INVESTIMENTI La diversificazione del portafoglio

Compagnie, nuove strategie di investimento

Dopo gli acquisti massicci di titoli di stato, e le laute plusvalenze incassate con il calo dello spread, ora le assicurazioni sono a caccia di strumenti che siano in grado di garantire rendimenti più elevati. Inizialmente fredda di fronte all'ipotesi dei finanziamenti alle imprese, dopo il nuovo regolamento Ivass, l'Ania sembra pronta a contribuire al sostegno dell'economia reale, se la politica farà la sua parte.

Andrea Tomistico

«Una proposta debole sul piano culturale e discutibile sul piano economico». Così **Aldo Minucci**, presidente dell'Ania, ha definito le misure contenute nella legge di stabilità relative all'incremento della tassazione del risparmio previdenziale e alla possibilità di anticipare a richiesta del lavoratore l'erogazione del Tfr. Sotto il profilo culturale, ha spiegato qualche settimana fa il presidente dell'Ania all'*Annual assicurazioni* del *Sole 24 Ore*, l'intervento è «in piena contraddizione con il quadro di incentivi costruiti negli ultimi due decenni per favorire la previdenza integrativa».

Ma è sul profilo economico che Minucci ha contestato più duramente le mosse di **Matteo Renzi**. Il governo, è il ragionamento dell'Ania, si è evidentemente dimenticato che le risorse impiegate nel risparmio previdenziale «non rimangono dentro un cassetto per decenni in attesa di essere restituite a chi le ha accumulate».

Quelle risorse sono invece impiegate

Proposta debole
Aldo Minucci, presidente dell'Ania, ha criticato aspramente le misure contenute nella legge di stabilità relative all'incremento della tassazione del risparmio previdenziale e alla possibilità di anticipare a richiesta del lavoratore l'erogazione del Tfr. Questa proposta, ha affermato il presidente dell'Ania, è «debole sul piano culturale e discutibile sul piano economico».

dagli intermediari, assicurazioni *in primis*, in investimenti cruciali per la vita del paese. Da un lato i vecchi titoli di stato, che fanno ancora la parte del leone nel portafoglio delle compagnie, dall'altro «progetti di crescita produttiva, prestiti alle imprese, reti infrastrutturali».

Il cambio di prospettiva **La riflessione di Minucci non è casuale e non riguarda solo il capitolo pensioni.** La posizione dell'Ania riflette il cambio di strategia in atto nelle assicurazioni sul fronte degli investimenti. Una svolta dovuta in parte all'appiattimento dei rendimenti delle obbligazioni e in parte all'evoluzione del quadro normativo, che ha allargato significativamente gli spazi di manovra delle compagnie nel finanziamento all'economia reale.
L'opzione Btp, ovviamente, non è stata accantonata. Anzi. Nell'ultimo anno il debito pubblico italiano ha registrato una lieve inversione di tendenza rispetto al 2013. Tra la fine dello scorso anno e i primi tre mesi del 2014, lo stock di bond governativi detenuto dagli investitori internazionali è passato da 544 a 626 miliardi di euro. In termini percentuali significa che il 37,7% dei titoli di debito a medio è lungo termine è in mani straniere. Si tratta di un valore più basso di quello rilevato a inizio 2013 (38,9%), ma più alto del 36,8% toccato nel terzo trimestre dello scorso anno. Un dato sufficiente a far parlare gli analisti di un timido ritorno della fiducia verso l'Italia da parte dei mercati esteri. Detto questo, però, il grosso del debito è ancora in mani italiane. Nel dettaglio, la quota più rilevante rimane quella in mano agli istituti di credito, che detengono il 25% (415 miliardi di euro) del totale delle emissioni a medio e lungo termine del Tesoro. Subito dopo ci sono le assicurazioni, che fino a qualche mese fa avevano in pancia 270 miliardi di euro di obbligazioni pubbliche, il 16,2% del totale.

Critiche
È sul profilo economico che Aldo Minucci ha contestato più duramente le mosse di Matteo Renzi, a lato, e del suo esecutivo. Il governo - questo il ragionamento dell'Ania - si è evidentemente dimenticato che le risorse impiegate nel risparmio previdenziale «non rimangono dentro un cassetto per decenni in attesa di essere restituite a chi le ha accumulate».

Troppi Btp **Una fetta enorme. Forse anche troppo per l'Ivass, secondo cui la cifra rappresenta** la metà di tutti gli investimenti effettuati dalle compagnie. Su un totale di 560 miliardi, infatti, 270 sono allocati sui titoli di stato e 90 miliardi sulle obbligazioni societarie. Nel dettaglio, guardando solo agli investimenti di classe C, su un totale di 466 miliardi, stando ai dati riportati nella relazione annuale dell'authority di controllo del settore assicurativo guidata dal direttore generale di Bankitalia, **Salvatore Rossi**, la composizione del portafoglio investimenti complessivo risulta così ripartito: 1,4% in immobili, 12% in azioni, 78% in titoli di stato e obbligazioni societarie, il 5,6% in sicav e fondi comuni e appena il 2,7% in altri investimenti.

> *Qualche mese fa, un'agenzia di rating ha migliorato il giudizio sulle assicurazioni anche per i loro investimenti in debito pubblico italiano*

La forte esposizione delle assicurazioni in bond governativi era fino a poco tempo fa considerata un handicap per il settore. Troppo fragile la tenuta dei titoli italiani e troppo elevata la dimensione dell'investimento, continuavano a sostenere gli analisti e le grandi banche d'affari. Accanto a loro, nel puntare il dito contro le compagnie, c'erano anche le autorità di vigilanza internazionali, che minacciavano di penalizzare le società troppo esposte sulle obbligazioni pubbliche attraverso un calcolo punitivo del valore degli asset tenuti in portafoglio. Somme così rilevanti, spiegavano ufficiosamente dall'Eiopa, possono rappresentare un fattore di instabilità, poiché i valori dell'investimento sono troppo legati alle oscillazioni, spesso vertiginose, dei titoli.
Questo fino a poco tempo fa. Se non che, la musica, però, sembra ora essere cambiata. Al punto che qualche mese fa un'agenzia di rating ha addirittura mi-

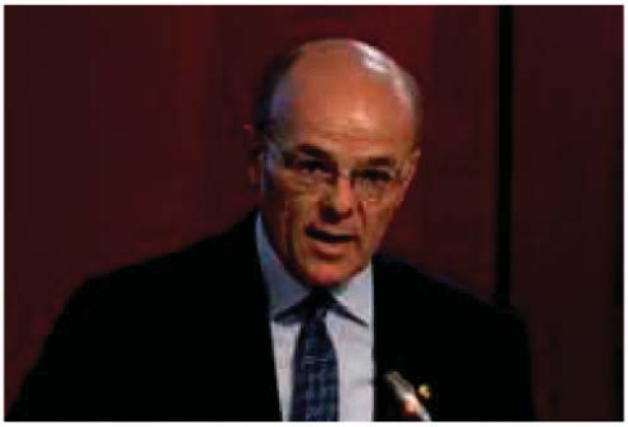
Più bond e Btp
Guardando solo agli investimenti di classe C, su un totale di 466 miliardi, stando ai dati riportati nella relazione annuale dell'Ivass, la composizione del portafoglio investimenti complessivo risulta così ripartito: 1,4% in immobili, 12% in azioni, 78% in titoli di stato e obbligazioni societarie, il 5,6% in sicav e fondi comuni e appena il 2,7% in altri investimenti. Sopra, Salvatore Rossi, presidente dell'Ivass.

gliorato il giudizio sulle assicurazioni anche in virtù del loro rapporto simbiotico con il debito italiano.

La sorpresa di Fitch **A convincere Fitch lo scorso agosto che le compagnie italiane sono solide** non è stato, chiaramente, solo il fattore Btp. Tra gli elementi presi in considerazione dall'agenzia per portare l'outlook da negativo a stabile hanno pesato senza dubbio i risultati di bilancio. Numeri migliori delle attese sia in termini di risultati già raggiunti nei primi sei mesi dell'anno, sia relativamente alle previsioni per i periodi successivi. Subito dopo le semestrali, però, a fare la differenza sono stati proprio i titoli di stato.
In aprile, infatti, Fitch aveva operato lo stesso miglioramento di giudizio anche sul debito della Repubblica italiana. Inevitabile dunque il trasferimento alle compagnie, che sono tra i principali investitori, dello stesso outlook. Senza dimenticare che le società che avevano fatto il pieno di obbligazioni governative nel periodo della bufera, sono state ricompensate dal calo dello spread con laute minusvalenze. Secondo i calcoli dell'Ania il saldo tra *plus* e *minus* al 30 giugno si attestava a 32,6 miliardi di euro.

Chi vende e chi acquista **Nel momento in cui i titoli italiani sono diventati sicuri ed elemento di garanzia,** la loro appetibilità è però andata a picco. I rendimenti ridotti all'osso, infatti, non garantiscono più ritorni adeguati dell'investimento. Un po' come è accaduto con il mattone, dove il drastico calo degli ultimi anni ha convinto più di una compagnia ad alleggerire l'esposizione. Di qui un ripensamento delle strategie di investimento che sta riguardando l'intero settore.
Il fenomeno non è ancora visibile in tutti i bilanci delle compagnie. Come si legge nella semestrale di UnipolSai, «nel corso dei primi sei mesi dell'anno le politiche di investimento, in continuità con i precedenti esercizi, hanno perseguito criteri generali di prudenza e di preservazione della qualità degli attivi». In altre parole, il gruppo guidato da **Carlo Cimbri** e **Pierluigi Stefanini** non ha smesso di acquistare Btp. «Il comparto obbligazionario è stato il principale oggetto di operatività, privilegiando al suo interno i titoli di stato italiani», precisa la relazione, in cui si evidenzia che «durante il semestre l'aumento dell'esposizione a titoli di emittenti governativi è stato pari ad euro 1.369 milioni». Stessa linea per il colosso francese Axa, che nel 2013 è stato tra i primi ad acquistare, aumentando il bottino di Btp di altri 4 miliardi e arrivando a quota 20 miliardi
Le Generali, invece, hanno già invertito la rotta. Come ha spiegato qualche tempo fa l'amministratore delegato **Mario Greco**, «quando sono arrivato nel 2012 avevamo quasi 60 miliardi di debito italiano, mentre a fine 2013 eravamo scesi a poco più di 50 miliardi. Non abbiamo nessuna pressione di acquistarne altro». Una strategia seguita anche dalla tedesca Allianz, che dopo aver raggiunto nel 2013 una quota di 28 miliardi di Btp, conquistandosi la posizione di prima compagnia estera per esposizione verso l'Italia, nel corso del 2014 ha iniziato lievemente a decelerare.

Prudenza
Come si legge nella semestrale di UnipolSai, «nel corso dei primi sei mesi dell'anno le politiche di investimento, in continuità con i precedenti esercizi, hanno perseguito criteri generali di prudenza e di preservazione della qualità degli attivi». In altre parole, il gruppo guidato da Carlo Cimbri e Pierluigi Stefanini (a fianco) non ha smesso di acquistare Btp.



Titoli di stato «Quando sono arrivato a Generali, nel 2012, avevamo quasi 60 miliardi di debito italiano, mentre a fine 2013 eravamo scesi a poco più di 50 miliardi», afferma Mario Greco, Group ceo di Generali. «Non abbiamo nessuna pressione di acquistarne altro».

Il regolamento Ivass **Un esempio che molti ora sono tentati dal seguire.** Non per sfiducia in **Matteo Renzi** (mantenendo lo spread basso rappresenta una forma di garanzia per la tenuta patrimoniale e finanziaria delle compagnie), ma per andare a caccia di rendimenti più alti.

Ed è qui che la strategia delle assicurazioni potrebbe intrecciarsi al destino del paese. E alle mosse del governo. Circa un anno fa, per tentare di contrastare il forte razionamento del credito, il governo, attraverso il decreto *Destinazione Italia*, ha introdotto la possibilità per le compagnie di investire in minibond e in titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione entro il 3% delle riserve. In seguito, con il decreto *Competitività*, il perimetro degli investimenti concessi è stato allargato anche ai finanziamenti diretti sotto qualsiasi forma a soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese, con l'unico limite del tetto al 5% delle riserve. Il sigillo finale all'operazione è arrivato solo qualche settimana fa, con una delibera dell'Ivass giunta a destinazione dopo una doppia consultazione pubblica.

Due le direttive principali che hanno ispirato il regolamento dell'authority. Da una parte quella di consentire alle compagnie una più ampia diversificazione del rischio, considerata come lo strumento più efficace per la sana e prudente gestione delle risorse; dall'altra permettere al settore di raggiungere un livello di profittabilità adeguato al pagamento delle garanzie offerte, anche in prospettiva delle nuove regole di Solvency 2.

L'idea, sulla base delle linee guida contenute nel decreto *Competitività*, era insomma quella di creare una nuova classe di attivi che, come ha spiegato il direttore generale della Banca d'Italia, Rossi, durante la 46esima giornata del Credito, consenta alle assicurazioni di raggiungere un punto di equilibrio sull'asse rischio-rendimento che sia coerente con gli impegni derivanti dalle passività.

L'apertura dell'Ania **Obiettivo secondo l'Ivass raggiunto, tranne che per un punto.** L'authority avrebbe infatti preferito che ci fossero delle banche ad affiancare le operazioni di investimento delle assicurazioni. La versione iniziale del decreto prevedeva che le fasi del finanziamento fossero gestite in partnership da istituti e compagnie. Un passaggio che aveva fatto storcere il naso all'Ania, non solo nella parte in cui si obbligava la società di assicurazione a confrontarsi con la banca per la valutazione del merito di credito dell'impresa destinataria del finanziamento, ma anche e soprattutto in quella in cui si stabiliva il riconoscimento di un interesse economico alla banca per tutta la durata dell'investimento. In sede di conversione in legge del provvedimento le misure che avevano suscitato il malumore delle compagnie sono, però, state parzialmente svuotate. Tanto da far temere all'Ivass rischi di azzardo finanziario nella scelta dei soggetti a cui prestare denaro. Magari nel tentativo di spuntare rendimenti più favorevoli. Il nuovo quadro, con buona pace del regolatore, ha però riacceso l'interesse del settore assicurativo.

> *Accolta inizialmente con molta freddezza dal mondo assicurativo, ora la possibilità di accendere finanziamenti inizia a interessare le compagnie*

Precedentemente accolta con un po' di freddezza, l'opportunità concessa dalle nuove norme per aprire un altro canale di sostegno all'economia reale viene adesso valutata con molta attenzione. «Le compagnie», ha detto chiaramente Minucci, «stanno studiando il quadro regolamentare e si apprestano a dare il loro contributo al settore produttivo del paese per favorire l'uscita dalla crisi, ovviamente nella piena salvaguardia degli interessi dei loro assicurati». L'apertura dell'Ania è chiara, ma anche la contropartita. Se il governo vuole contare sulle assicurazioni per rimettere in moto il paese, non potrà ostruire tutti i buchi da cui le risorse da investire provengono. Gli interventi contenuti nella legge di stabilità, ha ribadito Minucci, «attraverso la penalizzazione del risparmio previdenziale, rischiano di limitare la capacità del settore assicurativo negli investimenti di lungo periodo. Proprio quelli di cui l'Italia ha maggiore bisogno per far ripartire la sua economia». ■