

IX Congresso della FISAC/CGIL

**Credito e assicurazioni
per una buona finanza europea**

Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia
e Presidente dell'IVASS

Salvatore Rossi

Roma, 27 novembre 2018

Quando la finanza può definirsi buona? Secondo opinioni diffuse “finanza buona” è un ossimoro, la finanza è cattiva per sua intima natura, soprattutto in questi tempi moderni in cui essa è accusata di essere solo denaro fatto col denaro, schiuma fine a se stessa, senza alcun legame con l’economia vera, produttiva.

In realtà la finanza è un’infrastruttura di servizio, quindi non è in sé né buona né cattiva, dipende dal modo in cui la si fa funzionare. Secondo un’analogia forse abusata ma sempre efficace, è come il sistema circolatorio per un organismo umano: è essenziale per la sopravvivenza e lo sviluppo dell’organismo, ma se funziona male o si blocca può condurre a guai seri.

Dunque una finanza buona è una finanza ben regolata e quindi ben funzionante, che lubrifica efficacemente ogni parte dell’organismo economico – cioè ne alimenta e sostiene lo sviluppo –, che non sottopone l’economia a shock o a blocchi improvvisi, in cui è il mercato stesso ad allineare gli incentivi delle singole imprese finanziarie a quelli della collettività.

Dei guai che una finanza mal regolata e mal funzionante può provocare all’economia abbiamo fatto esperienza in tutto il mondo negli anni scorsi. La recessione seguita alla crisi finanziaria globale si è rivelata più grave della Grande Depressione di quasi un secolo fa.

Negli anni tra i due conflitti mondiali il venir meno di relazioni finanziarie internazionali cooperative si accompagnò col rapido deteriorarsi dell’ambiente economico globale¹. Protezionismi e nazionalismi concorsero a porre le premesse del secondo conflitto mondiale.

¹ Si veda M. De Cecco (a cura di), *L’Italia e il sistema finanziario internazionale 1919-1936*, Laterza, Bari-Roma, 1993.

La lezione fu chiara per i padri fondatori dell'Europa. La ferma volontà di bandire per sempre ogni altra guerra si immise pragmaticamente in un sentiero di piccoli, grandi passi di integrazione economica e finanziaria, ritenuti premessa necessaria dell'integrazione sociale e dell'unione politica. Una finanza buona per un'Europa più pacifica e, alla fine, unita.

Il nostro paese, dal Trattato di Roma del 1957 che avviò il mercato comune – di cui fu tra i firmatari originari – all'affannosa rincorsa alla partecipazione all'unione monetaria europea negli anni Novanta del secolo scorso, ha promosso incessantemente, per lunghi anni, lo sviluppo di legami economici e finanziari tra i paesi europei, sull'onda di un vasto e resistente consenso popolare². Quando, una volta completato il mercato interno, riprese vigore l'idea di una moneta comune, l'Italia tentennò ma alla fine salì sul treno in corsa, con la spinta di personaggi di alto spessore tecnico e politico come Carlo Azeglio Ciampi.

Dotare i paesi aderenti all'area dell'euro di una moneta comune fu un gesto politicamente ed economicamente audace. Molti economisti, soprattutto americani, rimasero dubbiosi che, in assenza di piena mobilità del lavoro in tutta l'area e di un bilancio pubblico comune, l'euro potesse sopravvivere.

Eppure per oltre dieci anni l'euro dispiegò vantaggi economici per tutti, soprattutto grazie alla forte riduzione dell'inflazione e dei tassi d'interesse in tutta l'area. L'integrazione dei sistemi produttivi nazionali ne trasse nuovo impulso.

La crisi cosiddetta dei debiti sovrani ha ora complicato le cose. Da otto anni a questa parte la precedente convinzione generale che i paesi aderenti fossero avviati verso un percorso virtuoso di riforme strutturali delle loro economie e che l'euro fosse un monolite eterno si è incrinata.

I differenziali di rendimento fra titoli pubblici di paesi dell'area ne sono prova. Prima della crisi erano molto contenuti. Ora il maggior rendimento richiesto da chi acquista titoli di alcuni Stati non è che la copertura dal rischio di "fallimento" di uno Stato o addirittura di rottura dell'euro. Un rischio molto piccolo, naturalmente, ma non più nullo o quasi nullo come in passato.

² Si veda per un'ampia trattazione del tema S. Rossi, *La politica economica italiana 1968-2000*, Laterza, Bari-Roma, 2000.

E l'Unione bancaria europea? Si tratta di una costruzione meritoria originariamente concepita per interrompere il circolo vizioso tra settore bancario ed emittenti sovrani. È però rapidamente divenuta il mezzo per rendere quasi impossibili i salvataggi da parte degli Stati nazionali delle proprie banche, salvataggi invece intensi e frequenti all'indomani della crisi finanziaria globale³. L'idea è stata innanzitutto quella di forzare le banche dei paesi aderenti a divenire più resistenti agli shock, dotandosi di molto più capitale proprio e liberandosi il più possibile dei crediti dubbi, in modo da non avere bisogno di salvataggi. Poi, il Consiglio e il Parlamento europei hanno deciso che, se proprio una crisi bancaria è inevitabile, il suo costo va fatto pagare ai privati; solo in casi estremi ai contribuenti. Sottostante vi è stata la preoccupazione di molti governi di non vedersi coinvolti in salvataggi bancari di paesi periferici, in particolare di quelli con un debito pubblico alto e con quote importanti di titoli pubblici posseduti dalle banche; coinvolgimento, nei loro timori, più probabile in caso di salvataggi pubblici. Quindi l'unione bancaria è stata in ultima analisi la reazione di alcuni paesi a rischi, veri o solo temuti, posti da altri.

Il sistema finanziario italiano rimane più piccolo che nei principali paesi avanzati del mondo: le attività finanziarie di intermediari e investitori istituzionali italiani sono pari a circa quattro volte il PIL, meno di quanto osservato in Germania e negli Stati Uniti, dove il rapporto è attorno a cinque, in Francia, dove è pari a sei, e nel Regno Unito, dove supera il dieci.

All'interno di un sistema più piccolo, il ruolo delle banche nel finanziamento delle imprese è molto più ampio che altrove: i debiti bancari delle imprese sono quasi il 60 per cento del totale dei loro debiti finanziari; in Germania sono di poco inferiori al 50; nelle altre economie citate oscillano intorno al 30.

La struttura finanziaria italiana non è quindi del tutto coerente col modo moderno di produrre beni e servizi, il quale richiede invece una finanza ampia e articolata⁴. Da qualche anno andiamo riflettendo su come il nostro sistema si debba adattare per sostenere il rilancio dello sviluppo economico. Nonostante i progressi compiuti, esso rimane troppo basato sul debito finanziario e troppo poco

³ S. Rossi, *Unione bancaria: risultati raggiunti e prospettive future*, intervento alla Wolpertinger Conference, Modena, 30 agosto 2018.

⁴ S. Rossi, *Finanza ed economia*, Lectio magistralis, Università degli Studi di Bari "Aldo Moro", 6 ottobre 2017.

sul capitale di rischio; il credito bancario tradizionale continua a giocarvi una parte eccessiva, che si ritorce contro le stesse banche rendendole più vulnerabili nelle fasi negative del ciclo economico.

Uno stimolo forte verso il rilancio dello sviluppo economico⁵ può venire da una crescita d'importanza del mercato finanziario e di intermediari o investitori diversi dalle banche.

Non è in questione l'assunto che l'intermediazione bancaria debba partecipare da protagonista al processo di allocazione delle risorse di un'economia. Ma dobbiamo tenere conto di due lezioni offerteci dalla storia.

La prima è che l'intermediazione bancaria è un gioco che può diventare rischioso. Le crisi finanziarie divengono davvero nefaste per l'economia quando, indipendentemente dal punto d'origine, coinvolgono direttamente il settore bancario. La leva finanziaria degli intermediari bancari crea inevitabilmente un potente meccanismo di amplificazione degli shock economici che giustifica la necessità di un attento presidio dell'interesse collettivo.

La seconda lezione è che una coesistenza equilibrata di mercati e intermediari rende più stabile il flusso di credito per l'economia reale. Le iniziative volte ad agevolare l'accesso delle nostre imprese ai mercati azionari e obbligazionari e a investitori istituzionali non bancari trovano fondamento sia nell'esigenza di promuovere l'innovazione, e con questa lo sviluppo economico italiano, sia perché spingono il sistema finanziario a divenire più stabile ed efficiente.

In Italia il mercato finanziario evolve, sia pur lentamente. Sette anni fa le imprese italiane avevano molto debito in rapporto al capitale. Oggi la leva finanziaria delle imprese è di dieci punti inferiore al picco del 50 per cento registrato nel 2011. Il divario rispetto alla media dell'area dell'euro si è notevolmente ridotto.

Tra il 2013 e il 2017 in Italia sono state ammesse alla quotazione in Borsa circa 80 società non finanziarie, un numero elevato rispetto al passato.

⁵ S. Rossi, *Finanza ed economia*, Lectio magistralis, op. cit..

Il numero di imprese non finanziarie quotate resta però contenuto nel confronto europeo, poco più di 250 in Italia rispetto alle quasi 600 in Germania e alle circa 650 in Francia. Anche la capitalizzazione di Borsa delle società non finanziarie resta ampiamente inferiore a quella delle altre principali economie europee: in Italia essa è pari a circa il 25 per cento del PIL, in Germania a poco più del 60, in Francia supera il 70. Nel nostro paese, inoltre, è limitata la quota di capitale di rischio fornita da intermediari specializzati nel *private equity*: nel quinquennio gli investimenti di fondi nazionali in questo segmento sono ammontati a 12 miliardi di euro in Italia, contro 33 in Germania, 66 in Francia.

L'aumento del grado di patrimonializzazione delle imprese si è accompagnato a una ricomposizione dell'indebitamento. Nel complesso la quota delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari è salita negli ultimi dieci anni dal sei al 13 per cento, un valore leggermente più elevato di quello osservato in Germania, ma inferiore di circa nove punti rispetto a quello della Francia.

Rispetto agli altri paesi permane una differenza riconducibile sia alle caratteristiche delle imprese italiane sia al ruolo limitato degli investitori istituzionali.

Le imprese grandi, specialmente se già quotate e con prospettive di crescita, hanno una migliore reputazione e sono più trasparenti, doti fondamentali per attrarre sottoscrittori di obbligazioni⁶. Per le imprese medio-piccole, molto diffuse in Italia, la carenza di informazioni visibili all'esterno è un ostacolo formidabile al loro accesso al mercato obbligazionario.

Gli investitori istituzionali italiani detengono poche obbligazioni private e molti titoli pubblici nel confronto con gli altri maggiori paesi europei. Lo scarso peso dei fondi pensione aggrava il fenomeno della relativa debole presenza degli investitori istituzionali italiani nel mercato delle obbligazioni emesse da imprese⁷.

⁶ Cfr. Accornero, M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, "First-time corporate bond issuers in Italy", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 269, 2015.

⁷ Cfr. Accornero, M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, "Missing investors in the Italian corporate bond market", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 450, 2018.

Ma che ruolo potranno giocare le banche in un sistema finanziario che ne veda ridotto il ruolo dominante nel finanziamento dell'economia⁸? Un ruolo ancora importante, se affronteranno i necessari cambiamenti.

Esse possiedono strutture, conoscenze e competenze tali da consentire di mitigare i problemi legati all'esistenza di asimmetrie informative nel rapporto tra finanziatori e imprese, soprattutto le più piccole. Saper valutare le opportunità di crescita delle piccole e medie aziende è un'abilità, indebolitasi durante la crisi⁹, che va pienamente recuperata.

Il credito bancario continuerà a rappresentare la fonte principale di finanza esterna per le imprese minori, anche se l'atteggiamento delle banche si è fatto più prudente¹⁰: molte imprese minori hanno trovato difficoltà a inserirsi nella ripresa economica e i prestiti bancari a questa classe dimensionale di imprese si sono ridotti nei passati sei anni. Ma se un'impresa con rating alto o comunque con un buon potenziale decide di raccogliere fondi sul mercato in forma di obbligazioni o azioni, le banche possono essere al suo fianco, svolgendo molteplici (e remunerativi) compiti.

Questo è ancor più vero nel caso di imprese di dimensioni medio-grandi. L'offerta di servizi bancari va in parte spostata dal credito tradizionale verso l'assistenza alle imprese nel collocare titoli sul mercato. Le relazioni delle banche con le imprese potrebbero alla fine uscirne rafforzate anziché indebolite.

Le assicurazioni sono molto meno citate delle banche come sostegno all'economia, ma a torto. Il contributo che possono offrire alla crescita è duplice, come duplice è la loro natura.

Le compagnie assicurano contro i rischi, è il loro compito: i rischi delle persone, quelli delle famiglie, quelli delle imprese. Di queste ultime migliorano lo stesso merito creditizio, spostando su di sé il rischio, ad esempio, da attacchi cyber, da eventi colposi di cui le imprese siano chiamate a rispondere, da eventi

⁸ Si veda A. Giunta e S. Rossi, *Che cosa sa fare l'Italia*, Laterza, Bari-Roma, 2017.

⁹ Cfr. G. Albareto, P. Finaldi Russo, "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 127, 2012.

¹⁰ Cfr. Eramo, G, P. Finaldi Russo, R. Felici e F. M. Signoretti, How slow is the recovery of loans to firms in Italy?, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 469, 2018.

metereologici avversi. Ma allo stesso tempo le compagnie investono l'intero attivo del loro bilancio in attività varie; devono farlo per fronteggiare gli impegni presi con la clientela. Quindi sono fondamentali investitori istituzionali.

Quanto sono sviluppate le assicurazioni in Italia rispetto agli altri paesi avanzati? Qui conviene distinguere i due mercati principali su cui esse sono attive, quello dei rischi per la vita umana e quello dei rischi per danni materiali.

Usiamo per fare il confronto i dati dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) – il club dei 36 paesi più avanzati del mondo – sui premi raccolti in rapporto al PIL nazionale nel 2016. Sul mercato “vita” le compagnie italiane hanno raccolto quell'anno oltre il 6 per cento del PIL, ben di più della media OCSE, che è stata del 4,6 per cento) e meno, in Europa, solo di Francia (6,7 per cento), Danimarca (7,5 per cento), Irlanda (12,1 per cento) e Lussemburgo (31,5 per cento).

Nel mercato “danni” la situazione si rovescia. I premi raccolti da noi sono stati meno del 2 per cento del PIL, contro una media OCSE più che doppia, del 4,4 per cento. Per di più, quei premi sono per quasi la metà riferiti ai danni automobilistici e affini, coperti in Italia da assicurazione obbligatoria.

Emerge con tutta evidenza la cronica sottoassicurazione italiana nei rami danni non auto, su cui da tempo ci arrovelliamo. È una situazione che riguarda sia i singoli e le famiglie sia le imprese, in particolare quelle piccole e medie.

Le compagnie assicurative iniziano a studiare polizze più accattivanti. Le analisi dell'IVASS sulle tendenze dell'offerta assicurativa italiana mostrano come nel secondo semestre del 2017 e nel primo del 2018 alle imprese di piccola e media dimensione siano state proposte polizze miste che coprono anche da alcuni danni, o pacchetti che mettono insieme coperture assicurative e servizi¹¹.

L'iniziativa non può che stare nelle mani delle compagnie: tocca a loro disegnare prodotti che stimolino l'interesse dei clienti verso questo genere di copertura, naturalmente avendo cura della qualità, dell'efficienza e della correttezza nella fase di erogazione delle prestazioni. È un mercato potenziale

¹¹ <https://www.ivass.it/consumatori/azioni-tutela/indagini-tematiche/documenti/2018/AnalisiTrend1sem2018.pdf>

enorme, vale almeno due punti di PIL, e potrebbe migliorare molto la solidità delle imprese che si assicurano, nell'interesse di tutta l'economia.

Ancora più importante da quest'ultimo punto di vista è il tema degli investimenti che le compagnie assicurative fanno con le loro ingenti risorse. Comprare titoli di Stato va bene ma occorre, nell'interesse stesso della stabilità del sistema assicurativo, che gli investimenti siano diversificati. C'è spazio per finanziare sia le infrastrutture sia lo sviluppo delle imprese.

L'introduzione in Italia dei Piani individuali di risparmio (PIR) – strumenti di risparmio agevolati sotto il profilo fiscale volti a indirizzare il risparmio verso l'economia reale – è stata accolta da investitori e risparmiatori con molto interesse, anche nel settore assicurativo.

Iniziativa per certi versi analoga è quella, in fase di definizione a livello comunitario, sui Prodotti individuali pensionistici pan-europei (PEPP). Gli obiettivi dichiarati sono meritevoli: creare ulteriori incentivi al risparmio previdenziale e alla previdenza integrativa individuale; favorire la mobilità dei lavoratori all'interno dell'Unione europea, incentivare gli investimenti a lungo termine (impianti e infrastrutture) e realizzare un ampio ed efficiente mercato dei capitali a favore delle imprese, incluse le medio-piccole, e della crescita economica.

Il nodo, dal lato dei supervisori, è trovare un nuovo punto di equilibrio tra la tutela degli assicurati, la sana e prudente gestione delle compagnie di assicurazione e il ruolo che il settore assicurativo è chiamato a svolgere a sostegno della crescita economica nei nostri Paesi.

È uno degli obiettivi della revisione in corso di Solvency II, il quadro di regole europeo in materia di vigilanza prudenziale sul settore assicurativo. Solvency II è già stata emendata nell'ottica di rimuovere ostacoli inutili alla crescita economica, con riguardo all'investimento in infrastrutture e alla cartolarizzazione standardizzata e trasparente. Ci aspettiamo che in questa prima revisione generale vengano attenuati, sebbene con la necessaria prudenza, alcuni oneri normativi eccessivamente gravosi per le imprese di assicurazione che intendano investire in talune classi di attivi, ad esempio in obbligazioni prive di rating e in titoli azionari non quotati.

Due parole su etica e finanza. Il corretto impiego del risparmio può aiutare a recuperare un rapporto sano tra finanza ed economia reale. L'etica non è, e non può essere, il mero rispetto delle regole del gioco; essa valica il perimetro di ciò che la norma consente e di ciò che è lecito, coincide piuttosto con ciò che è "buono".

Ricondurrei a questa categoria il flusso crescente di iniziative orientate verso una finanza sostenibile.

Guardando ancora al settore assicurativo, la scorsa estate l'IVASS ha emanato una nuova regolamentazione sul governo societario delle imprese e dei gruppi assicurativi (Regolamento 38/2018) che, nel razionalizzare il quadro normativo esistente, ha introdotto alcune disposizioni innovative in materia di fattori ambientali e sociali. Il nuovo regolamento prevede che i presidi di governo societario dovranno coprire ogni tipo di rischio aziendale, inclusi quelli di natura ambientale e sociale, "generati o subiti".

A conclusione di questa rapida carrellata torno sul titolo del mio intervento, che mette insieme il concetto di finanza buona con quelli di credito e di assicurazione. Tutto ruota intorno allo sviluppo economico delle nostre economie, è quello il parametro con cui misurare la bontà di istituzioni e politiche, perché sviluppo vuol dire maggior benessere per tutti, se i sistemi politici sanno renderlo sostenibile e diffuso.

La finanza è fondamentale in questo, soprattutto nelle due antichissime attività del far credito e dell'assicurare contro i rischi. Dobbiamo tutti adoperarci, chi fonda e dirige le imprese, chi vi lavora, chi regola la finanza nell'interesse pubblico, chi legifera e governa, perché l'armonica interazione di tutte le componenti del sistema sociale ed economico produca alla fine sviluppo.

