano, al momento, in grado di validarli, né di diffondere standard di valutazione.

In assenza di standard di valutazione, le valutazioni dei rischi possono presentare delle "fragilità" e non risultare sempre omogenee o confrontabili: le valutazioni mark-to-model possono divergere. Questa limita l'efficacia di un uso gestionale dei modelli e non facilita l'individuazione corretta del profilo di rischio-rendimento dei portafogli, anche da parte di analisti ed investitori.

Dobbiamo anche considerare che, oggi, la qualità del capitale degli assicuratori è difficile da confrontare tra compagnia e compagnia. E più ancora tra compagnie e banche. Questa situazione ha almeno tre implicazioni:

1. complica l'individuazione da parte delle compagnie degli strumenti di capitale più corretti e coerenti con gli impegni assunti;
2. può lasciare spazio ad arbitraggi regolamentari da parte dei conglomerati;
3. rende difficile, per analisti ed investitori valutare, e confrontare, l'effettiva qualità del capitale degli assicuratori.

È perciò opportuno che lo sviluppo di Solvency II, sia dal punto di vista della qualità dei portafogli sia dal punto di vista della qualità del capitale (Tier), garantisca un migliore livello di trasparenza e confrontabilità.

Senza trasparenza sulla qualità dei rischi e del capitale, e senza un mercato di riferimento per le riserve, è difficile infatti pensare ad un sistema di vigilanza di tipo risk sensitive ed economico, più che contabile.

BANCA E ASSICURAZIONI SONO "CONDANNATE" AD UN PERCORSO DI CONVERGENZA

Ci sono dei punti di attenzione trasversali a tutto il settore finanziario.

1. Prociclicità e un nuovo sistema di vigilanza in un contesto di instabilità e di maggiore avversione al rischio potrebbe incentivare lo smobilizzo di posizioni rischiose e potrebbe aggravare le turbolenze.

Riflessioni e conclusioni

- Solvency II
 - competitività internazionale del settore
 - integrazione del mercato
 - protezione dei contraenti
 - "better regulation"
- Efficacia di Solvency II
 - sviluppo di un mercato secondario dei rischi assicurativi
 - classificazione degli strumenti di capitale omogenea con quella del settore bancario
 - impostazione efficace dei Pilastri II e III

La stabilità finanziaria dipende da temi trasversali e di integrazione dei settori bancario ed assicurativo

2. La trasversalità dei temi comuni al settore finanziario fa emergere l'esigenza di un dibattito continuo tra Regolatori, Autorità di Vigilanza e mercati, sia bancario sia assicurativo.
3. Diversi mesi fa posi una questione che qui riassumo. Osservavo il formarsi di una corrente di pensiero verso un sistema virtualmente privo di fallimenti, o comunque verso un sistema virtualmente privo di perdite da parte dei "clienti". Si parlava di meccanismi di protezione più ampi, come quelli previsti dai fondi interbancari di tutela dei piccoli risparmiatori, ma su ambiti più vasti. Posi allora la questione se queste tendenze di garantismo non riducessero eccessivamente la soglia di attenzione al rischio da parte della clientela degli operatori e dei mercati. Mi esprimevo, nel dare una risposta, nel senso che, come alternativa, si sarebbe comunque dovuto considerare un sistema dove i fallimenti fossero "possibili", ma evidenziando con più chiarezza i profili di rischio-rendimento perché fossero meglio percepiti dai mercati e dalla clientela. Detto in altri termini: un investitore deve sapere che rendimenti elevati implicano rischi elevati. Fino a qualche settimana fa non era una cosa pacifica.
4. Sembrava parlarsi di un caso teorico: oggi abbiamo un riscontro effettivo, ne vediamo gli effetti e cominciamo a capire come intervenire. La cosa più evidente, però, è che rimane la mancanza di un coordinamento e di azioni comuni tra le Autorità.
5. L'ultimo punto della lista è quello del livello di disclosure, cioè la trasparenza verso investitori e mercati che si è dimostrata insufficiente nell'operatività sui prodotti derivati e strutturati. Emerge come tema di rilievo anche nel panorama assicurativo dove, come ho già detto, le riserve sono valutate oggi solamente mark-to-model e con metodologie ed ipotesi ancora poco standardizzate e - occorre dirlo - talvolta con ampi spazi di opacità. Mi sono anche permesso un suggerimento: perché non obbligare chi produce strumenti derivati e strutturati ad un'informazione trasparente sui loro contenuti? E perché non obbligare a chiarire quali sono i margini, distinti tra margine del produttore e margine del distributore?

Il settore assicurativo si sta dotando di un nuovo regime economico e risk sensitive di vigilanza prudenziale con gli obiettivi, tra l'altro, di aumentare la propria competitività internazionale, d'integrare il mercato e di proteggere i contraenti, oltre che per implementare una better regulation.

Perché il nuovo Framework sia efficace, (oltre che efficiente nel non produrre costi di conformità che superino i relativi benefici), è necessario, a mio avviso, rifarsi all'esperienza di Basilea II e mantenere l'attenzione alta su alcuni punti.

Tra questi punti voglio ricordarne tre, che penso meritino un'attenzione particolare nell'ambito di una struttura che si propone un approccio economico e risk based:

1. favorire la nascita di un mercato secondario dei rischi assicurativi;
2. proporre una classificazione della composizione del capitale delle compagnie chiara ed omogenea con quella bancaria;
3. stimolare un'analisi efficace anche dei rischi che, per loro natura, sfuggono al Primo Pilastro e, più in generale, ai modelli quantitativi.

Inoltre, vale la pena ricordare ancora che, più in generale, la stabilità finanziaria dipende da temi trasversali e di integrazione dei settori bancario ed assicurativo.

Per questo, la complessità e la trasversalità dei temi da affrontare suggeriscono che l'efficacia di Solvency II, e più in generale la stabilità del sistema finanziario, dipendono da questioni la cui soluzione non può prescindere dalla collaborazione tra Regolatori, Autorità di Vigilanza e mercati di entrambi i settori, (bancario ed assicurativo), pur nel rispetto delle loro differenze e delle loro autonomie.