



I “Panel” di Mondo Economico

Inflazione e Assicurazioni

Intervento del Consigliere dell’IVASS

Prof. Riccardo Cesari

Milano, 8 febbraio 2023

Ringrazio vivamente gli organizzatori di questo Panel e in particolare la Direzione di *Mondo Economico* - rivista di lunga e importante tradizione in Italia - per questo invito, su un tema di così stringente attualità.

Dividerò le mie considerazioni in tre parti: una sul nuovo scenario inflazionistico e le altre sugli effetti prevedibili rispettivamente sul comparto Vita e sul comparto Danni del mercato assicurativo.

1. Inflazione e tassi nel 2022 e oltre: *déjà vu*?

Guerre e pestilenze: nei secoli passati, di solito arrivavano in quest'ordine e la stessa epidemia "spagnola", scoppiata nel 1918, assalì un'Europa stremata da 4 anni di un cruentissimo conflitto mondiale che ne aveva favorito diffusione e letalità. Chi aveva definito la guerra "sola igiene del mondo", evidentemente, non sapeva di cosa parlava.

L'anno appena trascorso, invece, ci ha fatto conoscere un diverso ordine (o disordine) per cui a una lunga e mortifera pandemia da Covid-19, purtroppo non ancora domata, è seguita un'invasione militare e una guerra dagli effetti economici (e soprattutto umani) devastanti.

La conseguente crisi energetica e la fiammata sui prezzi di tutti i prodotti sono diventati, dopo una lunga assenza dalle prime pagine, il tema del momento.

Come già 50 anni fa, all'epoca della crisi petrolifera scatenata dalla guerra del Kippur (ottobre 1973), il tasso di inflazione è salito repentinamente di 6 punti percentuali, oggi dal 2% all'8%, allora dal 5% all'11%. In quegli anni ormai lontani l'inflazione rimase stabilmente a due cifre per ben 12 anni ininterrotti, per poi tornare finalmente, nel 1985, all'8.3%, sostanzialmente il livello di oggi (Fig. 1).

Un quesito fondamentale, che si pongono oggi gli operatori, riguarda la persistenza dell'attuale processo inflazionistico. In proposito, sembrano esserci i presupposti, a cominciare dall'assenza di meccanismi di alimentazione di una spirale prezzi-salari, per ritenere probabile un rientro dell'inflazione in parallelo con quello del prezzo del gas¹.

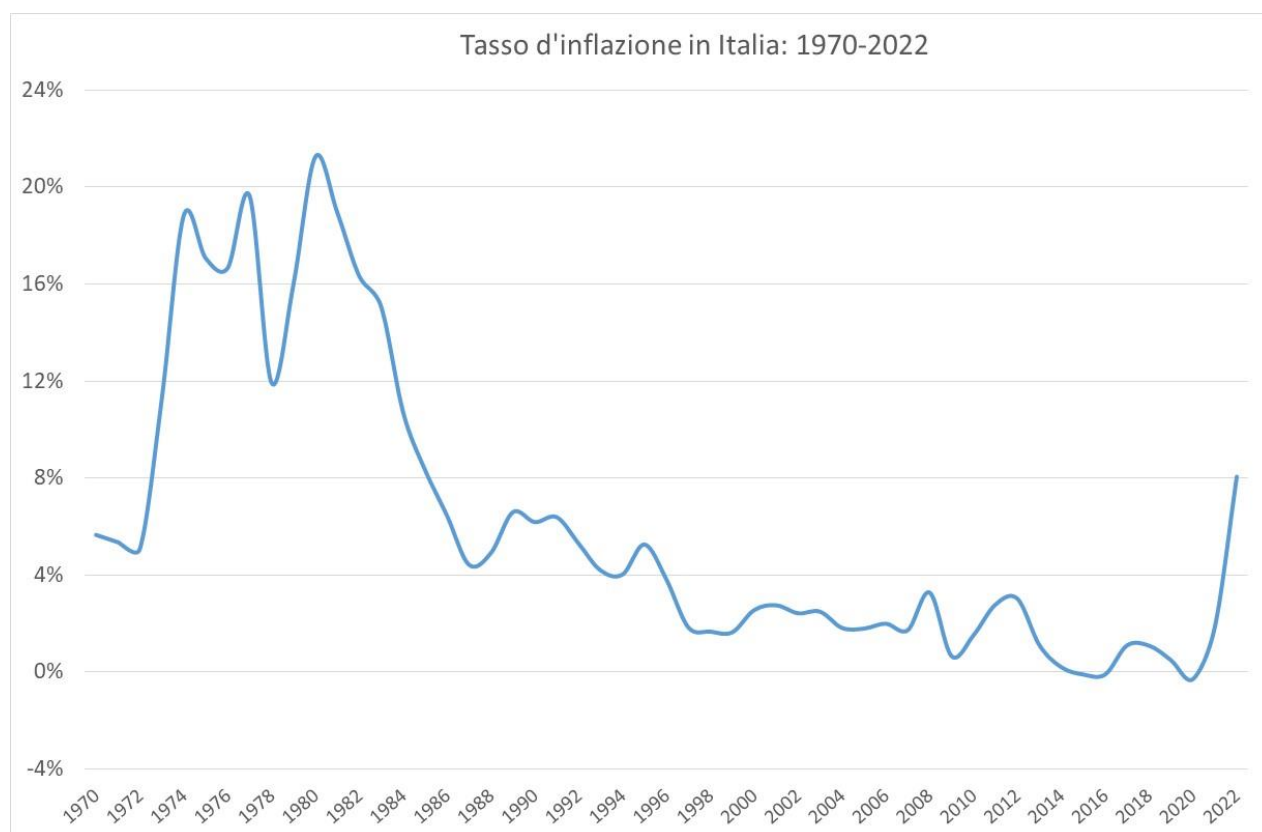
¹ Negli anni '70, i meccanismi di scala mobile tendevano ad auto-alimentare la crescita dei prezzi al consumo. Dopo la seconda crisi petrolifera del 1979, il taglio della scala mobile (1984) e la sua soppressione (1992) contribuirono a porre l'inflazione su un sentiero di rientro in parallelo col contro-shock petrolifero degli anni '80.

Le stime ufficiali vedono un 2% sull'orizzonte del 2025 anche in scenari più avversi nel breve termine².

Ciò nonostante, è opinione diffusa che l'epoca dell'inflazione a zero o persino negativa (come nel biennio 2015-2016) si possa considerare definitivamente tramontata assieme a quella degli scenari di tassi d'interesse "low for long" (Fig. 2).

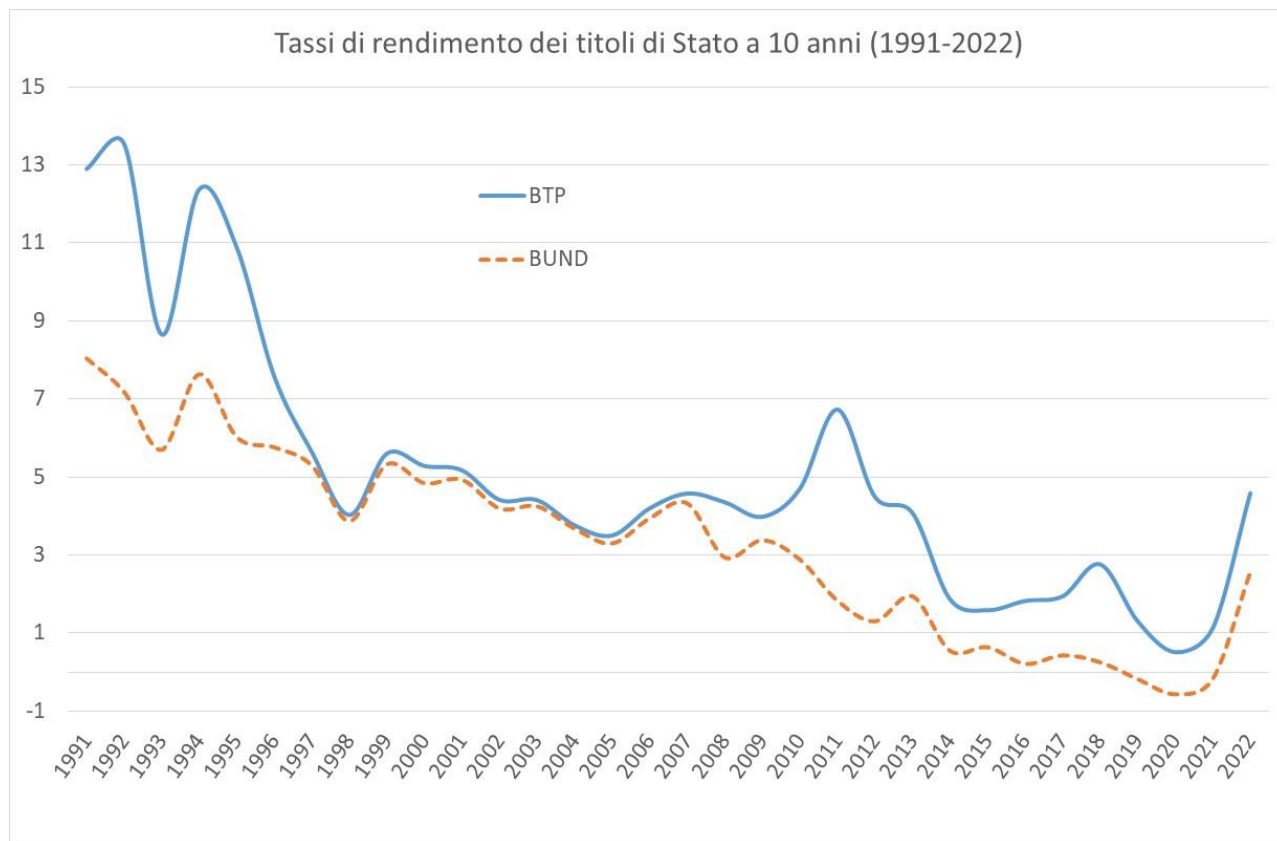
Quali le conseguenze per il mercato assicurativo?

FIG. 1



² Si veda il Bollettino Economico della Banca d'Italia del gennaio 2023 (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2023-1/boleco-1-2023.pdf>) e l'intervento del Governatore Ignazio Visco del 23 gennaio u.s. (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2023/Visco_23012023.pdf)

FIG. 2



2. L'inflazione e il Ramo Vita

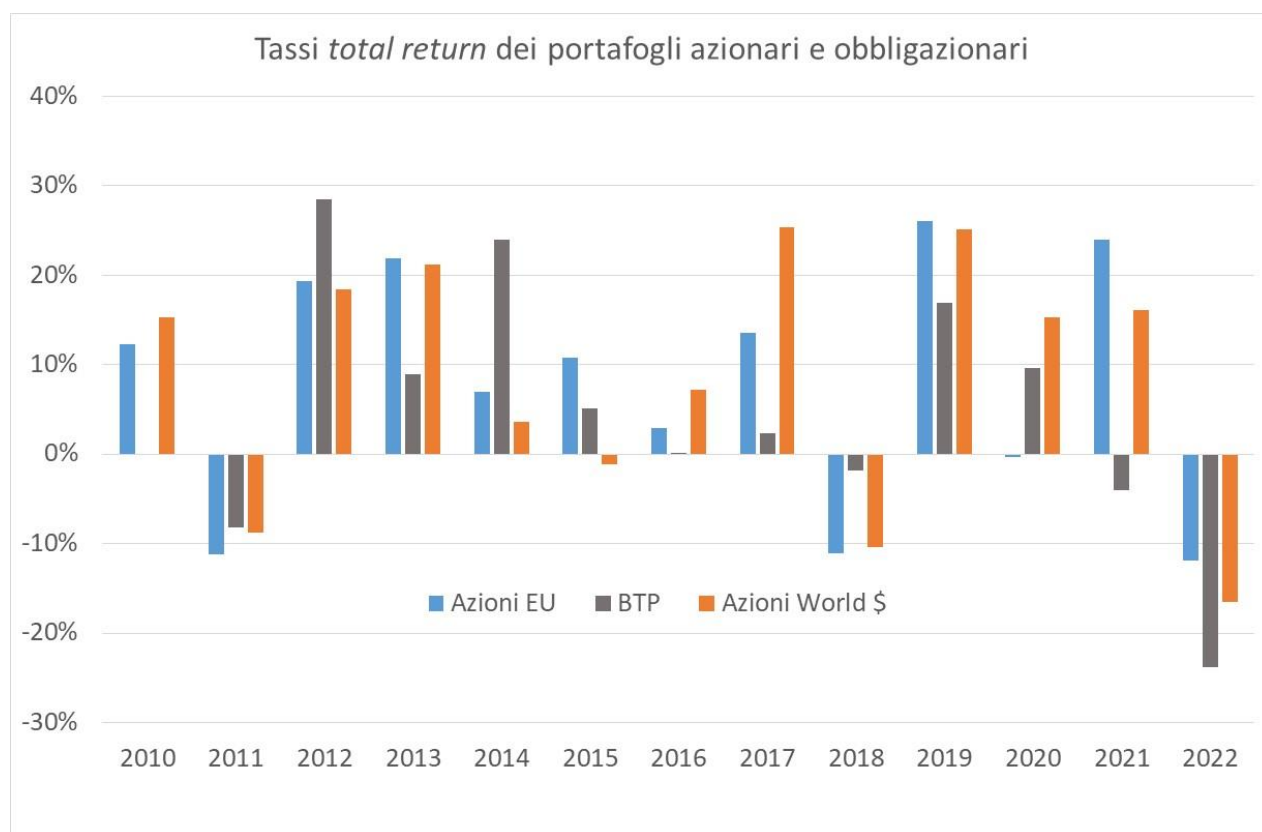
Il rialzo dell'inflazione e dei tassi d'interesse nel 2022 ha avuto l'immediato effetto di deprimere i corsi dei titoli a cedola fissa generando importanti minusvalenze latenti nei portafogli assicurativi.

Per di più, la diversificazione azioni-obbligazioni non è stata di ausilio nel corso del 2022 in quanto i rendimenti *total return* sono stati tutti pesantemente negativi tanto per le azioni (deprese dagli effetti globali della guerra) che per le obbligazioni (penalizzate da inflazione e tassi) (Fig. 3).

Infatti, col cambio della politica monetaria, il tasso di riferimento della BCE nel 2022 è stato aumentato per ben 4 volte, due volte di 50 punti base (27 luglio e 21 dicembre) e due volte addirittura di 75 punti base (14 settembre e 2 novembre), passando in meno di 5

mesi da 0 a 2.5%³. L'effetto depressivo sui corsi obbligazionari è stato consistente (-24% per i BTP a 10 anni), persino superiore a quello del 2011, l'anno della crisi dei titoli di Stato.

FIG. 3

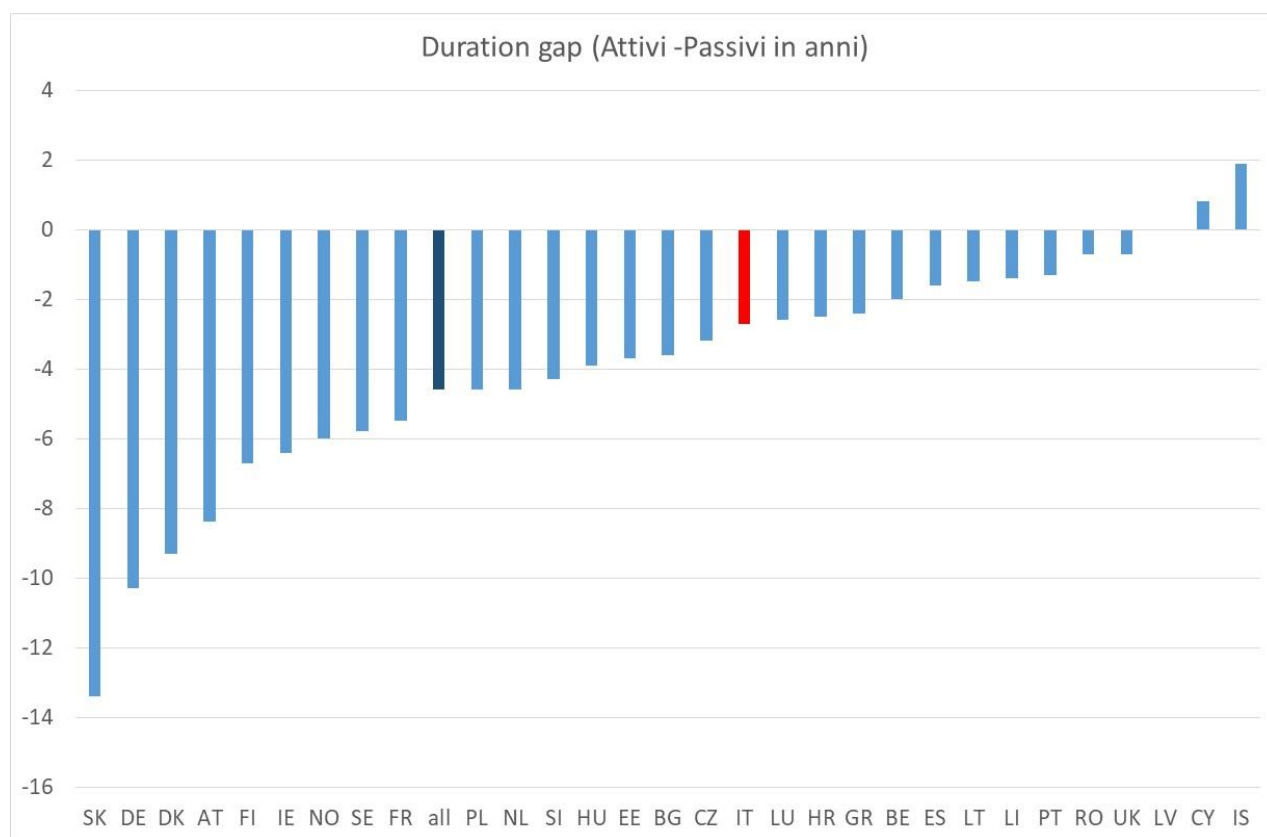


Sul ramo Vita giocano in particolare due aspetti: da un lato il *duration gap* che, questa volta, essendo strutturalmente negativo (attività più corte delle passività), può portare un beneficio al valore del portafoglio netto, in presenza di rialzi generalizzati dei tassi, con spread (rischio di credito) stabile o addirittura in discesa; dall'altro il *lapse risk* che rappresenta un fattore di incertezza per la possibilità di estinzione anticipata (*surrender option*) dei contratti Vita.

³ Da ultimo, a far data dall'8 febbraio 2023, è stato determinato un aumento di altri 50 punti base.

Sotto il primo aspetto, considerando i dati del 2018 (Fig. 4), che si possono considerare ancora sufficientemente rappresentativi⁴, le assicurazioni del Nord Europa (Germania, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Svezia, Francia) sono certamente in posizione di vantaggio, con un differenziale di duration (attivi meno passivi) tra 6 e 10 anni, superiore a quello medio europeo e multiplo rispetto a quello italiano, tuttora intorno a 2 anni.

FIG. 4



Con riferimento al *lapse risk*, la presenza di un asset percepito come *risk free* con rendimenti che oggi, dopo una lunga latitanza, risultano decisamente positivi (almeno in termini nominali) può rappresentare un temibile concorrente per le gestioni di Ramo I.

In passato, come noto, l'innovazione finanziaria (in particolare l'indicizzazione ai tassi d'interesse presente nei CCT) ha rappresentato uno strumento di successo in risposta

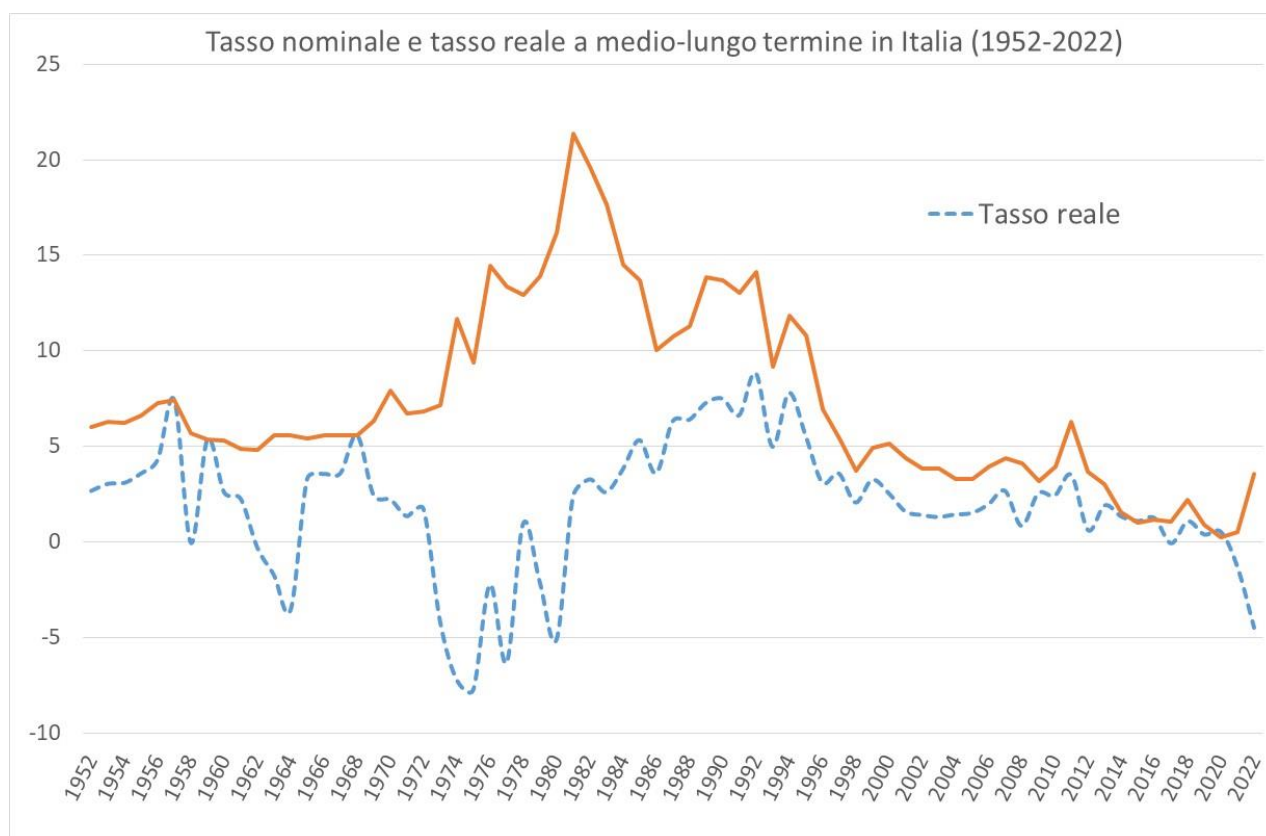
⁴ Non è disponibile un dato più aggiornato a livello di singoli paesi. Per l'evoluzione del dato medio europeo si veda il Risk Dashboard di EIOPA dello scorso ottobre in https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/statistics-and-risk-dashboards/risk-dashboard_en.

alla variabilità dei tassi e alle esigenze di stabilità in conto capitale degli investitori, sia retail che istituzionali.

Non è escluso che la medesima strategia possa ritornare utile nel nuovo scenario in cui i tassi d'interesse, non ancora stabilizzati, dovranno recuperare, sia pure gradualmente, valori reali positivi (Fig. 5).

Una diretta conseguenza, per il Ramo Vita, è il rischio di sovrastima del valore delle attività che, combinato con quello di *mass lapse*, può avere riflessi sui requisiti di capitale⁵, soprattutto se la situazione di incertezza su inflazione, produzione e tassi dovesse permanere.

FIG. 5



⁵ Si veda lo Statement EIOPA del dicembre scorso: https://www.eiopa.europa.eu/document-library/supervisory-statement/supervisory-statement-inflation_en.

3. L'inflazione e il comparto Danni

I Rami Danni sono colpiti direttamente dal nuovo contesto inflazionistico sia per i rischi di calo della domanda, causati dalla perdita di potere d'acquisto di famiglie e imprese, sia per i rischi di sottoscrizione derivanti da tariffe e riserve che potrebbero risultare su livelli non adeguati.

Al riguardo, non va sottovalutato il fatto che c'è un'intera generazione di assicuratori e intermediari che non ha esperienza diretta del processo inflazionistico, stante la lunga stagione della bassa inflazione globale, quando - ormai è storia - la BCE operava, con strumenti "non convenzionali"⁶, in un contesto molto al di sotto del target "ideale" del 2% e la stabilità dei prezzi consentiva maggiore certezza e prevedibilità nelle decisioni economiche degli operatori.

Quarant'anni fa, quando l'inflazione era all'incirca ai livelli attuali, la composizione del business Danni non era molto diversa dall'attuale⁷, almeno in termini aggregati e quantitativi (Fig. 6). Gli andamenti più macroscopici, in questo lungo arco di tempo, sono stati sia il calo del peso della r.c. auto (e dei connessi CVT) largamente dovuto alla straordinaria discesa dei prezzi del comparto (assoluti e relativi) su cui anche l'attività normativa ed analitica dell'IVASS si è molto focalizzata (Fig. 7), sia l'espansione di "Infortuni e malattia" e r.c. generale che hanno ormai raggiunto, dal 16% del 1980, un peso complessivo, in termini di premi, vicino al 30% del totale Danni.

⁶ Si veda P. R. Lane, *Low inflation: macroeconomic risks and the monetary policy stance*, 11 febbraio 2020, in https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_2~eae18c54ff.en.html

⁷ La grande diversità riscontrabile in questo lungo orizzonte temporale attiene al Ramo Vita, che nel 1980, rappresentava appena il 13% dei premi complessivi mentre nel 2021 è salito al 76%.

FIG. 6

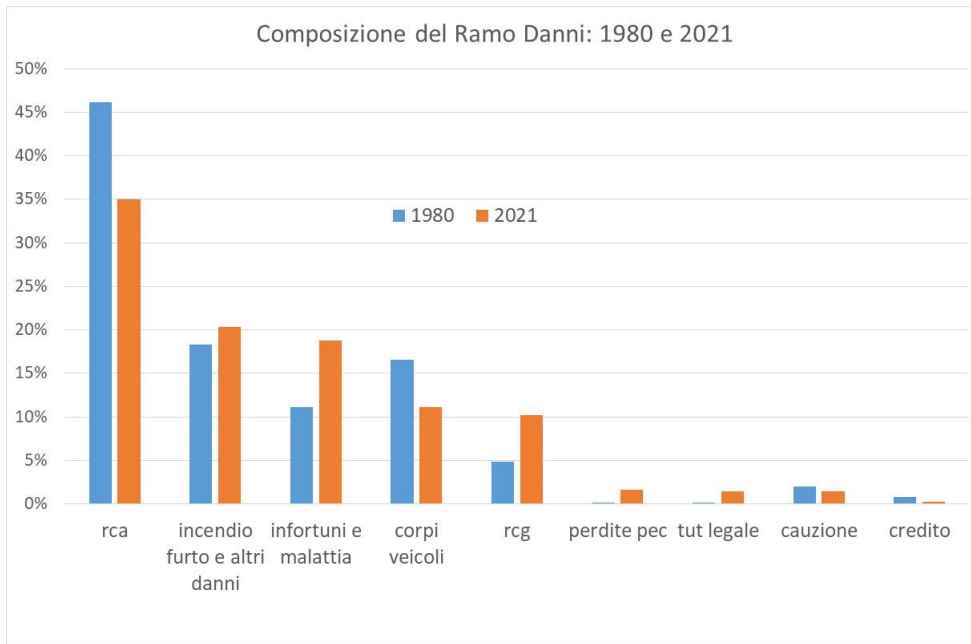
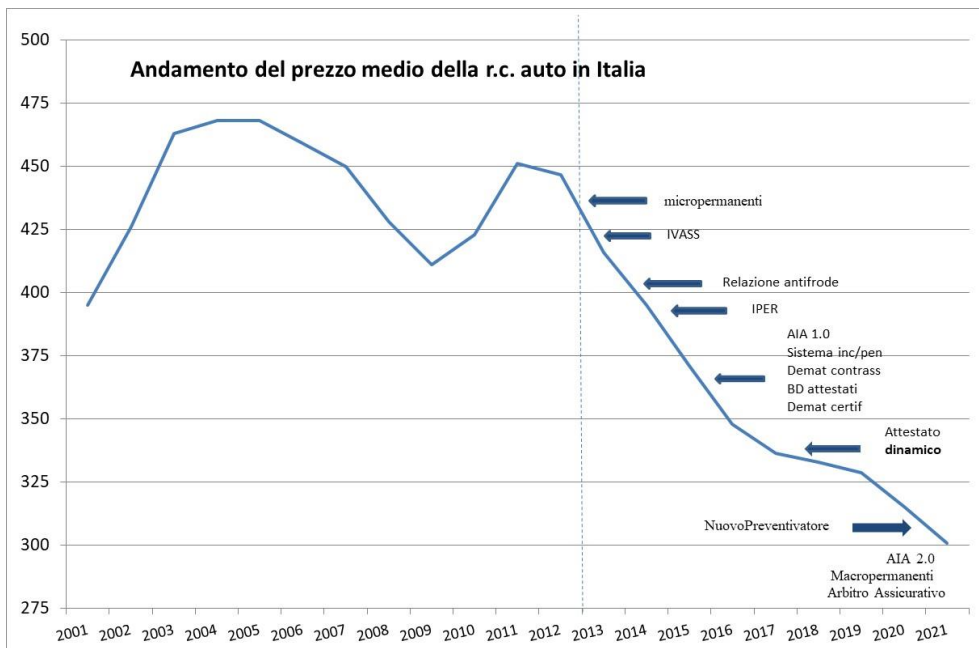


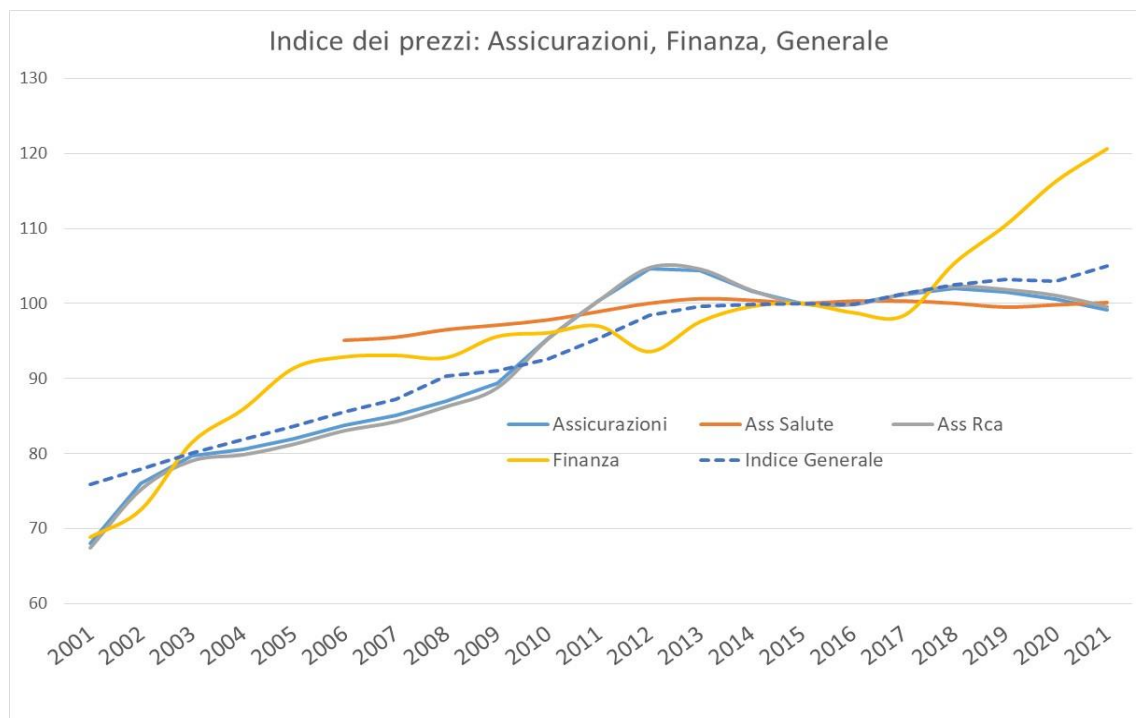
FIG. 7



Il calo dei prezzi della r.c. auto non è stato il solo evento che ha calmierato, negli ultimi anni, i prezzi dei servizi assicurativi. Sia il comparto Salute sia l'Assicurazione in

complesso sono cresciuti meno dell'indice generale dei prezzi al consumo e molto meno dell'indice dei servizi finanziari (Fig. 8).

FIG. 8



In prospettiva, ci si può immaginare un effetto dell'inflazione sia sugli oneri sinistri sia, di riflesso, sui premi.

Guardando alla serie storica disponibile (1998-2021) si può calcolare, sia pure con una valenza solo approssimativa e qualitativa, un indicatore di sensibilità dei Rami Danni principali al tasso d'inflazione, sia per quanto riguarda l'effetto sugli oneri sinistri sia per l'effetto sui premi.

Con riferimento al costo dei sinistri, i rami più sensibili sono incendio, r.c. auto e r.c. generale mentre sul lato dei premi spicca l'r.c. auto che vede una piena traslazione degli oneri sui premi (Fig. 9).

In termini di risultati del conto tecnico, può essere interessante notare che l'inflazione ha generalmente un impatto negativo sull'utile dell'anno (Fig. 10), con tendenza a un recupero nell'anno successivo. L'impatto negativo maggiore si rileva sul comparto r.c. auto, compensato in parte dell'impatto positivo (anomalo rispetto agli altri) del settore "contiguo" dei CVT.

FIG. 9

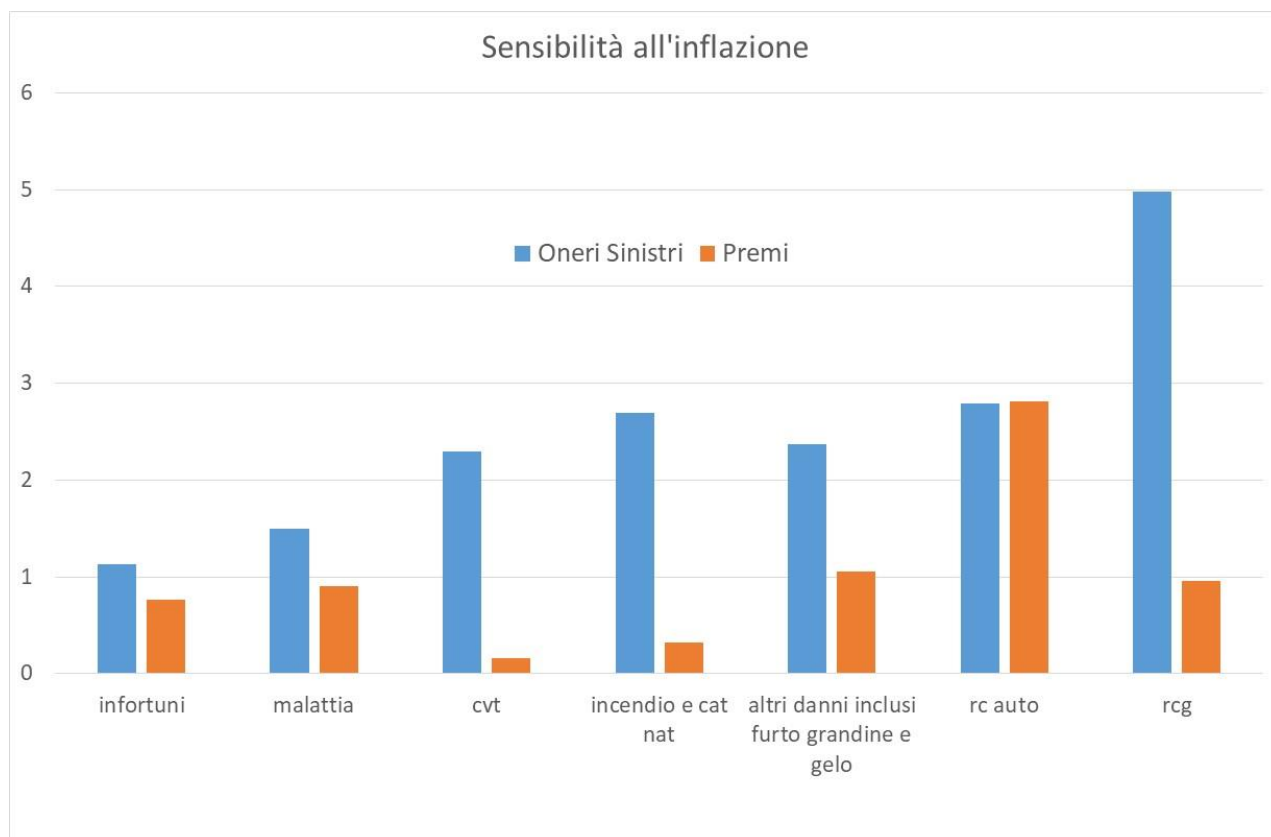
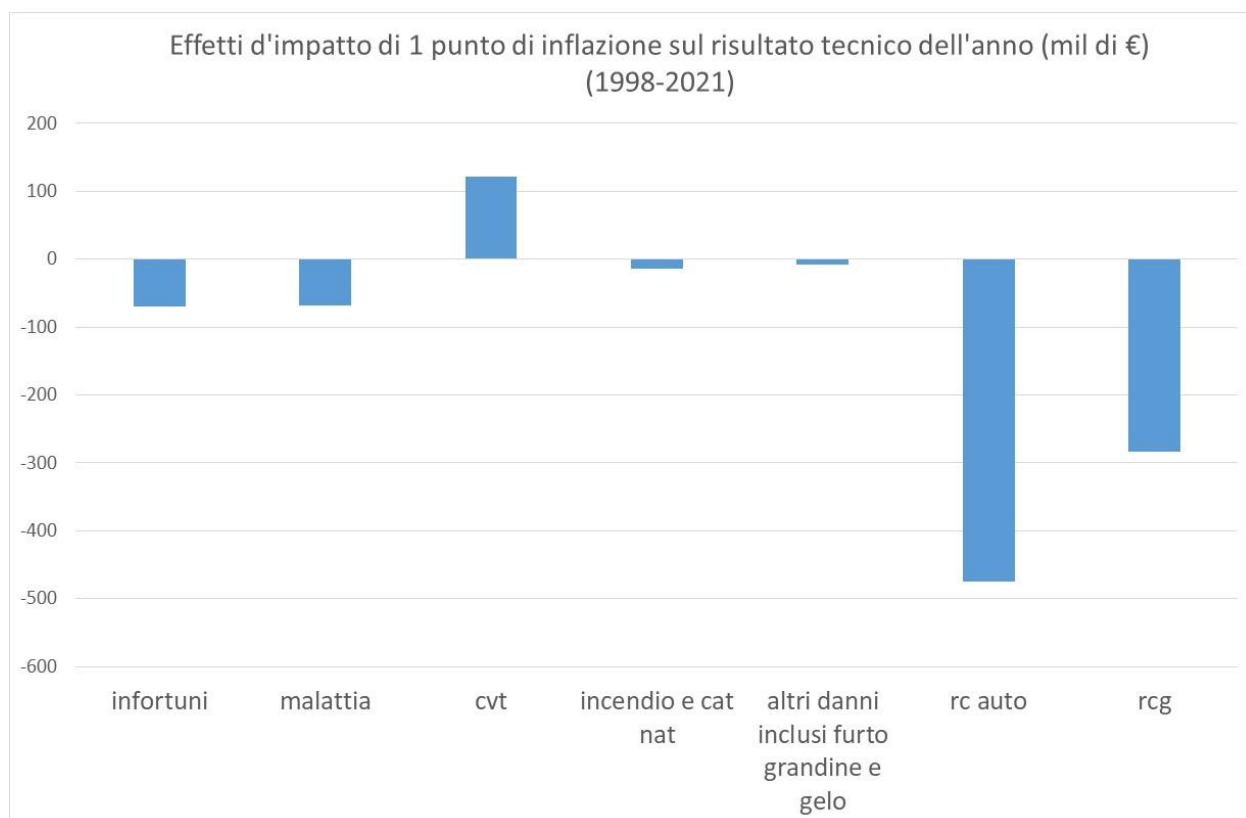


FIG. 10



L'analisi del ROE conferma, almeno in termini qualitativi, questo risultato: un aumento di un punto del tasso d'inflazione tende a ridurre il ROE Danni di 2.5 punti, di cui mezzo punto (*ceteris paribus*) recuperato l'anno successivo.

Per una comparazione, l'impatto dell'inflazione sul Vita, veicolato dai movimenti dei tassi d'interesse, risulta più ampio (-3.8 punti l'impatto nell'anno), dimezzato, in media e *ceteris paribus*, nell'anno successivo.

In sintesi, si può dire che il processo inflazionistico colpisce il mercato assicurativo sia sul lato dei Rami Vita che su quello dei Rami Danni.

La crescita degli oneri sinistri rappresenta il canale di trasmissione di tali effetti sul conto economico delle imprese di assicurazione che tendono ad avere, guardando l'esperienza storica degli ultimi 20 anni, risultati inizialmente negativi o meno positivi, con successivo recupero della redditività di lungo periodo.

Naturalmente, va tenuto presente che l'analisi retrospettiva non è mai un perfetto predittore degli andamenti futuri. In particolare il salto tecnologico che stanno realizzando le imprese di assicurazione, soprattutto quelle già oggi più vicine alla frontiera IT (si pensi alla *black box* e all'*internet of things* dei rami auto, salute e casa), può consentire un monitoraggio più veloce e aggiornato degli andamenti tecnici e un più pronto adeguamento delle tariffe agli andamenti del costo e della frequenza dei sinistri. Di conseguenza, l'impatto negativo iniziale della crescita dei prezzi sugli utili potrebbe risultare, di fatto, molto attenuato.

In conclusione, se i tassi d'inflazione sembrano richiamare l'esperienza degli anni '80, in realtà il nuovo contesto inflazionistico con bassa crescita e alta competizione - di prezzo, di offerta e di processo - in un mercato tecnologicamente in grande fermento, è sotto tutti i punti di vista una sfida singolare e senza precedenti per l'intero settore.