

Finanziamento dell'economia italiana

Dott. Dario Focarelli

Direttore Generale ANIA – Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici, Roma

La riduzione dei finanziamenti, in particolare di quelli a lungo termine (e, tra questi, di quelli destinati soprattutto alle piccole e medie imprese), non è un fenomeno solo italiano, ma europeo e mondiale. I comparti che ne hanno risentito maggiormente sono, come evidenziato da un recente lavoro della Banca d'Italia, gli investimenti in infrastrutture e le piccole e medie imprese.

La forte contrazione dei finanziamenti bancari è attribuibile principalmente a due fattori: l'eccesso di credito derivante dalla crisi finanziaria - e la conseguente difficoltà nel riportare la situazione alla normalità - e l'innalzamento del costo del capitale per il settore bancario, quasi raddoppiato rispetto al passato in conseguenza degli interventi regolamentari. Quest'ultimo ha, ovviamente, effetti disincentivanti sulla concessione di credito.

A livello europeo sono in corso una serie di iniziative, ma mi soffermerò sugli interventi messi in atto dalla Banca Centrale Europea.

La BCE ha recentemente annunciato un programma di acquisti di due tipologie di strumenti: attività di cartolarizzazione (Asset-Backed Securities, ABS) e covered bonds bancari. Mentre l'acquisto di covered bonds ha trovato immediato consenso nell'ambito dell'Eurosistema, quello di titoli cartolarizzati ha suscitato perplessità in alcune BCN. Nella realizzazione del programma relativo alle ABS un ulteriore ostacolo è rappresentato dalla dimensione ridotta del mercato. Il Presidente Draghi ha annunciato di voler incrementare il totale di bilancio della Banca Centrale Europea da 2 a 3 trilioni di euro; il totale dei titoli ABS e covered bonds in circolazione è, tuttavia, pari a circa un trilione di euro. L'unico modo per raggiungere l'obiettivo dichiarato è, quindi, quello di acquistare tutti i titoli esistenti, compresa la parte senior e la parte mezzanina, a condizione che per quest'ultima ci sia una garanzia dello Stato o di ente equipollente.

Il dilemma in questo momento è quindi se la BCE abbia lanciato i nuovi program-



La contrazione del credito in Europa

cause

- Negli ultimi anni si è assistito in Europa a una forte contrazione di risorse per l'economia reale (in particolare di finanziamenti a lungo termine). Tra le cause:



mi di acquisto nel presupposto che fossero in grado di realizzare l'espansione del bilancio desiderata o nella prospettiva di passare successivamente all'acquisto di titoli pubblici. Al tempo stesso, quanto forte si rivelerà l'opposizione ai programmi di QE?

La questione quindi è legata a comprendere quale impulso darebbero all'economia i programmi di acquisto di assets recentemente avviati. Oltre all'immediato impulso quantitativo, l'economia potrebbe giovare dallo sviluppo di un mercato della carta privata? Draghi ritiene che gli acquisti di tranches senior – e quindi meno rischiose – da parte della BCE innescherebbero un processo che porterebbe alla creazione di un mercato della carta privata e di un benchmark. Anche molti economisti concordano sull'idea che ciò agevolerebbe la creazione di un mercato specifico per tali strumenti finanziari, ma allo stesso tempo vedono, in queste iniziative, delle difficoltà.

Dal punto di vista degli assicuratori, l'ampliamento del mercato dei titoli privati appare una prospettiva interessante.

Siamo di fronte a una grande opportunità (scommessa) perché in un contesto, come quello europeo, largamente incentrato sul sistema bancario, esistono veramente potenzialità per la creazione di un mercato di titoli privati, soprattutto ove vengano risolti i potenziali notevoli conflitti di interesse.

Come ho già detto in precedenza, la contrazione del credito è stata un fenomeno europeo; tuttavia, mentre negli altri paesi si è tornati su consistenze superiori a quel-

La contrazione del credito in Europa

iniziative a sostegno del credito

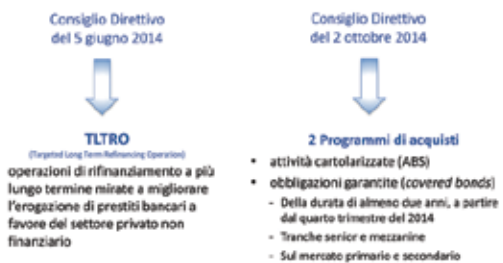


Ania Area Iscritti - Efficiamento dell'Economia Italiana

11 ottobre 2014 1

La contrazione del credito in Europa

interventi della Banca Centrale Europea



Ania Area Iscritti - Efficiamento dell'Economia Italiana

11 ottobre 2014 4

La contrazione del credito in Italia

iniziative a sostegno del credito

In Italia, in un contesto caratterizzato anche da:

- > calo di redditività delle imprese
- > innalzamento dei tassi sui nuovi prestiti
- > aumento delle sofferenze in rapporto ai prestiti

tra le altre iniziative, sono stati introdotti importanti interventi normativi per sostenere il credito alle imprese, in particolare alle PMI, struttura portante dell'economia italiana



Ania Area Iscritti - Efficiamento dell'Economia Italiana

11 ottobre 2014 8

le precedenti la crisi, in Italia la ripresa è stata totalmente nulla.

Nel nostro paese sono state messe in atto numerose iniziative. In primo luogo, è stato creato lo strumento dei minibond, utili per favorire l'ingresso nel mercato da parte di nuove imprese di medie dimensioni. I risultati sono stati, tuttavia, molto esigui da un punto di vista quantitativo: poche emissioni, con tassi di rendimento intorno al 6% su durate di 5 anni.

Il recente Decreto-legge n.91 (il c.d. D.L. "Competitività"), in secondo luogo, ha introdotto tre novità per le imprese di assicurazione: i) la possibilità di erogare finanziamenti diretti; ii) la possibilità di acquistare titoli cartolarizzati – soprattutto di minibond e di finanziamenti diretti –; iii) la possibilità di investire direttamente in fondi di debito. Queste sono le tre nuove opzioni introdotte anche nel nuovo Regolamento 36 di IVASS.

Il Decreto chiarisce alcuni punti relativi alla concessione del credito e, in particolare, alle modalità e ai limiti operativi da rispettare. Si dispone che una compagnia di assicurazioni possa erogare credito fino ad un ammontare pari (o inferiore) al 5% degli attivi. I criteri in base a cui viene definito il limite per la specifica operazione sono: i) l'individuazione dei prenditori dei finanziamenti in partnership con una banca o un intermediario finanziario; ii) la presenza di un merito di credito dell'impresa adeguato; iii) la presenza di un adeguato livello di patrimonializzazione dell'impresa.

Quanto all'esistenza di un interesse da parte degli assicuratori, ci sono da fare alcune considerazioni.

I dati mostrano come lo spread pagato dalle imprese in paesi come l'Irlanda, l'Olanda e la Germania si sia ridotto rispetto al livello massimo raggiunto durante la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro; in Italia e in Spagna, invece, i livelli sono rimasti pressoché immutati. In generale, nei portafogli delle grandi imprese di assicurazione europee la quota di government bonds e quella di corporate

D.L. «Destinazione Italia»: i Minibond

n. 145, 23 dicembre 2013

- Apporta modifiche alla disciplina relativa alle operazioni di cartolarizzazione e a quella sugli strumenti ammissibili per gli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi previdenziali

Obiettivo:
accrescere la diffusione di obbligazioni e di minibond tra gli investitori istituzionali

- In particolare, introduce la possibilità per le compagnie di investire in:
 - minibond anche se privi dei requisiti legati all'anzianità di costituzione dell'impresa, alla certificazione del bilancio e alla durata residua dell'obbligazione (entro il limite del 3% delle riserve);
 - titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione con le caratteristiche previste dal decreto (entro il limite del 3% delle riserve)
 - in precedenza era possibile investire solo in titoli con rating investment grade.

Ania Dato Icaro® - Il Finanziamento dell'Economia Italiana 23 ottobre 2014 9

Decreto-legge n. 91 (c.d. D.L. «Competitività») (1/2)

art. 22 «Misure a favore del credito alle imprese»

- Permetterà alle compagnie di assicurazione di finanziare le imprese attraverso modalità dirette e indirette:

<p>Finanziamenti diretti</p> <p>Le imprese di assicurazione potranno concedere finanziamenti sotto qualsiasi forma a soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese</p>
<p>Operazioni di cartolarizzazione</p> <ul style="list-style-type: none"> • le società di cartolarizzazione potranno concedere finanziamenti sotto qualsiasi forma nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese. • le imprese di assicurazione potranno utilizzare qualsiasi titolo emesso nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione quale attivo ammesso a copertura di riserve tecniche.
<p>Investimento in fondi di debito o di credito specializzati</p>

Obiettivo:
Incentivare l'intervento da parte degli investitori istituzionali

Ania Dato Icaro® - Il Finanziamento dell'Economia Italiana 23 ottobre 2014 10

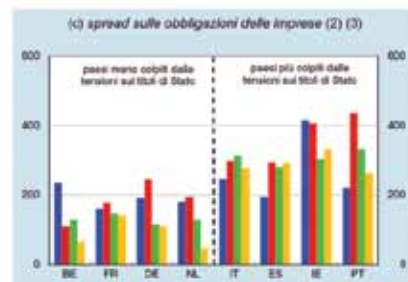
Decreto-legge n. 91 (c.d. D.L. «Competitività») (2/2)

art. 22 «Misure a favore del credito alle imprese»

- Il Decreto prevede inoltre che:
 - la Banca d'Italia disciplinerà termini e modalità per la trasmissione da parte delle compagnie di comunicazione periodica di ogni altro dato o documento richiesto e della loro partecipazione alla Centrale dei Rischi
 - IVASS stabilirà le condizioni e i limiti operativi per la concessione dei finanziamenti secondo i seguenti criteri:
 - 1) l'individuazione dei prenditori dei finanziamenti da parte di una banca o di un intermediario finanziario iscritto all'Albo previsto dall'articolo 106 del TUB;
 - 2) la garanzia che i prenditori trattengono, fino alla scadenza dell'operazione, un interesse economico nell'operazione pari ad almeno il 5% del finanziamento concesso;
 - 3) la presenza di un adeguato sistema dei controlli interni e gestione dei rischi da parte dell'impresa;
 - 4) la presenza di un adeguato livello di patrimonializzazione dell'impresa.

Ania Dato Icaro® - Il Finanziamento dell'Economia Italiana 23 ottobre 2014 11

Spread sulle obbligazioni



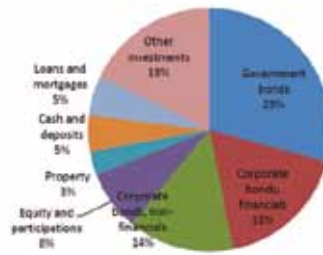
Fuori dalla zona euro, il portafoglio degli asset sotto gestione dell'Intermediazione delle obbligazioni (calcolato sul mercato interbancario) delle banche e delle imprese in cui l'ampio è suddiviso nel pieno rispetto dell'assetto patrimoniale. I portafogli sono stati definiti più frammentati, dal 1° gennaio del 2007 al 31 del 2012, una volta che l'assetto patrimoniale del 2012 era in corso, per il 2013, dal 1° gennaio del 2013 al 31 del 2013. Fonte: Banca d'Italia, basata sulle statistiche finanziarie, n. 17 maggio 2014.

Ania Dato Icaro® - Il Finanziamento dell'Economia Italiana 23 ottobre 2014 12

bonds sono sostanzialmente analoghe, entrambe intorno al 30%; in Italia, invece, la percentuale di titoli di Stato è molto più alta. Dagli investimenti in titoli di Stato le assicurazioni hanno guadagnato, negli ultimi tre anni, 100 miliardi di euro, che hanno grandemente contribuito a salvaguardare la stabilità dei loro bilanci. In questo comparto sono stati realizzati guadagni in conto capitale effettivi, non solo legati al recupero delle perdite subite nella seconda metà del 2011. Il rendimento dei BTP decennali oscilla nell'intorno del 2%, mentre era dell'ordine del 5% prima della crisi. Stiamo ovviamente parlando di valutazioni di bilancio ma è certo che la fiducia data all'investimento in titoli di Stato si è rivelata una scelta di successo. Ciò non toglie che, in una prospettiva di lungo termine, una composizione del portafoglio concentrata sui titoli di Stato appare peculiare nel confronto internazionale.

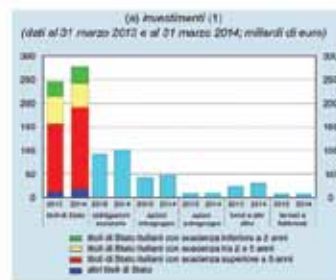
Sommando queste due considerazioni ritengo che la tendenza ora, in una visione di lungo termine, sia verso il corporate. Un terzo importante tema che affrontano gli assicuratori, e che contribuisce a rafforzare questa mia idea, è quello del rispetto delle garanzie in portafoglio. La media europea di tali garanzie è intorno al 2,5%; il tasso quinquennale sui BTP è ritornato al 2,5% in questi giorni, ma una decina di giorni fa era addirittura inferiore. Ciò vuol dire che, nonostante la garanzia mediana sia scesa dal 3% del 2009 al 2,5% del 2013, investire in BTP non consentirebbe alle imprese di assicurazione di coprire il loro valore mediano. Per quanto riguarda Solvency II, invece, ad essere penalizzati sono i portafogli con duration maggiori; Solvency II scorggia, infatti, gli investimenti a lungo termine a meno che non siano perfettamente in matching con le passività. Ma potremo essere in grado di farlo e con basso contenuto di capitale perché importeremo in Italia il sistema dei surplus funds tedeschi, normativamente parlando, per poi far giudicare il mercato. È

Investimenti delle principali compagnie europee



Fonte: EYRA, Financial Stability Report, maggio 2014
Ania - Serie Fcas01 - Il Finanziamento dell'Economia Italiana - 23 ottobre 2014 - 11

Investimenti delle imprese di assicurazione italiane



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria n.17 maggio 2014
Ania - Serie Fcas01 - Il Finanziamento dell'Economia Italiana - 23 ottobre 2014 - 12

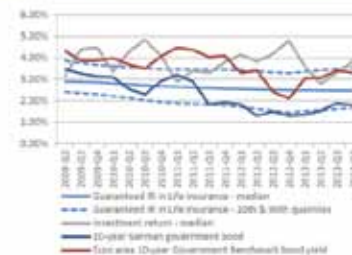
Investimenti delle imprese di assicurazione italiane

Attività e copertura delle riserve tecniche
(in miliardi di euro)

	2011	2012	2013
Totale di debito (1)	65,1	65,8	67,7
di cui:			
- titoli di Stato (2)	0,0	0,0	0,0
- titoli di Stato italiani con scadenza inferiore a 2 anni (3)	-	0,0	0,0
- titoli di Stato italiani con scadenza tra 2 e 5 anni (4)	2,2	2,0	1,9
- titoli di Stato italiani con scadenza superiore a 5 anni (5)	1,9	1,9	1,7
Totale di capitale (6)	-	-	-
di cui:			
- titoli di capitale con durata (7)	1,2	1,1	0,9
- titoli di capitale con durata superiore a 5 anni (8)	1,9	1,9	1,9
- titoli di capitale con durata superiore a 5 anni (9)	1,9	1,9	1,9
Totale	66,3	66,7	68,6
Per categoria:			
- Riserve tecniche (10)	200	195	194

Fonte: Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, n.17 maggio 2014
Ania - Serie Fcas01 - Il Finanziamento dell'Economia Italiana - 23 ottobre 2014 - 13

Solvency II – Il tasso di interesse garantito



In Italia più del 52% delle riserve matematiche è relativo a polizze con tassi garantiti minori del 3%, e i nuovi prodotti offrono garanzie con tassi minori del 2% (Fonte: IFASS)

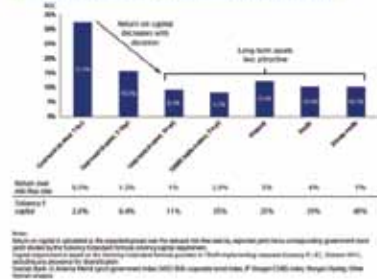
Fonte: IFASS, Stabilità Finanziaria Report, maggio 2014
Ania - Serie Fcas01 - Il Finanziamento dell'Economia Italiana - 23 ottobre 2014 - 14

un sistema che riguarda sia i surplus funds tedeschi sia il meccanismo inglese di matching. Le ultime novità contenute nel Decreto-legge "Competitività" mostrano un atteggiamento molto più favorevole rispetto al passato per le cartolarizzazioni (e in misura minore sugli investimenti in infrastrutture), anche se sotto specifiche condizioni, tra cui quella di essere cartolarizzazioni senior. Se da un lato tali condizioni sono incentivanti (perché le cartolarizzazioni senior sono poco capital intensive), dall'altro sono difficilmente raggiungibili: le cartolarizzazioni senior sarebbero in gran parte acquistate dalla BCE rendendo il mercato, di fatto, inesistente. L'altra novità positiva relativa a Solvency II riguarda il trattamento dei project bonds, ora parificato a quello dei corporate bonds. Ritengo che queste novità siano certamente positive, nella misura in cui danno l'opportunità per una diversificazione dei portafogli rispetto ai titoli di Stato.

La domanda che ci si pone è se sia possibile un più ampio coinvolgimento degli assicuratori nel finanziamento dell'economia reale. La mia risposta è positiva. Tuttavia non penso che questo sia sufficiente a compensare l'ampio deleveraging creato dalle banche. Ritengo che queste misure possano rappresentare un importante incentivo per le compagnie di assicurazione ad investire nelle nuove tipologie di strumenti finanziari, ma la questione del finanziamento diretto è più complicata. La modalità più facile e più rapida per farlo è, al momento, ancora il rapporto con le banche. Anche il Regolamento 36 dell'IVASS favorisce la partnership al 50%, esonerando coloro che utilizzano tale opzione dalla richiesta di autorizzazione per concedere il finanziamento. Le banche tuttavia non hanno grandissima voglia di fare partnership al 50%. L'investimento tra il 5% e il 50% è più limitato in termini di quantitativi, però è soggetto a uno scrutinio maggiore da parte dell'IVASS.

Solvency II

Figure 13: Return on capital (ROCE) as a measure of assets' attractiveness

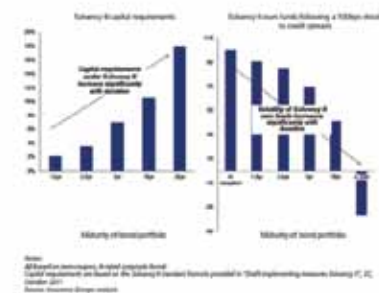


Ania

Dario Focarelli - Il Finanziamento dell'Economia Italiana

23 ottobre 2014 11

Solvency II



Ania

Dario Focarelli - Il Finanziamento dell'Economia Italiana

23 ottobre 2014 11

Solvency II

- Con il nuovo testo degli Atti Delegati (ottobre 2014) la Commissione Europea prosegue nello sforzo già in atto di stimolare gli investimenti a lungo termine.
- In particolare, ha provveduto a rivedere i requisiti per strumenti come:
 - le cartolarizzazioni
 - gli investimenti infrastrutturali
 - gli investimenti in PMI
 nell'intento di mettere le compagnie di assicurazione nella posizione di poter diventare un'alternativa al canale di finanziamento bancario.

Ania

Dario Focarelli - Il Finanziamento dell'Economia Italiana

23 ottobre 2014 11

Conclusioni (1/3)

- Il processo di deleveraging del settore bancario può quindi rappresentare un'opportunità di diversificazione per le imprese di assicurazione e di stimolo per il rilancio del credito all'economia italiana?
- Sì, ma solo a patto di riconoscere:
 - le profonde differenze esistenti tra l'attività tipica delle imprese di assicurazione e quella di concessione di prestiti su larga scala
 - la necessità di un maggiore trade-off rischio-rendimento (assumendo che il «volatility» e il «matching adjustment» siano efficaci)
 Perché?
 - L'opportunità di diversificazione deriva dalla potenziale flessione della domanda di «buono» credito da parte delle banche, principalmente a causa dell'aumento dei requisiti di capitale

Ania

Dario Focarelli - Il Finanziamento dell'Economia Italiana

23 ottobre 2014 11

Un esempio è rappresentato da AXA, che ha erogato in un anno e mezzo 2 miliardi di finanziamenti diretti (di nuovo credito) a imprese, tutti in partnership con le banche (100 operazioni da 20 milioni di euro ognuna). Le operazioni sono state valutate nel merito una ad una dalla compagnia in un modo di procedere poco praticabile per operazioni di importo inferiore. Quindi da un lato capisco che c'è attrattiva per questo mercato mentre dall'altro si va a concorrere su un pezzo di credito che già esiste.

Tale modo di procedere presenta però il vantaggio di dar vita a nuove linee di lavoro, di dare impulso a nuovi rapporti con le banche senza essere destinatari di crediti già esistenti. Non si tratta certamente di una strada priva di difficoltà, ma vale la pena di esplorarla!

Conclusioni

(2/3)

- Il tasso di interesse su un BTP a 5 anni è inferiore al 2%, mentre le imprese pagherebbero il 5-6% per titoli con duration analoga (*bullet loans*).
- Questo 3-4% è sufficiente per compensare il maggior rischio? Presumibilmente sì, ma...
 - Non è ancora chiaro l'effetto delle misure annunciate dalla BCE, che hanno l'obiettivo di ridurre il gap tra domanda e offerta di credito
 - e, in ogni caso, la porzione di spread maggiore dovrebbe essere riconosciuta per aumentare la capacità di selezionare e monitorare la domanda di credito e/o per definire accordi in grado di ridurre potenziali conflitti di interesse

Conclusioni

(3/3)

- In una prospettiva di medio-lungo termine la tendenza a investire nel mercato del credito privato sarà favorita da esposizioni inferiori sui Titoli di Stato e dall'aumento delle passività delle compagnie di assicurazione.
 - Il dibattito sulla ristrutturazione del debito sovrano è stato avviato dal FMI in modo da assicurare che gli interventi risultino adeguati sia in termini quantitativi sia per quanto riguarda la tempistica
 - Il dibattito sull'eliminazione del bias regolamentare raggiungerà una conclusione