



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Rialzo dei tassi di interesse e stabilità del sistema assicurativo

Alberto Floreani

[Alberto.floreani@unicatt.it](mailto:Alberto.floreani@unicatt.it)





- Il Solvency ratio e la situazione del mercato assicurativo a fine 2021
- L'impatto dell'aumento dei tassi di interesse sul Solvency Ratio 2022
- L'effetto del possibile «high-for-long» sul mercato assicurativo
- Gli elementi di attenzione e il caso Eurovita



Fondi Propri

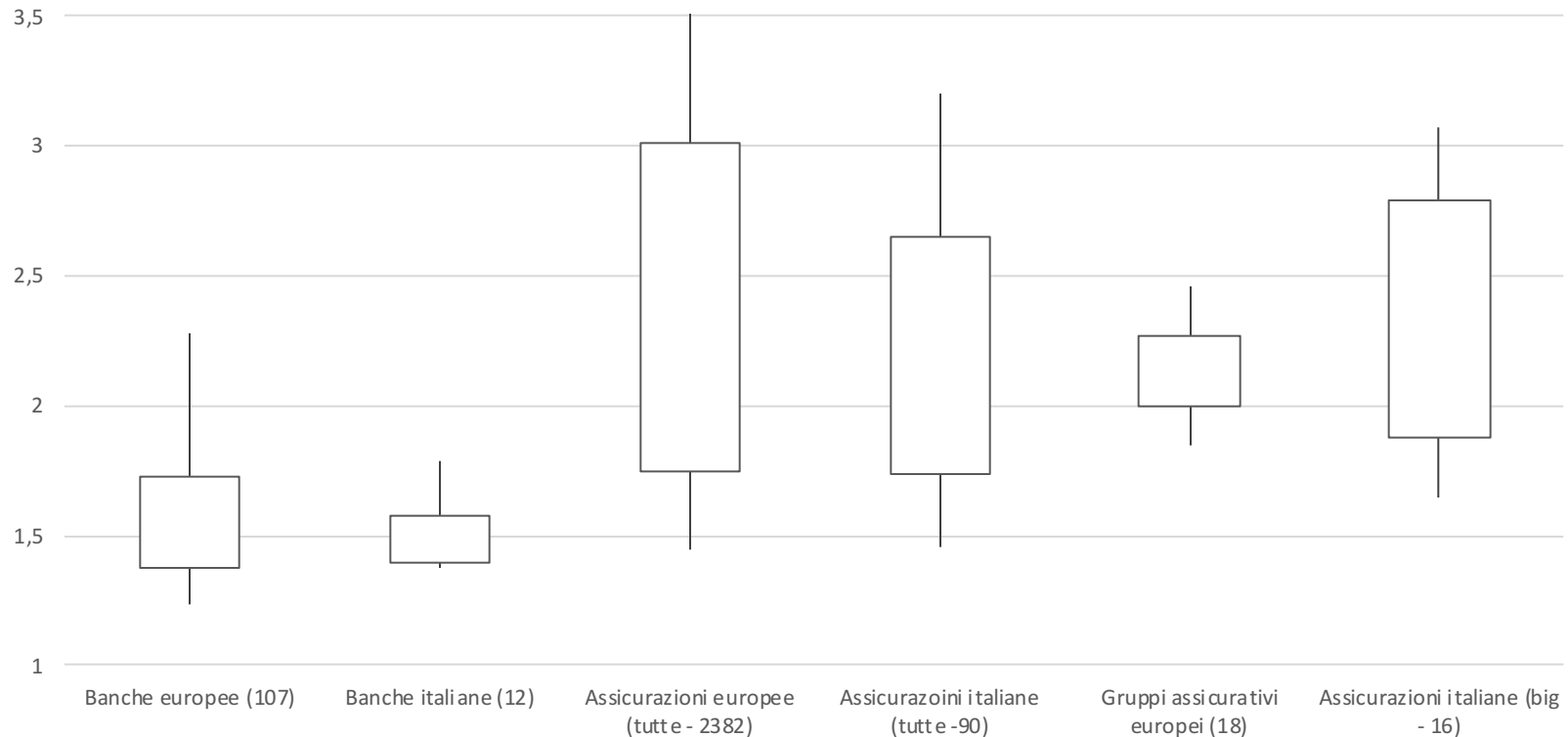
$$\text{Solvency Ratio} = \frac{\text{Fondi Propri}}{\text{Solvency Capital Requirement}}$$

- I **Fondi Propri** sono (approssimativamente) calcolati come **differenza tra i valori attivi e passivi della compagnia valorizzati a fair value (prezzi di mercato)**.
- Il **Solvency Capital Requirement** è calcolato attraverso la valorizzazione di **tutti i rischi quantificabili della compagnia** (una decina sono quelli principali, tra cui il rischio di tasso di interesse) e considerando gli effetti di **diversificazione dei rischi**

La regolamentazione richiede un solvency ratio minimo del 100% ma a causa della **volatilità del solvency ratio** dovuto all'approccio a fair value, i livelli minimi richiesti dal **risk appetite framework** delle singole compagnie è difficilmente inferiore al **150%** e i livelli ottimali dei gruppi assicurativi quotati sono difficilmente inferiori al **200%**.



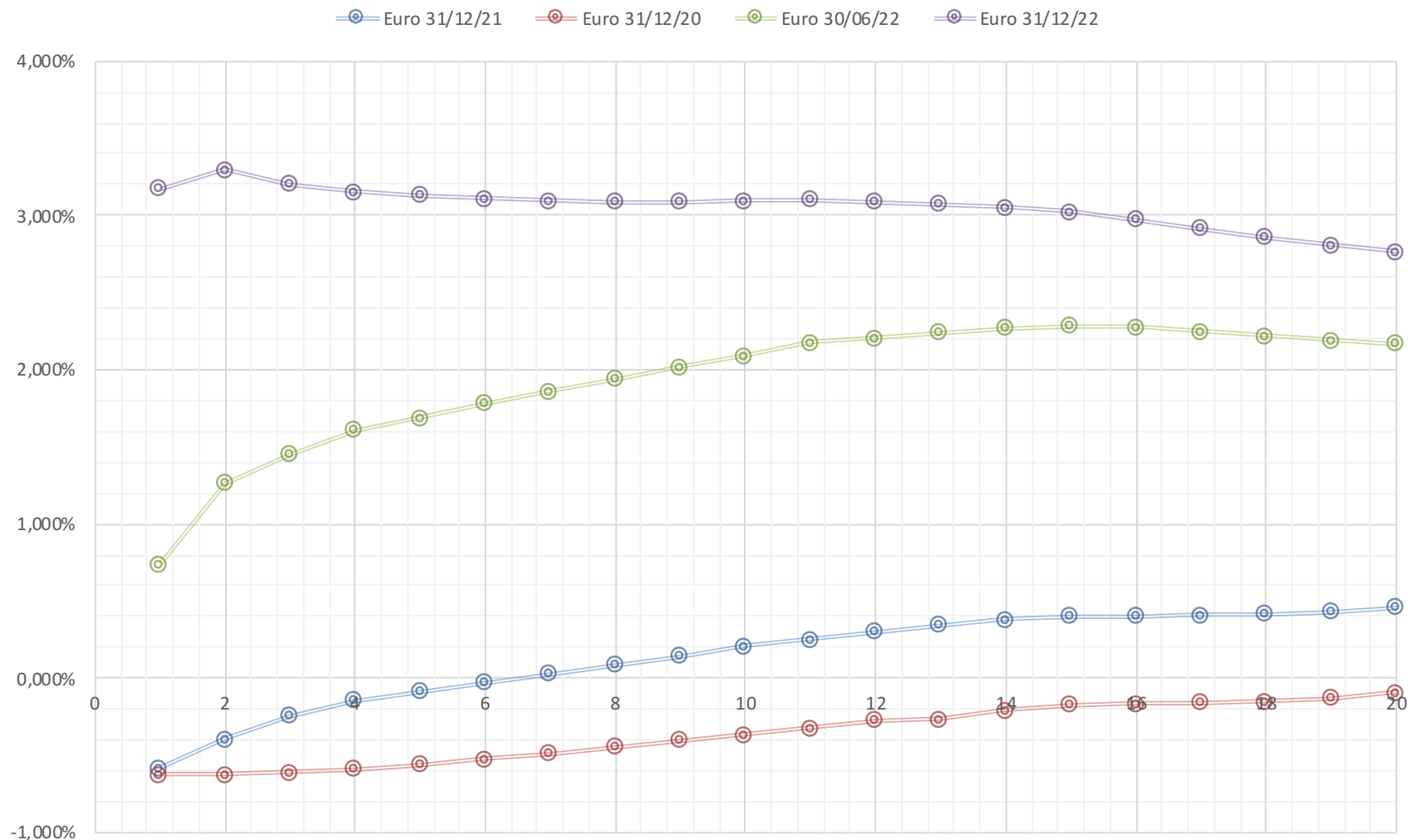
# La Solvibilità delle Banche e delle Assicurazioni a confronto prima dell'aumento dei tassi di interesse (fine 2021)



- **La maggior parte delle imprese di assicurazione europee e italiane (anche di piccola dimensione) opera con livelli di solvibilità superiori alle banche (di grandi dimensioni) best-in-class.**



# Il rialzo dei tassi di interesse risk free nel corso del 2022





## Solvency Ratio dei principali gruppi assicurativi europei (2021 vs. 2022)

|   |            | 2021  | 2022  | Delta |
|---|------------|-------|-------|-------|
| Aegon (NL)                                |            | 211%  | 208%  | -3%   |
| Ageas (BE)                                |            | 197%  | 218%  | 21%   |
| Allianz (D)                               |            | 209%  | 201%  | -8%   |
| AXA (F)                                   |            | 217%  | 215%  | -2%   |
| BNP Paribas Cardif (F)                    |            | 185%  | 163%  | -22%  |
| CNP ASSURANCE (F)                         |            | 217%  | 230%  | 13%   |
| Covea (F)                                 |            | 351%  | 226%  | -125% |
| Credit Agricole Assurance (F)             |            | 244%  | 204%  | -40%  |
| Generali (I)                              |            | 227%  | 221%  | -6%   |
| Groupama* (F)                             |            | 174%  | 207%  | 33%   |
| Gruppo Mapfre* (Es)                       |            | 195%  | 191%  | -4%   |
| HDI Group* (D)                            |            | 208%  | 209%  | 1%    |
| Munche ner Ruck (D)                       |            | 227%  | 260%  | 33%   |
| NN Group (NL)                             |            | 213%  | 197%  | -16%  |
| Sampo Group (F)                           |            | 185%  | 210%  | 25%   |
| Scor (F)                                  |            | 226%  | 213%  | -13%  |
| Sogecap (F)                               |            | 228%  | 228%  | 0%    |
| Vienna Insurance Group (A)                |            | 250%  | 280%  | 30%   |
| * Valore escludendo le misure transitorie |            |       |       |       |
|   |            | 2021% | 2022% |       |
|   | Media      | 220%  | 216%  |       |
|   | Percentili |       |       |       |
|   | 90         | 246%  | 239%  |       |
|   | 75         | 227%  | 225%  |       |
|   | Mediana    | 215%  | 212%  |       |
|   | 25         | 200%  | 205%  |       |
|   | 10         | 185%  | 195%  |       |



## Solvency Ratio delle principali compagnie assicurative italiane (2021 vs. 2022)

| Campione completo (37)             |      |      |       |  |
|------------------------------------|------|------|-------|--|
|                                    | 2021 | 2022 | Delta |  |
| Mediana                            | 225% | 210% | -3%   |  |
| Media                              | 223% | 221% | -2%   |  |
| Campione assicurazioni grandi (16) |      |      |       |  |
|                                    | 2021 | 2022 | Delta |  |
| Mediana                            | 229% | 222% | -3%   |  |
| Media                              | 237% | 237% | 0%    |  |
| Assicurazioni vita (19)            |      |      |       |  |
|                                    | 2021 | 2022 | Delta |  |
| Mediana                            | 207% | 202% | 16%   |  |
| Media                              | 210% | 206% | -4%   |  |
| Assicurazioni composite (10)       |      |      |       |  |
|                                    | 2021 | 2022 | Delta |  |
| Mediana                            | 235% | 233% | 9%    |  |
| Media                              | 239% | 244% | 4%    |  |
| Assicurazioni danni (8)            |      |      |       |  |
|                                    | 2021 | 2022 | Delta |  |
| Mediana                            | 227% | 222% | -5%   |  |
| Media                              | 233% | 227% | -6%   |  |

Nota: Il campione completo comprende oltre il 95% del mercato vita e l'85% del mercato danni



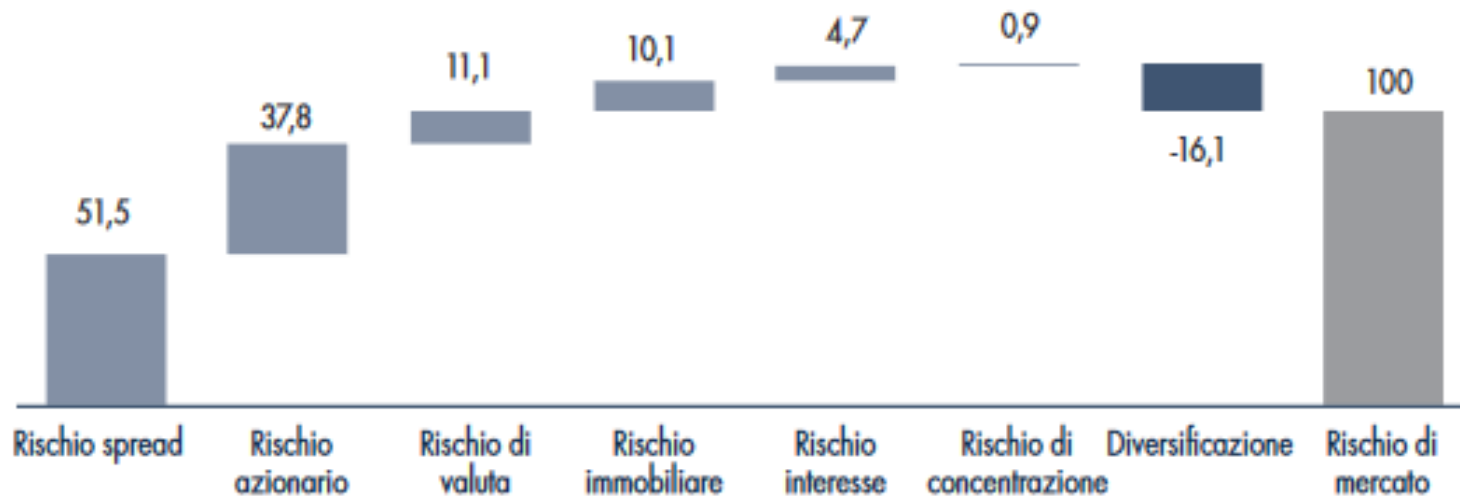
## Perché l'impatto dell'aumento dei tassi di interesse è stato limitato

- **L'esposizione al rischio di tasso di interesse (risk-free) è limitata** grazie a:
  - Misurazione dei valori a fair value e modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali del rischio tasso di interesse che incentivano a **strategie di Asset-liability management value-driven** (→ immunizzazione finanziaria → duration attivi = duration passivi)
  - L'**elevata duration dei passivi** che caratterizza alcuni mercati europei e che determina un beneficio in caso di rialzo dei tassi di interesse (esposizione negativa a ribassi dei tassi di interesse)
- Il rischio di tasso di interesse è solo uno dei tanti rischi che concorre a determinare i requisiti patrimoniali (tipicamente non il più importante) e, grazie agli **effetti di diversificazione**, la sua effettiva incidenza è solitamente marginale per la maggior parte delle compagnie (cfr. slide successiva).
- L'elevato livello di partenza del Solvency Ratio





# La limitata incidenza del rischio di tasso di interesse



- Il 4,7% è riferito ai soli rischi di mercato e al lordo degli effetti di diversificazione (l'effettiva incidenza media del rischio di tasso di interesse è notevolmente inferiore).



## Il ritorno alla «normalità» dei tassi di interesse risk-free avvantaggia il mercato assicurativo

- **Le imprese di assicurazione sono degli «investitori» (soggetti in surplus) non dei «debitori» (soggetti i deficit). Il ritorno sugli investimenti è un importante driver della redditività assicurativa.**
- **I tassi di interesse positivi favoriscono lo sviluppo dei prodotti di previdenza complementare e dei prodotti d'investimento assicurativi a basso profilo di rischio – rendimento (tradizionali o with-profit)**



## La «transizione» alla normalità ha determinato e potrà determinare alcune «criticità» su alcuni segmenti di mercato

Principali punti di attenzione:

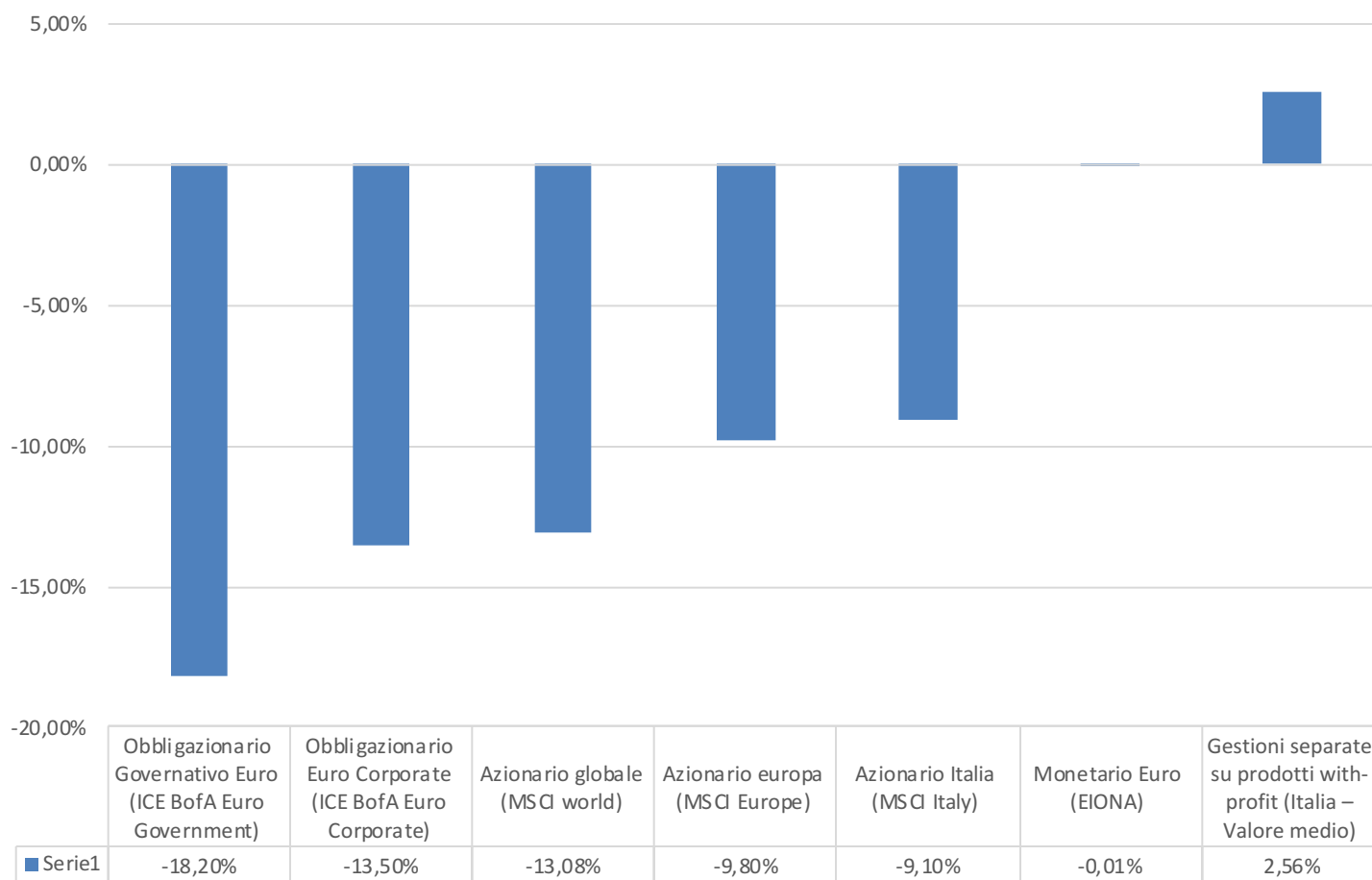
- Il **rischio di spread creditizio** è e continuerà a essere il principale rischio delle compagnie di assicurazione:
  - Spread creditizi sui titoli governativi periferici (es. mercato italiano - spagnolo);
  - Spread creditizi sui titoli corporate (tutto mercato europeo)

Un futuro aumento delle probabilità di default e/o un incremento del premio per il rischio di credito sul debito sovrano periferico o sulle imprese emittenti potrà determinare effetti negativi sul mercato assicurativo

- Il **rischio di riscatto** (mercato italiano e francese dei prodotti di investimento assicurativi tradizionali with-profit)



# Performance 2022 di alcune asset classes





# Il rischio di riscatto (spiegazione semplificata, ma non troppo)

1. La possibilità di poter riscattare le polizze d'investimento with-profit senza subire perdite in conto capitale è un'**opzione finanziaria** in mano agli assicurati-investitori che:
  - Determina per le compagnie importanti **assorbimenti di capitale** (il rischio di riscatto è correttamente valorizzato nei requisiti patrimoniali ed è il principale rischio di sottoscrizione delle compagnie vita);
  - **In Italia è «regalata» agli assicurati-investitori dalle compagnie**; molte compagnie, nonostante i rilevanti assorbimenti di capitale, hanno sottovalutato questo rischio in quanto «non si è mai verificato in passato» (cit./sigh!)
2. Questo ha attirato sul mercato delle polizze with-profit degli **investitori-opportunisti**, ben consapevoli del valore dell'opzione che gli veniva regalata.
3. L'incremento dei tassi di interesse ha fatto entrare «**in-the-money**» l'opzione di riscatto e gli investitori-opportunisti hanno iniziato a riscattare le polizze per investire su prodotti più redditizi (es. BTP).
4. Questo ha messo in crisi Eurovita che (probabilmente) aveva venduto troppe polizze agli investitori-opportunisti.
5. La crisi di Eurovita sta determinando in aggregato effetti negativi sul mercato italiano dei prodotti with-profit (es. raccolta netta Q1 2023 = - 4,2 miliardi di euro).



Il caso Eurovita (ancora in corso) fornisce alcune indicazioni preliminari:

- Il sistema di vigilanza prudenziale (Solvency II) ha funzionato ottimamente nel **rilevare con largo anticipo le situazioni di criticità** (es. Solvency Ratio Eurovita al 31/12/21 = 136%; al 30/6/22 = 118%)
- I primi dati disponibili sembrano indicare che alcune compagnie di assicurazione vita stanno rafforzando il loro posizionamento competitivo a discapito di altre compagnie; **l'elevata stabilità complessiva del sistema** non sembra in alcun modo impattata dal caso Eurovita
- Vi è la necessità di intervenire sul **design dei prodotti with-profit** per evitare, in futuro, di regalare opzioni finanziarie agli investitori-opportunisti
- Vi è la necessità di rivedere i **meccanismi di intervento e risoluzione delle crisi** per il settore assicurativo



- Il mercato assicurativo italiano ed europeo è estremamente **solido** (anche) grazie al sistema di regolamentazione prudenziale (Solvency II) fondato su un approccio di misurazione degli attivi e dei passivi a fair value e da una attenta misurazione quantitativa dei rischi delle compagnie;
- **L'incremento dei tassi di interesse non ha avuto impatti sistemici** sul mercato assicurativo italiano ed europeo. E' anzi un **fattore positivo** per il settore assicurativo, rappresentando un «ritorno alla normalità»
- Il rapido incremento dei tassi di interesse ha alcuni rilevanti impatti su alcuni segmenti di mercato e potrebbe farne emergere altri nel prossimo futuro, senza però avere effetti sistemici.