

# New Normal e Life Insurance: bassi tassi d'interesse, Solvency 2 e Politiche di gestione

**Dott. Andrea Battista**

Amministratore Delegato Eurovita Assicurazioni S.p.A., Roma

Tratterò di temi apparentemente piuttosto tradizionali in questo intervento, come i tassi di interesse, l'assicurazione vita e il capitale.

Se vi è qualcosa di nuovo in quello che andrò ad affermare, dipende tutto da quanto sta succedendo e da ciò che si trova di fronte a noi, non dal tema scelto.

Per certi versi, questo tema non è altro che la declinazione del titolo del nostro incontro.

L'integrazione dei mercati si declina in bassi tassi di interesse e in Solvency 2 per quanto riguarda l'assicurazione vita, dalla prospettiva della fabbrica prodotto.

Dove ci stiamo dirigendo? La mia risposta è che ci stiamo dirigendo verso un mondo nuovo.

I contenuti potrebbero essere a loro volta riformulati domandandosi: perché il contesto esterno è così importante e nuovo? E perché questo con tutte le complessità e le preoccupazioni che suscita comporta sfide e opportunità affascinanti e affrontabili?

New Normal è il termine coniato nel 2009, riformulato ora da altri anche in New Neutral, ovvero quello che dobbiamo prepararci a vivere, è lo scenario caratterizzato da minore crescita potenziale e bassi tassi di interesse nominali strutturali. Questa situazione continuerà nel tempo; probabilmente è cambiato qualcosa di strutturale anche nell'atteggiamento delle Banche Centrali. Ovviamente per un real fixed income money investor, ossia un soggetto che "ha denaro" e che strutturalmente investe orientato al reddito fisso per motivi naturali, quello che rileva è molto più il fattore tassi di interesse che quello della crescita reale.

Per cui possiamo affermare che per l'assicurazione vita, in quanto sistema fabbrica prodotto/rete distributiva, il vero duraturo lascito della crisi è questo regime di tasso di interesse così particolari e di medio-lungo periodo. La conseguenza è che ogni piani-



## Il New Normal

- **Il new normal** (ovvero il new neutral) è lo scenario strutturalmente caratterizzato da **minore crescita e bassi tassi di interesse nominali**.
- **«il QE è per sempre»**. Ovvero per molti anni / oltre l'orizzonte di pianificazione strategica.
- **Per un real fixed income money investor** il fattore tassi di interesse rileva molto di più del fattore crescita.
- Il nuovo regime di tassi di interesse di medio – lungo periodo dunque è il **vero duraturo lascito** della crisi per le compagnie Vita europee.



## Il «nuovo normale» esiste

- Ogni nuovo piano di business a 3/5 anni delle compagnie (Vita e non Vita, Italiane ed europee) è / sarà basato su l'ipotesi chiave di bassi tassi di interesse.
- **Consensus e tassi forward** segnalano che questo è lo scenario sia **real world che market consistent**, da assumere a base di piani industriali e politiche gestionali.
- Momenti di forte volatilità e rischio di bolle finanziarie fanno parte di questo regime finanziario.
- La quantità di evidenza teorica/empirica è impressionante.



parla addirittura di fissarlo a un livello ancora inferiore!

Conclusione indubbia; lo scenario di riferimento che dobbiamo assumere all'interno delle nostre decisioni di business è sotto tutti i punti di vista, teorico ed empirico, connotato da bassi tassi di interesse.

Perché ciò è così importante? Al di là della rilevanza intuitiva, è per quello che chiamo la natura di spread business del Vita. Il business Vita può essere analizzato in diversi modi, la visione di spread business implica che vi sia un bilancio che ha degli attivi e passivi e la sua redditività prospettica e corrente dipende dalla differenza tra i due costi. Se vogliamo, è una visione un po' finanziaria ma è sicuramente, specie in regime di bassi tassi di interesse, una prospettiva che non può essere assolutamente considerata secondaria.

Da questo discende ovviamente che ottimizzare la differenza tra queste due variabili è una variabile chiave del business. Essendo il costo del passivo, perché le liabilities sono a lunga scadenza, notoriamente rigido, il rendimento dell'attivo diventa una variabile importante e significativa.

Breve parentesi: per gli assicuratori contano i tassi nominali, molto più di quelli reali, che sono più rilevanti dal punto di vista della prestazione che viene offerta alla clientela.

Se la maggior parte degli utili e nella prospettiva che assumiamo dipende dallo spread, quelli che rilevano sono gli stock. I due punti di inflazione - riflessi nei tassi nominali - non agiscono nello stesso modo sui costi e sui ricavi, quindi un'inflazione al 2% come quella auspicata dai Governi e dalle Autorità per ovvi motivi è di per sé una variabile positiva. È un fatto aritmetico.

Nel 2005 mi ero dedicato con Vincenzo Guzzo al Fondo Monetario Internazionale, ad alcune analisi econometriche sul mercato Vita italiano, che avevano sostanzialmente individuato quali erano le variabili rilevanti nelle politiche di investimento nelle compagnie Vita. Insieme a due fattori ben presenti nello scenario che abbiamo

## Life insurance come spread business

- Una maniera non ovvia è interpretare il life insurance come uno **spread business**.
- L'impresa deve massimizzare nel tempo la differenza tra rendimento dell'attivo (impieghi) e costo del passivo (raccolta).
- Il costo del passivo è relativamente rigido e cambia nel tempo, i vincoli sono anche regolamentari.
- Deve dunque essere ottimizzato il rendimento corrente dell'attivo year by year (ottimizzazione multi periodale), più rigido che nell'asset management ma più flessibile del passivo.



## La variabile Target: lo spread

- Nelle politiche di investimento è chiave lo **spread sul free risk**.
- In un paper del 2005 Battista e Guzzo mostravano la rilevanza empirica di questa variabile.
- Analisi econometriche sul mercato Vita italiano avevano infatti fornito risultati significativi sul fatto che spread rilevanti inducevano a sostenere i rischi relativi per «catturarli».



## Principali evidenze empiriche - 2005

1. Le variabili esplicative del comportamento di investimento sono **spread, volatilità e regulation**.
2. Focus delle politiche di investimento è sui tassi nominali, non reali.
3. Le tradizionali teorie sui tassi di interesse spiegano solo parzialmente il comportamento delle compagnie.
4. Prevale il long term bias e le imprese sono «affamate» di term premia (specie se i tassi sono bassi).



## I tassi nominali

- I tassi nominali sono i valori che contano e guidano il calcolo economico.
- Infatti l'inflazione agisce in misura incrementale sul **flusso** dei costi...
- .... mentre il tasso nominale agisce sullo **stock degli assets** (in media pari a 300 volte il flusso dei costi).
- In un certo senso anche il tasso di inflazione è uno «spread».



davanti, cioè la volatilità finanziaria e il fattore regolamentare, lo spread era risultato la variabile significativa principale.

Eravamo riusciti a (di)mostrare, sul mercato Vita degli anni Novanta e primi anni Duemila, che la variabile spread, ad esempio, tramite i premi sulla curva di scadenza che possono essere ottenuti dalla compagnia, aiutavano a spiegare piuttosto bene il comportamento di investimento delle compagnie Vita. Questo nel passato, mentre nel presente dei bassi tassi arriva Solvency 2.

È dunque il combinato disposto di Solvency 2 e di bassi tassi di interesse l'unicità del contesto di business che abbiamo di fronte: questa è la vera sfida.

Sia Solvency 2 che i bassi tassi di interesse sono uno scenario che ci troveremo davanti per molto tempo.

Solvency 2 è una normativa che ci ha impegnato tantissimo negli ultimi anni, ha davvero un impatto olistico, a 360° gradi. Un elemento a volte poco considerato è che nella gestione di una compagnia Vita anche l'attività del top management tende a diventare sempre più tecnica perché Solvency 2, assieme a tutta una serie di complessità e qualche limite, ha comunque un aspetto che vale la pena ricordare e sottolineare.

Ossia le leve di intervento per il management sono molto più numerose che nel regime di Solvency 1. Per esempio, in Solvency 1 è praticamente impossibile o quasi crescere molto e al contempo aumentare la patrimonializzazione della compagnia, se non evitando del tutto la distribuzione degli utili e in situazioni particolari, mentre in Solvency 2, con le scelte opportune, questo è uno dei casi normali o naturali che si possono verificare. Ciò avviene perché le leve di intervento del top manager sono molto più numerose, in quanto si tratta di un approccio che affronta i rischi in modo granulare e matematico, non in modo sintetico e con coefficienti predefiniti come in Solvency 1. I limiti di Solvency 2 sono comunque importanti, tra tutti la gestione del fattore volatilità e la coerenza con i principi contabili. Non è certo il sistema perfetto, ammesso che questo possa esistere.

Se proviamo ad immaginare un altro mondo di tassi di interesse in Solvency 2, ad esempio una realtà di tassi di interesse non altissimi, ma ben più alti di quelli attuali, con normali politiche di prodotto e investimenti ottimizzati (in un'ottica Solvency 2) lo scenario centrale sarebbe sistematicamente di elevata patrimo-

## Solvency 2 - Premessa

- La normativa **SII** ha richiesto alle Compagnie di assicurazione un lungo cammino di adeguamento con cambiamenti di ampio respiro all'interno delle stesse.
- La molteplicità degli ambiti di impatto della Direttiva sta portando le aziende a ripensare le proprie modalità di gestione e ad introdurre nuovi paradigmi di management.
- La pervasività degli effetti della normativa richiede che ogni compagnia affronti **Solvency II** considerando i suoi effetti sulle strutture organizzative, sui criteri e sui modelli di valutazione tecnico-assicurativi, sulla governance dei controlli, sui processi di disclosure informativa nei confronti degli stakeholder.
- **Solvency II** si prefigura come una gestione olistica e dinamica delle compagnie di assicurazione.



## Solvency 2 VS. Solvency 1

*Il framework **Solvency I** ha limiti strutturali ben noti:*

1. Asimmetria valutativa tra attività e passività.
2. Rilevanza delle logiche contabili a discapito di quelle economiche (immobilizzato vs circolante).
3. Il requisito di capitale non ha alcun legame con il "risk mix".
4. Il capitale disponibile ed il capitale richiesto sono calcolati secondo logiche tra loro non coerenti.

**Solvency II:**

1. Avvicina le logiche regolamentari a quelle interne (economiche).
2. Implica un cambio nelle logiche gestionali e la necessità di azioni correttive sul profilo di rischio.
3. Necessità di adottare fin da subito le nuove e più moderne logiche di Risk Management.
4. Ottimizzazione del rischio.





nializzazione. La conseguenza di questo risultato è che proprio l'elemento congiunto di Solvency 2 e di tassi di interesse che crea una situazione così complessa e stressata anche dal punto di vista della solvibilità.

D'altronde, se pensiamo alla logica di Solvency 2, ciò non ci deve affatto stupire. In fondo è un grande processo di attualizzazione di flussi futuri originati dall'attivo e dal passivo, che esprime la patrimonializzazione come differenza tra valore delle attività e delle passività. Di conseguenza già oggi nel mio bilancio economico di Solvency 2 ho gli effetti attualizzati dello scenario di bassi tassi di interesse che in futuro avremo di fronte. Con l'aggiunta che poi alcune scelte politiche su temi che in senso dinamico avrebbero potuto diminuire questo impatto, come in primis il volatility adjustment, non sono andate in questa direzione.

I numeri riportati nelle tavole sono simulati sulla base di valori storici dei dati di mercato, quando occorrerebbe che il volatility adjustment incidesse con il bilanciamento. Nella crisi dello spread abbiamo stimato, con la simulazione della normativa in retrospettiva, un volatility adjustment totale a 120 (nei giorni famigerati dello spread oltre i 500, novembre 2011).

Le scelte di dettaglio, le calibrizioni normative e l'impianto complessivo dunque vanno nel senso di portare al massimo effetto e di attualizzare, in senso sia tecnico-matematico che concreto di business, l'impatto dei bassi tassi di interesse. Questo si porta dietro delle conseguenze, una delle quali riguarda le politiche di investimento. Se lo spread è così rilevante nella gestione del bilancio di una compagnia Vita, se i tassi che ci troviamo di fronte sono quelli che abbiamo sopra visto, se già oggi ho l'impatto in termini patrimoniali, da qualche parte devo andare ad investire in maniera coerente con questo scenario. Ovviamente non tutti gli attivi sono adeguati per una compagnia Vita, al di là delle norme. L'anno scorso Blackrock ha realizzato una ricerca su scala paneuropea e una delle affermazioni ricorrenti emerse dalla ricerca - fatta su base di interviste - è stata che entro il 2017 il 50% delle compagnie avrebbero allocato almeno il 50% degli investimenti nei c.d. private assets. Private assets tra cui spiccano il private equity, il private debt

## Solvency 2 – un altro mondo di tassi di interesse

1. Ipotizziamo una situazione in cui i tassi free risk nell'arco di due-tre anni (23) si posizionino su valori intorno al 1,5% - 2% con lo spread a 100 – 120 bps, un «old (ma neanche tanto) normal».
2. **Una media compagnia italiana, ottimizzando opportunamente i prodotti e gli investimenti in ottica Solvency II, porterebbe il suo solvency ratio a oltre il 300%, invece di 150%.**
3. Il tutto avverrebbe in 2/3 anni utilizzando ipotesi "ragionevoli" (una moderata ed equilibrata crescita del new business, un mix prodotti diversificato ma con una prevalenza di polizze tradizionali rivalutabili ...).
4. Un utilizzo più "aggressivo" di tutte le leve che **Solvency II** mette a disposizione per ottimizzare la posizione patrimoniale porterebbe a risultati ancora più favorevoli.



## Solvency 2 e tassi di interesse

1. **L'impatto di S2 per il business Vita è significativamente connesso al basso livello di tassi di interesse.**
2. Il paradigma **S2** «anticipa» infatti nel bilancio di oggi l'effetto di un scenario di tassi a lungo bassi.
3. Tale effetto si realizza tramite il valore delle passività e quindi dei mezzi propri (valore attività meno valore delle passività).
4. Alcuni effetti sono esacerbati da scelte «politiche» su temi come il volatility adjustment.



## Solvency 2 – il VA non incide quando occorre

Data	VA Currency	Va Country	Va Totale	Spread BTP/BUND in bps	Rend. BTP 10y
31/12/2008	= 120	0	= 120	145	4,38
31/12/2009	= 40	0	= 40	78	4,14
31/12/2010	= 50	0	= 50	185	4,81
31/12/2011	= 120	0	= 120	520	7,03
31/12/2012	= 50	= 30	= 80	318	4,49
31/12/2013	= 20	= 30	= 50	216	4,08
31/12/2014	17	0	17	134	1,88
30/06/2015	27	0	27	157	2,33



e le infrastrutture. Non tutti questi assets sono facilmente utilizzabili, per esempio il private equity per vari motivi - non da ultimo per l'assorbimento di capitale - appare strutturalmente problematico per una compagnia Vita, il private debt e infrastrutture molto meno. E se le infrastrutture per motivi regolamentari sono abbastanza "al palo", il private debt sta compiendo anche in Italia i suoi primi passi.

Io ritengo che questa sia una classe di investimento davvero adeguata per un passivo come quello assicurativo, una delle leve con le quali si può affrontare il regime di bassi tassi di interesse e la necessità di una ricerca di spread. Molti gli aspetti in tal senso.

Vi è in primis la prevedibilità del flusso di cash flow, come primo elemento, poi una dinamica che chiamo hedging naturale con la liquidità del passivo, è un asset class che consente un lookthrough totale e trasparente - a mio avviso non avranno spazio veicoli di investimento poco leggibili o poco trasparenti, sia per la storia passata sia per il principio del lookthrough. Un punto interrogativo vi è sul tema della volatilità, che andrà trattato e verificato. Infine vi è un trattamento ragionevolmente favorevole e coerente con la rischiosità in termini di assorbimento nel framework di Solvency 2. Al netto di tutti gli effetti di diversificazione e loss absorption, non siamo molto oltre il 10% di assorbimento a livello di formula standard. Assorbimento dunque che è coerente e sostenibile con i target e le prospettive di redditività dell'attivo.

Questo è un primo esempio che discende direttamente, per quanto riguarda gli investimenti, dall'impatto di Solvency 2 nell'ambito della gestione di una compagnia Vita. Mi piacerebbe trarre da questo ragionamento delle brevi considerazioni di contorno. Quali sono le conseguenze e perché uno scenario pur così challenging e complesso lascia margini di manovra e di potenziale successo per la gestione di una compagnia Vita. Per questo motivo un po' di tempo fa feci un interessante viaggio in Giappone, per andare a visitare alcune compagnie Vita giapponesi. Ciò sulla base di un'osservazione banale: nel Giappone - patria della "trappola" della liquidità - dopo vent'anni di tassi a zero o poco

### **Diversificazione investimenti – illiquid assets**

1. Tendenza verso l'illiquido: entro 2017, il 50% delle compagnie allocano almeno 15% degli investimenti in private assets (ricerca di Blackrock).
2. Tra questi spiccano private debt e infrastrutture.
3. Le infrastrutture per ora sono ferme per motivi di offerta e regolamentari.
4. Private equity appare strutturalmente problematico.



### **Diversificazione investimenti – il private debt**

1. Classe di investimento nuova per l'Italia.
2. Prevedibile flusso di cash flow.
3. Elevato fitness con il passivo, limitate alternative.
4. Illiquidity natural hedging.
5. Asset class trasparente, lookthrough totale.
6. Da verificare il tema della volatilità, probabilmente contenuta.
7. Buon trattamento nel framework di assorbimento di S2



### **Il caso giapponese: anecdotal lessons**

Il caso giapponese propone alcune suggestioni ed è il riferimento più naturale.

Il mix di azioni per reagire è stato caratterizzato da:

- **economie di scala,**
- **politiche di mix prodotto**
- **ridisegno garanzie nuove ed esistenti**
- **maggior rischio di investimento**
- **supporto regolatorio**



più sul lungo termine, nonostante gli accorpamenti, i default e ristrutturazioni - le compagnie Vita producono in media dei profitti buoni.

Quindi ho avuto semplicemente la curiosità di capire sul campo come in uno scenario di tassi bassi si possa sopravvivere e prosperare.

E, pur nell'ambito della non semplice comprensibilità del mondo giapponese e in assenza di un'ampia letteratura scientifica, queste sono le suggestioni che ne erano venute fuori. Le compagnie sono cresciute, hanno spinto sulla diversificazione, si sono accorpate e ristrutturate, hanno cambiato il mix di business, ma mantenendo anche prodotti non lontani dal nostro ramo I, hanno ridisegnato le garanzie nuove e quelle esistenti (con un contributo del regolatore, che ha consentito operazioni di ristrutturazione del passivo con una certa facilità), hanno preso maggiori rischi di investimento e hanno avuto un grosso sostegno pubblico.

Da questa esperienza si possono trarre alcune premesse alle linee guida che ci siamo dati, senza avere alcuna pretesa di carattere generale, ma semplicemente con il proposito di lanciare una suggestione.

Se allora i tassi sono bassi e così rimarranno per un lungo arco temporale, se Solvency 2 anticipa pienamente l'effetto dei bassi tassi se in aggiunta a questo abbiamo una minaccia, che sembra poco probabile ora ma che sarebbe letale cioè l'aumento repentino dei bassi tassi di interesse in un periodo ridotto, se in questo contesto la ricerca del rendimento dello spread assoluto è strutturale perché fa parte del DNA delle politiche di investimento delle compagnie Vita?

Esistono comunque nel mondo casi parzialmente affini di relativo successo per alcuni player in contesti simili. Un'altra buona notizia - che a volte tendiamo a sottovalutare - è che il bisogno di medio periodo di risparmio non rischioso esiste ed è forte. Questo si riversa nella domanda di prodotti assicurativi Vita, in particolare tradizionale. Credo che la domanda della clientela sarà non solo ottima e abbondante come tutti osserviamo, cercando di gestire, come abbiamo fatto quest'anno, gli afflussi di liquidità che arrivano alle nostre gestioni separate.

Ma questo non è un fenomeno destinato a passare nel breve, se lo scenario di riferimento è quello che abbiamo tratteggiato.

### **Alcune premesse alle linee guida**

- Tassi sono bassi e resteranno bassi, con momenti di forte volatilità e rischio bolle finanziarie.
- **Solvency 2** «anticipa» pienamente l'effetto dei bassi tassi e la minaccia di aumento repentino degli stessi.
- Ricerca di rendimento/spread assoluto è strutturale nelle politiche di investimento delle compagnie, ancor più in regime di bassi tassi. Ciò ha impatto sulle politiche di investimento.
- Buone notizie ai naviganti: forte bisogno di medio periodo di risparmio non rischioso, domanda ottima e abbondante, forse la funzione che la determina è anche stabile.
- Esistono casi/esempi di gestione in lunghi periodi di tassi molto bassi, non solo in tema di politiche di investimento.



### **Linee guida per il management - 1**

- Approccio olistico adottando un mix di politiche è indispensabile, non esiste la «single easy solution».
- Crescere è importante ovvero diminuire l'incidenza dei costi fissi su margini compressi.
- Usare tutte le leve di **S2**, tante e articolate.
- No mismatch risk (la lezione tedesca, giapponese e di **S2**).
- Inserire nel risk appetite - pur limitandolo e monitorandolo - il rischio di investimento, selezionando le asset class «giuste».



Personalmente credo che il bisogno della clientela di prodotti come quelli assicurativi sia destinato a consolidarsi e probabilmente anche la funzione che determina questa domanda è destinata ad essere abbastanza stabile, sempre nel contesto che abbiamo disegnato.

Se tutto questo è vero cosa si può cercare di fare? La prima cosa di cui dobbiamo convincerci è che non esiste la single easy solution o la killer application: la vita non sarà di sicuro così semplice! La crescita è importante, prima si parlava di economie di scala e in questo ambito è ancora più forte, cioè tutti i player nella loro fascia dimensionale hanno o possono generare economie di scala, quindi la crescita per diminuire l'incidenza dei costi su margini è un must più che una scelta vera e propria. Solvency 2 ha tante leve articolate che bisogna capire e usare, tante sono le azioni che possono essere fatte, come, per esempio, ogni scelta sugli investimenti contrariamente a Solvency 1 impatta sulla patrimonializzazione. Una "scorciatoia" da non prendere, a mio modo di vedere, è quella del mismatch risk, cioè investire più a lungo (o a breve) delle passività, questo non è un rischio che può essere considerato per risolvere il problema, sia sulla base delle lezioni empiriche sia sulla base degli input di Solvency 2.

Le imprese dovranno dunque comunque rischiare un poco di più negli investimenti. Oggi abbiamo strumenti come il risk appetite per gestire, comunicare e individuare il rischio di investimento, che va monitorato e limitato selezionando le asset classes giuste e coerenti con la natura di investitore di lungo termine. Per esempio il private debt è quello che in questo momento è più semplice; quando Solvency 2 rimedierà al tema delle infrastrutture potrebbe esservi un altro elemento.

Sulle linee di prodotto, la mia tesi è che l'unico approccio coerente e sensato sia quello di avere un mix a 360°.

Come assicuratori Vita, vogliamo essere operanti in tutti i segmenti di questo business. Tra l'altro Solvency 2 è uno schema regolamentare e tra le tante leve che ci consente premia in maniera significativa e misurabile la diversificazione. Ovviamente, nell'ambito del solo business Vita la diversificazione è più limitata ma esiste.

Gestire le vecchie e le nuove polizze quasi come se fossero due mondi a sé stanti, cercando di limitare i danni sulle vecchie polizze ad alto rendimento garantito e creare valore sulle nuove garanzie allo 0%, potrei dire, forse esagerando, che sono quasi due mestieri diversi.

Una domanda che si aggira nei corridoi delle compagnie è: qual è il target ideale di Solvency 2? Tutti noi c'eravamo abituati al

## Linee guida per il management - 2

- **Avere un mix di linee prodotto equilibrato: focus su segmento specifico presenta in ogni caso rischi idiosincratici.**
- **Backbook e new business come due «divisioni», i driver di valore sono diversi.**
- **Solvency ratio da indirizzare in progressiva crescita, ora difficile individuare qual è il livello target «giusto».**
- **Gestire ex ante la volatilità del bilancio S2**
- **Consapevolezza del rischio chiave: aumento repentino tassi e spread («la medicina uccide»). Da gestire nel medio periodo.**
- **E soprattutto....**





120% di Solvency 1, il 20% era emerso negli anni come il buffer naturale.

Io credo che l'unico target che ci si possa dare in questo momento è di aumentare progressivamente la patrimonializzazione per due motivi.

Il primo è epistemologico S2 è una cosa nuova, un po' sconosciuta a molti, ma da tutti comunque conosciuta al più in laboratorio, che per ora è stata provata solo in vitro; adesso dovremo vederne l'effetto che ha in pratica, per poi capire.

Il secondo motivo è per la volatilità, che è intrinseca in questo regime patrimoniale e che fa in modo che si possa pensare difficilmente a buffer che risultino troppo alti in questo momento. In altri termini, è necessario gestire ex ante la volatilità del bilancio Solvency 2.

Bisogna poi avere la consapevolezza del rischio chiave dell'aumento dei tassi, anche se questa è l'area su cui in questa fase si può agire meno, se non evolversi continuamente in termini di capitalizzazione e darsi un target di solvibilità in crescita progressiva per i prossimi anni, finché non è chiaro come questo sistema reagisce alle volatilità di mercato.

Esiste, a mio parere, una linea guida complessiva, suffragata anche dai dati di fatto: ci troviamo di fronte a uno scenario complesso, che è sicuramente di enorme sfida, non ci sono alternative perché continuerà a lungo. Ma se crediamo ad alcune delle suggestioni e degli elementi che abbiamo discusso, la sfida non è impossibile. Tali elementi sono basati sui precedenti storici, sulle riflessioni tecniche in tema di diversificazione dei prodotti e degli investimenti e sulla articolazione gestionale che Solvency 2 consente.

Il pessimismo potrebbe essere un'arma letale per l'industria assicurativa, quasi autorealizzante, come potrebbe esserlo – volendo fare un paragone - per la crescita dell'economia italiana nel prossimo periodo.

La visione del mondo, per citare una frase di Hermann Simon, è sempre all'origine di un grande successo. La visione qui presentata è elaborata sulla base del combinato disposto di bassi tassi di interesse e di Solvency 2.

Affrontare questo mondo è un prerequisito per vincere.