



andalusia
4 ottobre 2011

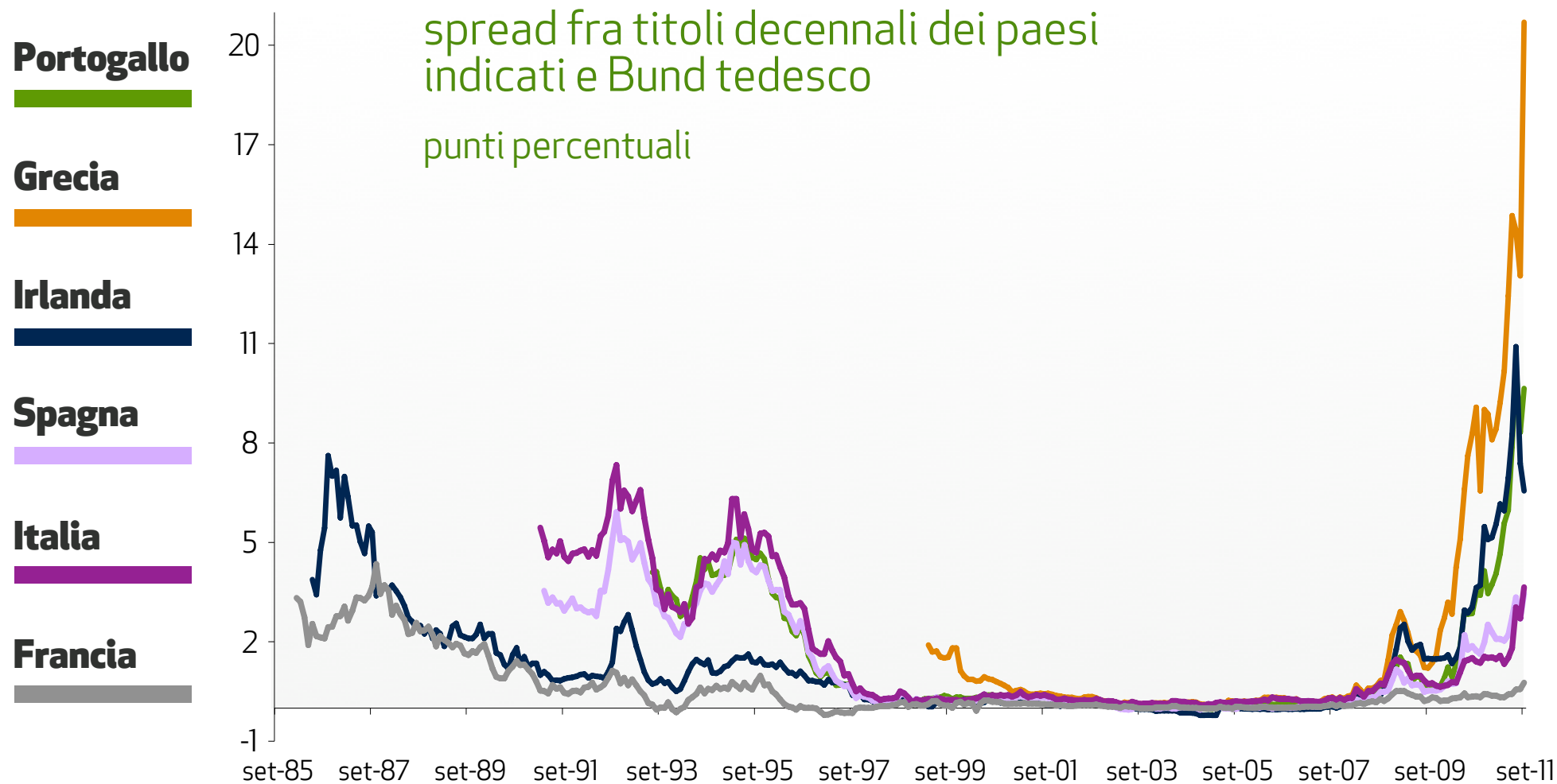
Spunti di riflessione

Paolo Onofri

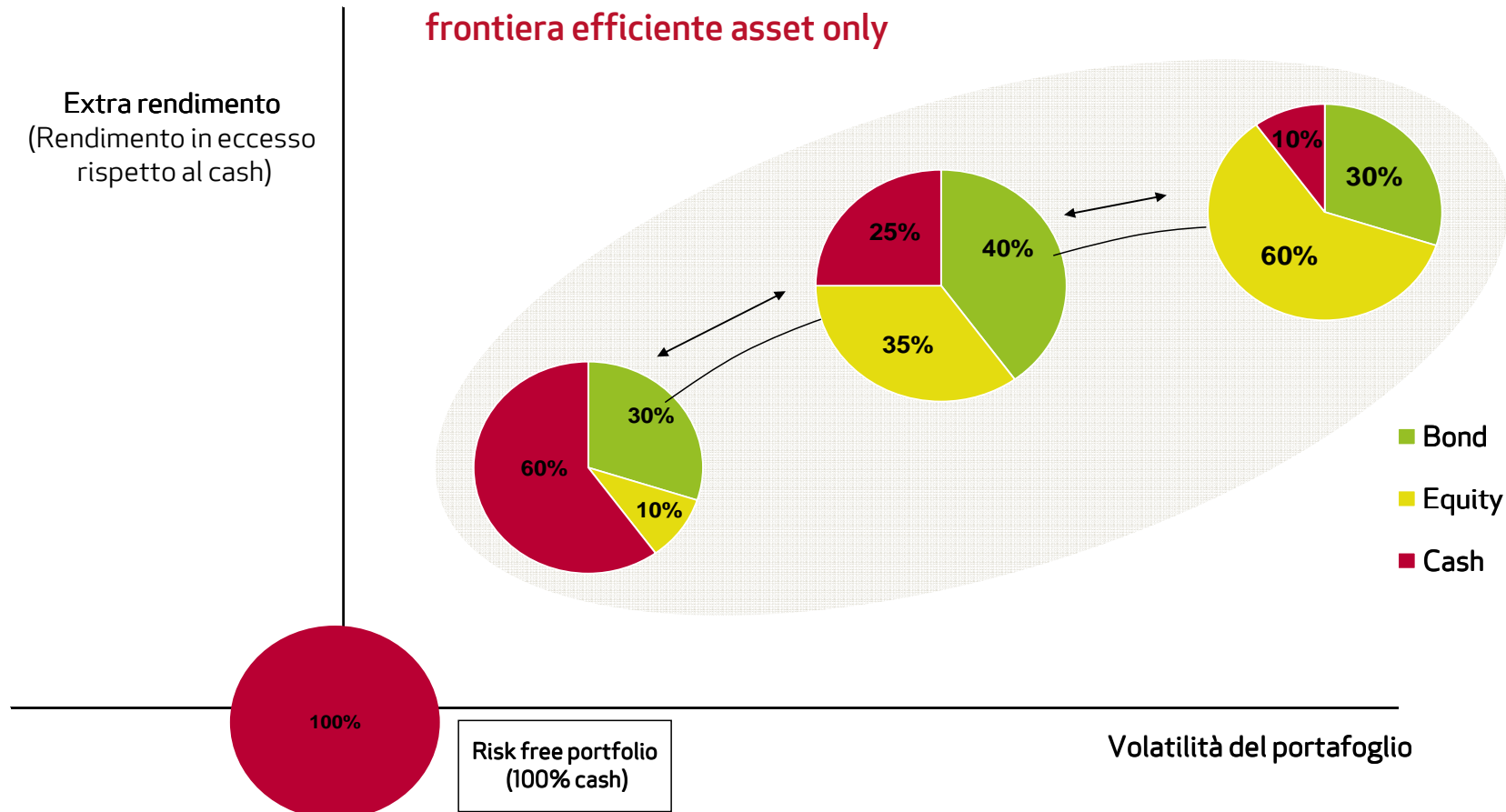
“E’ possibile un connubio tra le esigenze degli investitori istituzionali e le proposte del mercato?”



dal rischio di cambio al rischio di credito

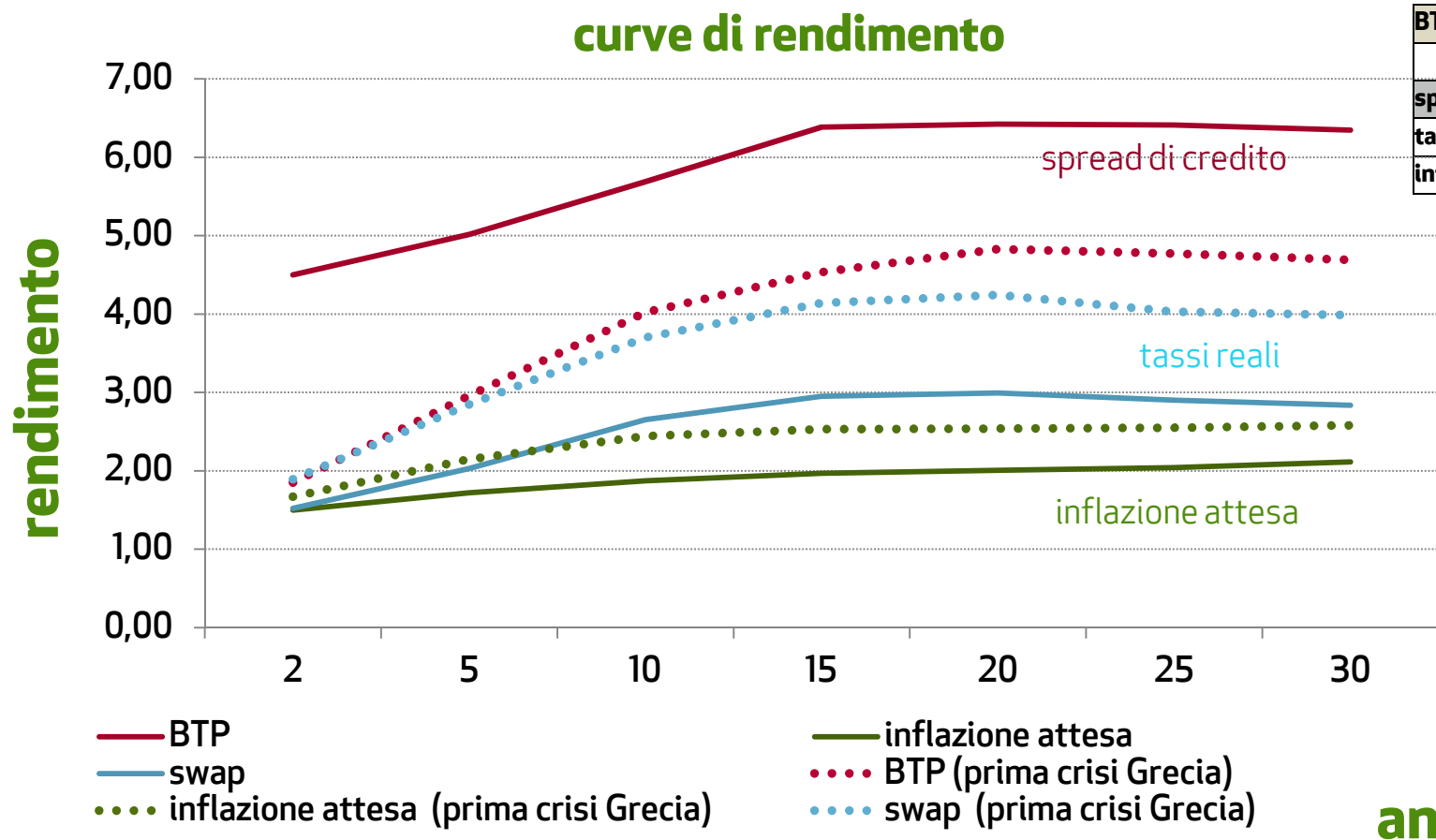


strategie di investimento | la crisi ha messo in discussione assiomi consolidati...



la "moderna" teoria del portafoglio si basa sull'esistenza dell'attività priva di rischio come elemento cardine nella determinazione dei portafogli efficienti

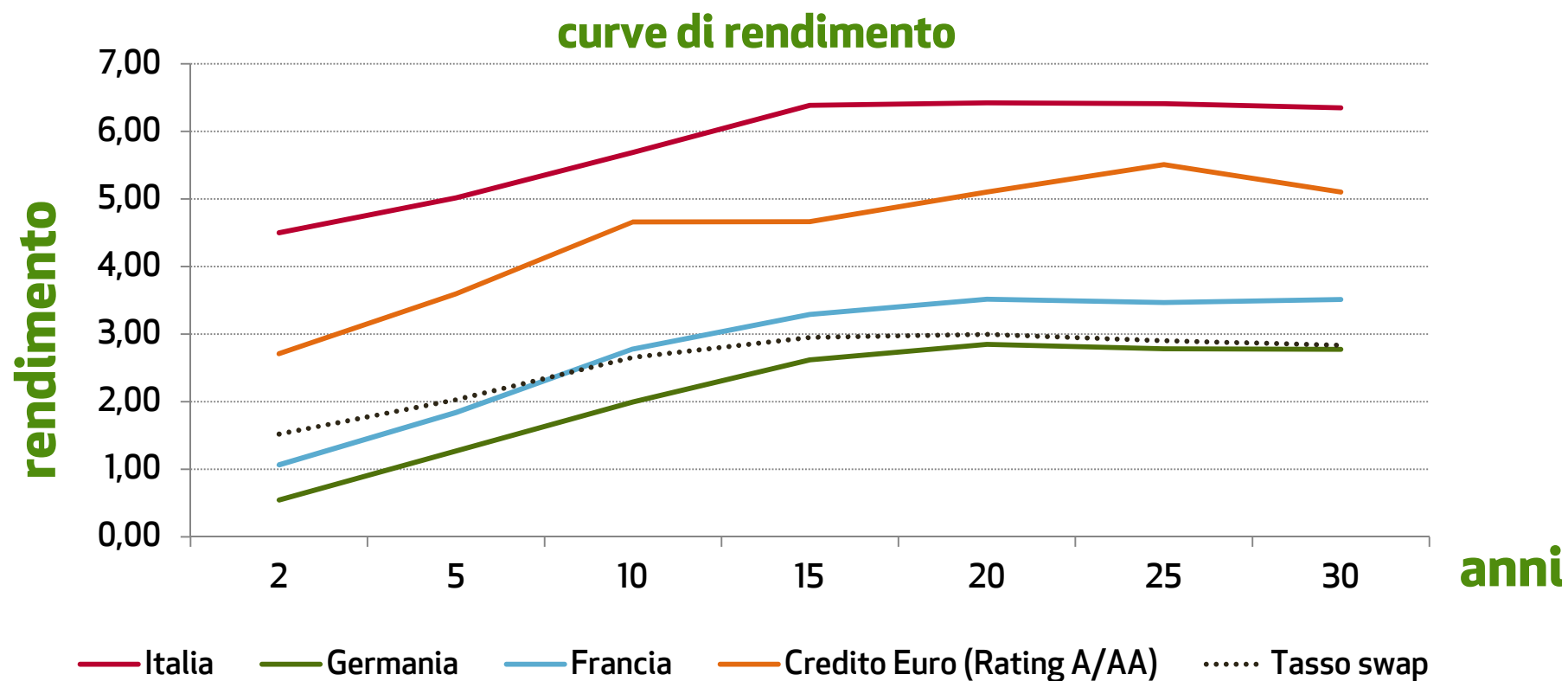
asset allocation | ...ma la percezione del rischio di credito è cambiata...



	gen-10	set-11
BTP	4,02	5,69
spread di credito	0,32	3,04
tassi reali	1,26	0,78
inflazione attesa	2,44	1,87

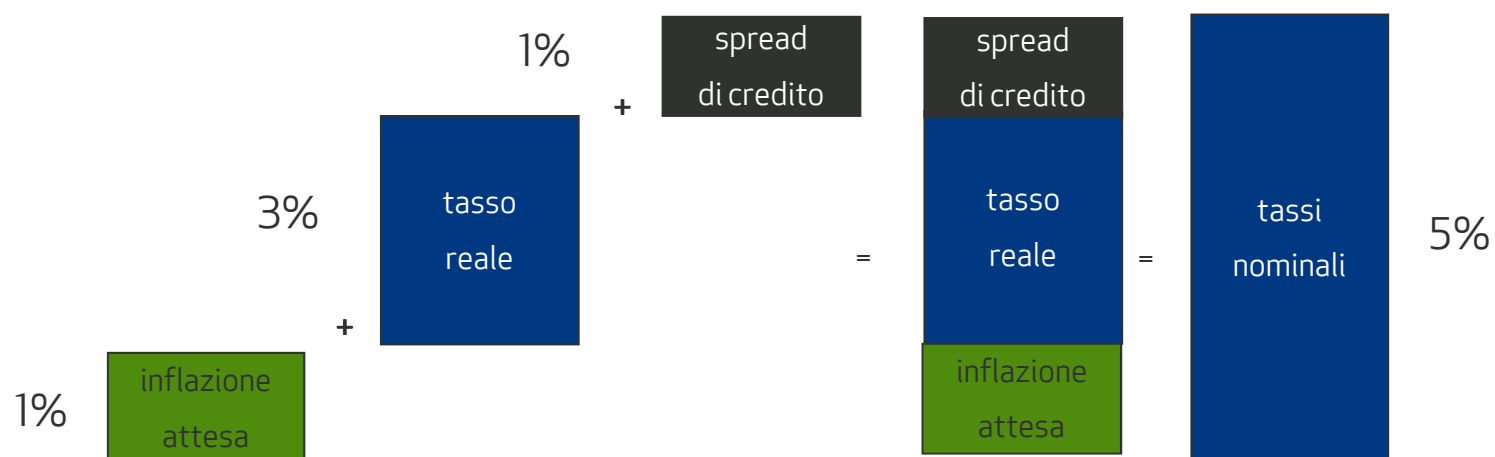
non è più sufficiente la gestione del solo rischio di tasso per ottimizzare il profilo rendimento rischio di un portafoglio obbligazionario

asset allocation | ...generando un aumento della complessità nella gestione dei portafogli



la gestione di un portafoglio obbligazionario non potrà prescindere dalla necessità di gestire sia il **rischio di credito** (attraverso la diversificazione e utilizzando appropriati strumenti di copertura) che quello di **liquidità**

le componenti dei rendimenti | inflazione attesa, tassi reali e spread di credito



Inflazione attesa: rappresenta il livello d'inflazione medio che gli operatori di mercato si attendono nel periodo corrispondente la durata dell'investimento

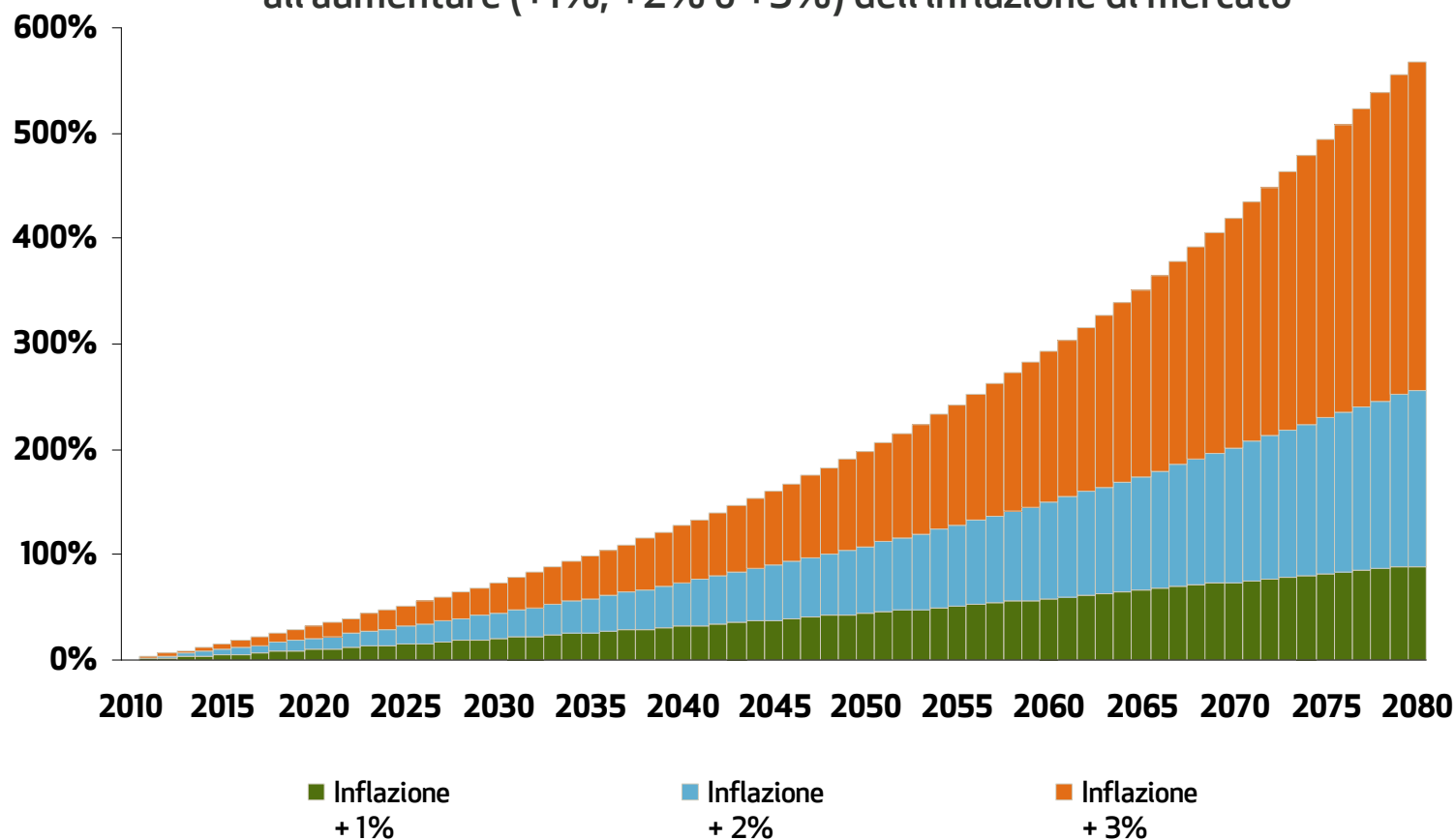
Tassi reali: il tasso reale rappresenta un premio per il rischio dipendente dalla durata dell'investimento

Spread di credito: rappresenta la remunerazione per il rischio controparte sopportata dall'investitore

quali di questi **rischi** è presente nelle **passività previdenziali**?

passività | gli effetti dell'inflazione sui flussi attesi

Incrementi percentuali delle passività di un Ente previdenziale all'aumentare (+1%, +2% o +3%) dell'inflazione di mercato



l'inflazione che si realizzerà in futuro principale driver di rischio per l'Ente

dinamica dei prezzi | quali effetti?

▪ SCENARIO DI INFLAZIONE

- un aumento del livello dei prezzi impatta sui flussi attesi delle prestazioni, che crescono
- l'attivo, se non indicizzato, è soggetto alla svalutazione in termini reali, generando un deficit nel livello di capitalizzazione

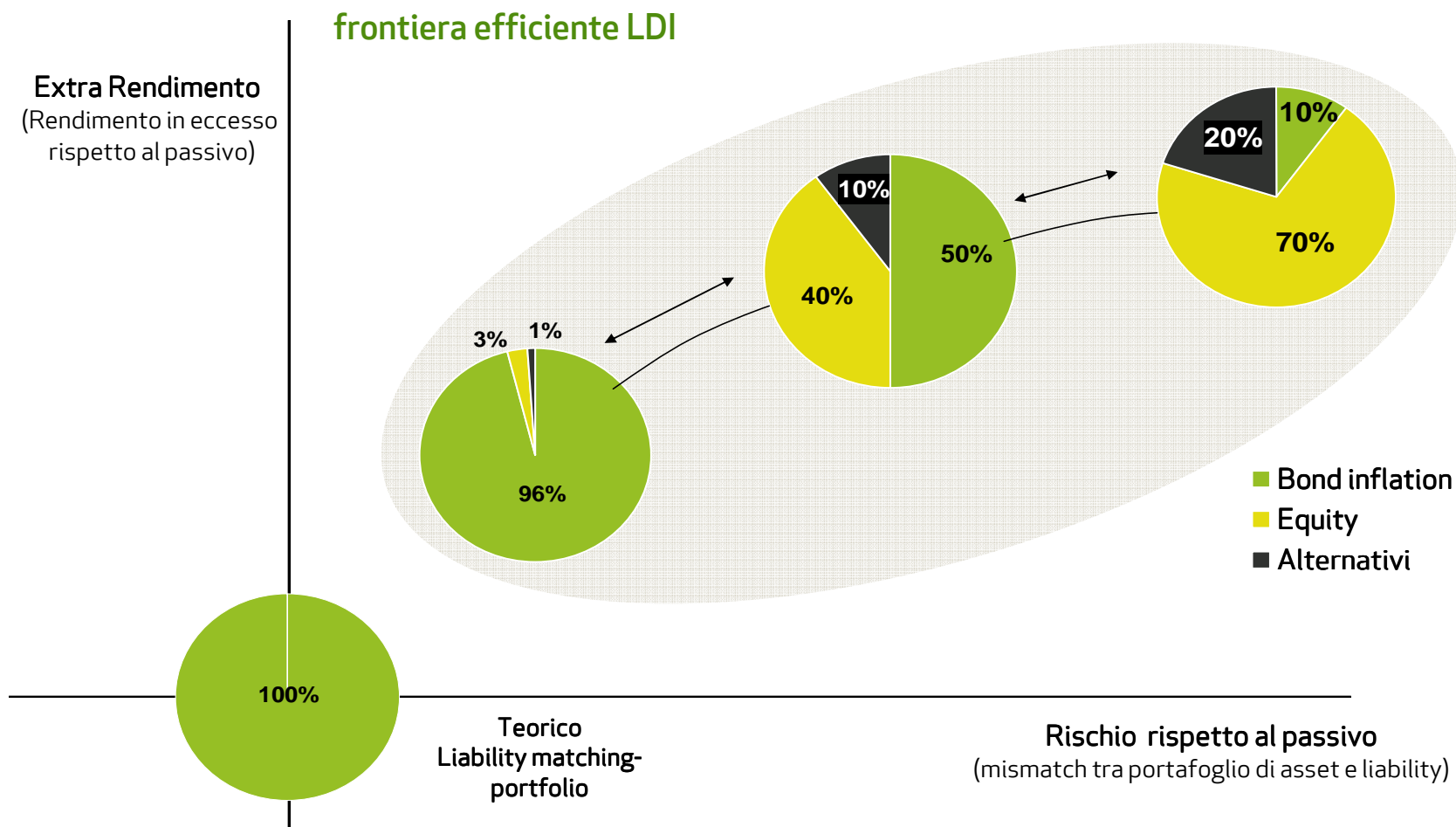
▪ SCENARIO DI DISINFLAZIONE/DEFLAZIONE

- una riduzione della crescita o del livello dei prezzi impatta sui flussi attesi delle prestazioni, che si riducono
- l'attivo, se non indicizzato, non è soggetto alla svalutazione in termini reali (obbligazioni a tasso fisso)

l'ente previdenziale è in grado di **prevedere quale scenario si verificherà**, adeguando l'asset allocation di conseguenza?

meglio massimizzare la redditività dell'attivo (dato un livello di rischio tollerabile) o è preferibile **avere come obiettivo il miglioramento del livello di capitalizzazione dello schema previdenziale (ALM)?**

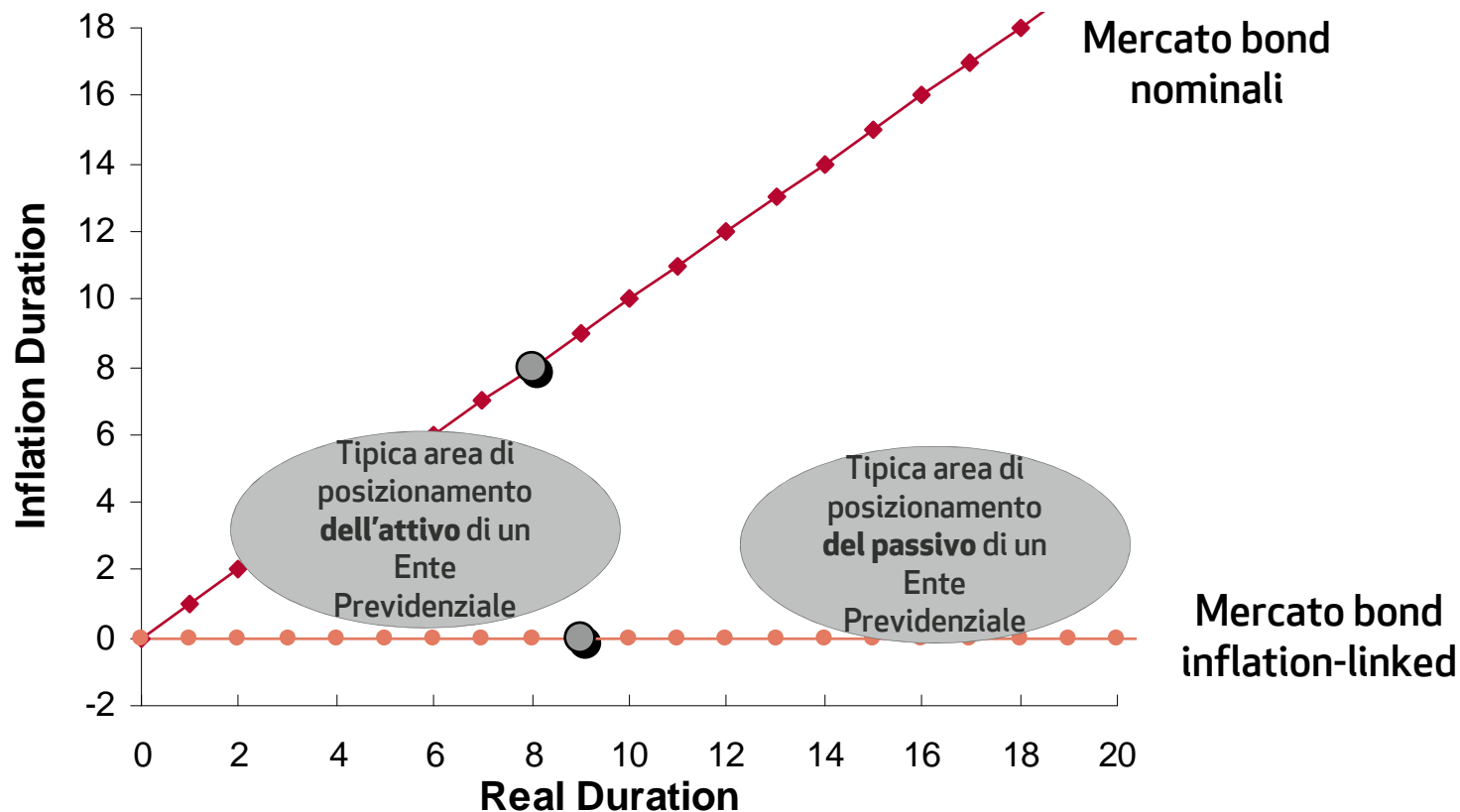
strategie d'investimento | da gestore di attivi a gestori di rischi?



possiamo considerare come portafoglio privo di rischio l'allocazione che replica i fattori di rischio impliciti nelle passività dell'investitore?

dual duration | rischi di tasso e di inflazione

Di quanto varia il valore di una posta di bilancio al variare di un punto % di inflazione attesa?



Di quanto varia il valore di una posta di bilancio al variare di un punto % dei tassi reali?

E' POSSIBILE STRUTTURARE GLI INVESTIMENTI TENENDO CONTO DI QUESTI RISCHI ?

investitori istituzionali e mercato | un connubio è possibile?

INDIVIDUAZIONE DELLE ESIGENZE

ANALISI ALM



- Misurazione dei rischi
- Obiettivi di breve e di lungo termine

BREVE TERMINE

LUNGO TERMINE

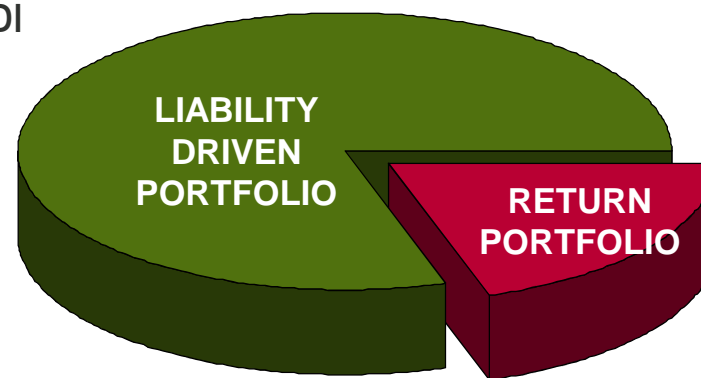
Massimizzare e stabilizzare il tasso di crescita reale del patrimonio	Replicare il profilo dei flussi per prestazioni e i rischi in essi impliciti
Minimizzare il rischio di abbattimento del rendimento reale nel breve termine	Generare extra rendimento rispetto al portafoglio di replica del passivo

IMPLEMENTAZIONE STRATEGIA DI BILANCIO che permetta la coerenza con gli obiettivi di lungo termine riducendo le volatilità annue

ANALISI PROPOSTE DEL MERCATO



- bond nominali
- **inflation linked**
- immobili, fondi immobiliari/infrastrutturali
- mix fondi LDI
- longevity



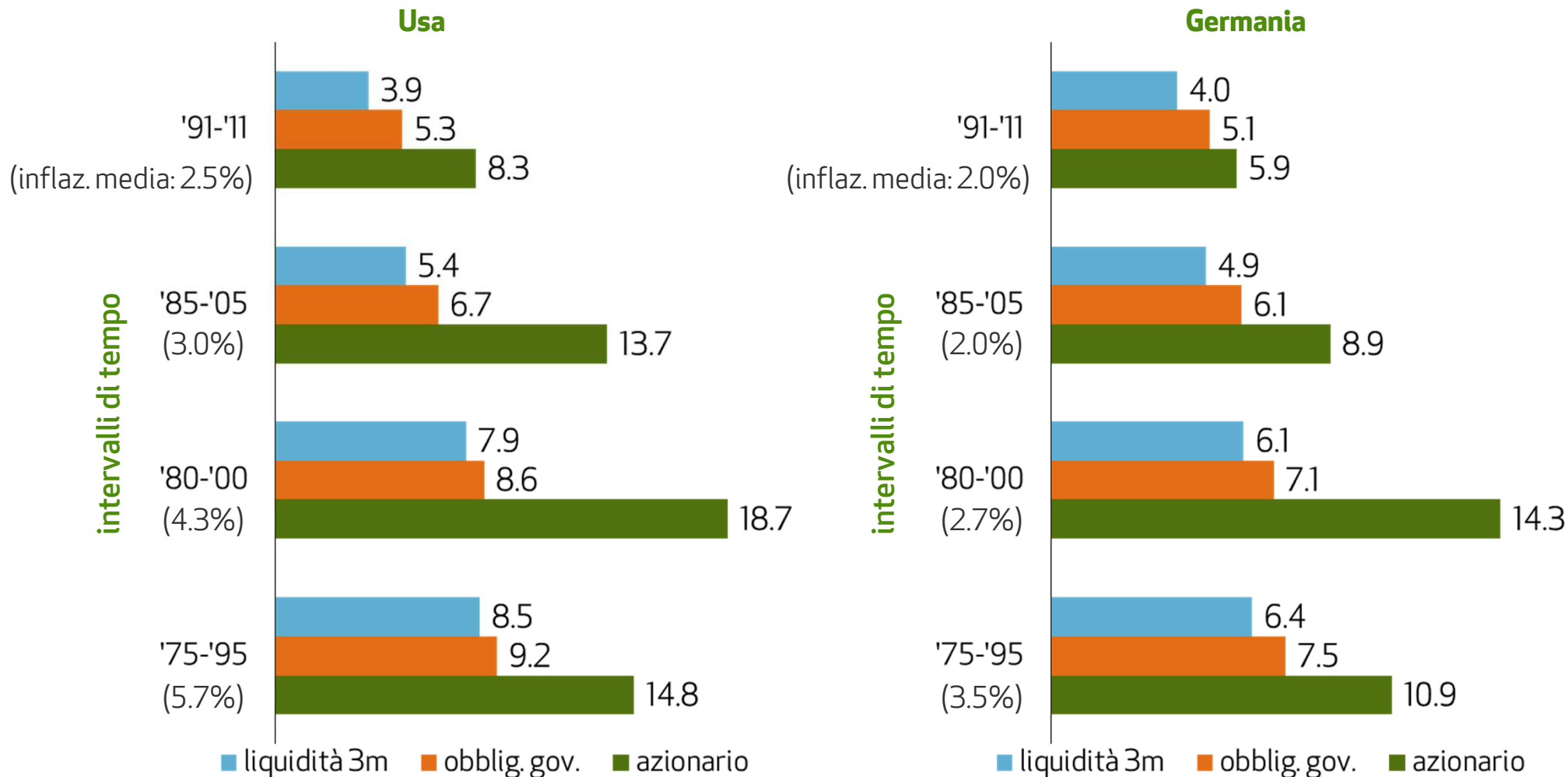
- credito
- azionario
- altri rischi


investitori istituzionali e mercato | un connubio è possibile?

- la maggiore complessità dello scenario economico e finanziario rende l'analisi del contesto sempre più centrale per un corretto approccio alle problematiche strutturali future, impattando sia sui mercati finanziari che sui driver che alimentano la previdenza
- a partire dal 2007 si è via via indebolita la valenza teorica di alcuni punti cardine della teoria finanziaria, rendendo le scelte di investimento più complesse e determinando la necessità sia di una maggiore professionalità e coerenza con gli obiettivi specifici di ciascun investitore
- il connubio possibile tra le proposte di mercato e la domanda espressa dagli investitori istituzionali passa dalla definizione di processi di investimento coerenti con le finalità tipiche dell'investitore, che ne esprimano l'esigenza di allocare rischi (e non solo attivi) e che siano in grado di determinare e indirizzare l'industria verso l'offerta di soluzioni di investimento più specifiche e compatibili con il quadro che norma e regola la previdenza (normativa, contabilità, fiscalità)

Azioni, obbligazioni e liquidità | rendimenti relativi (1)

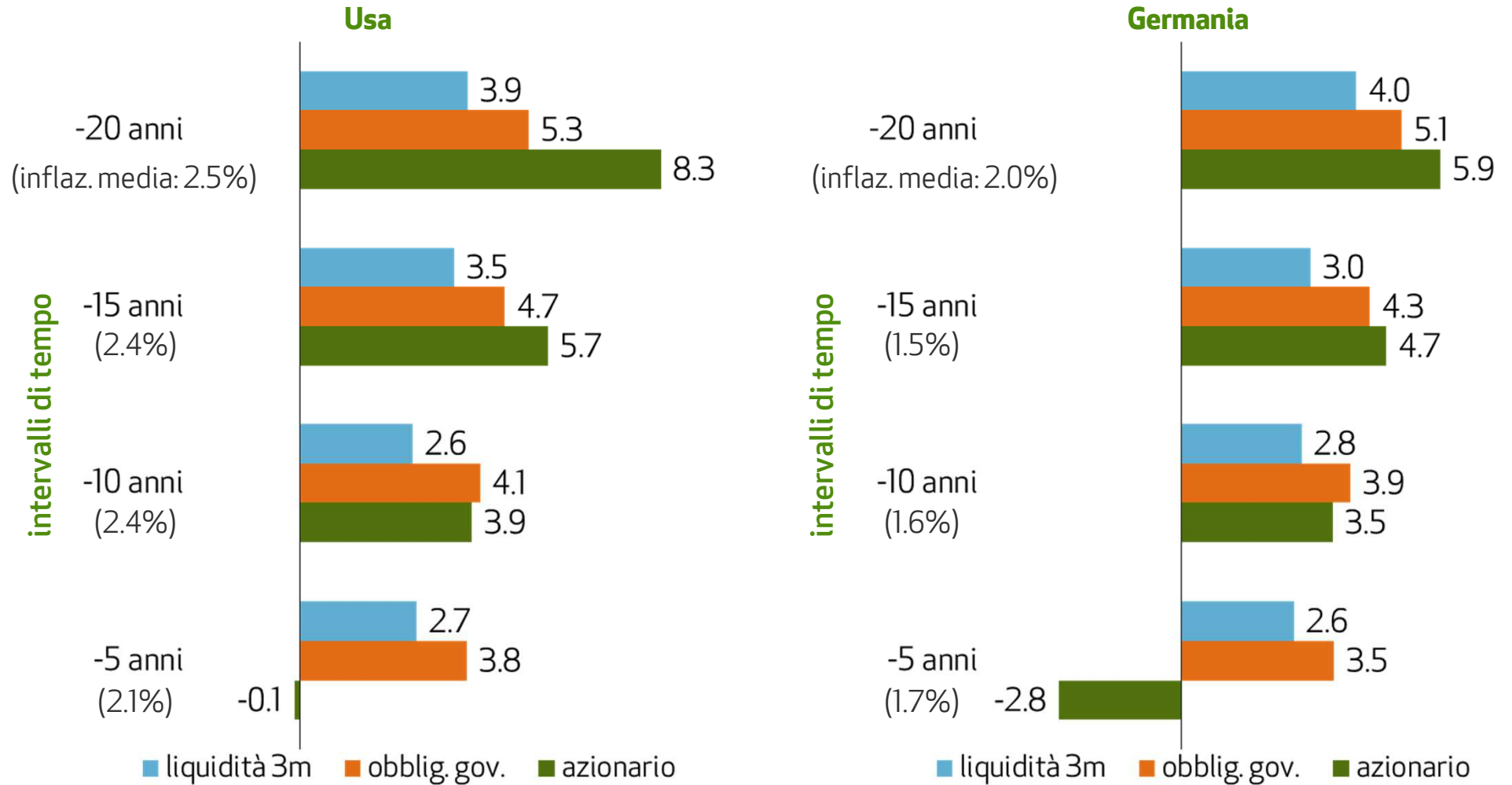
rendimenti % annualizzati medi per quattro periodi di venti anni delle classi di attività (total return) *




 fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 26/9/11. * Rendimento dell'azionario calcolato come variazione annualizzata degli indici azionari Datastream-Market total return; rendimenti dell'obbligazionario e della liquidità calcolati rispettivamente come medie dei tassi gov. a 10 anni (da apr-77 per la Germania) e dei tassi sulle eurovalute a 3 mesi. Inflazione calcolata su dati Istituti di Statistica nazionali.

Azioni, obbligazioni e liquidità | rendimenti relativi (2)

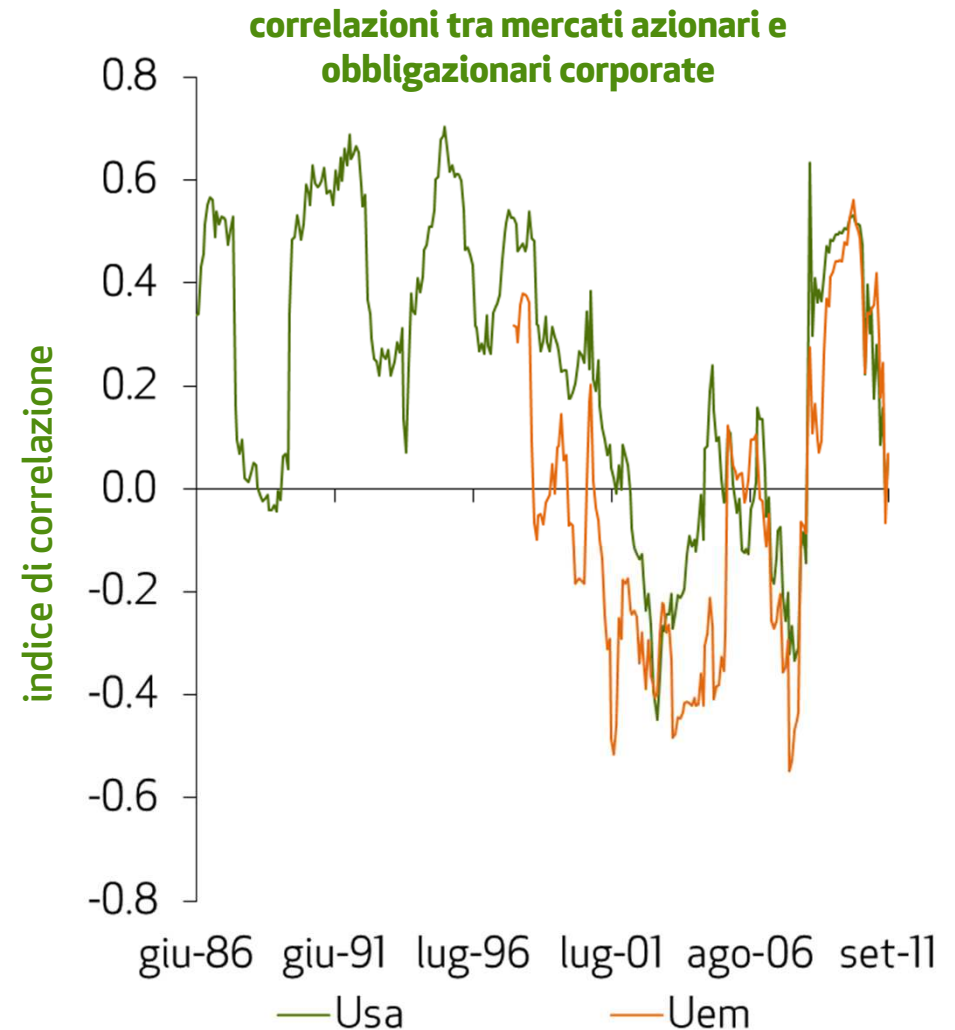
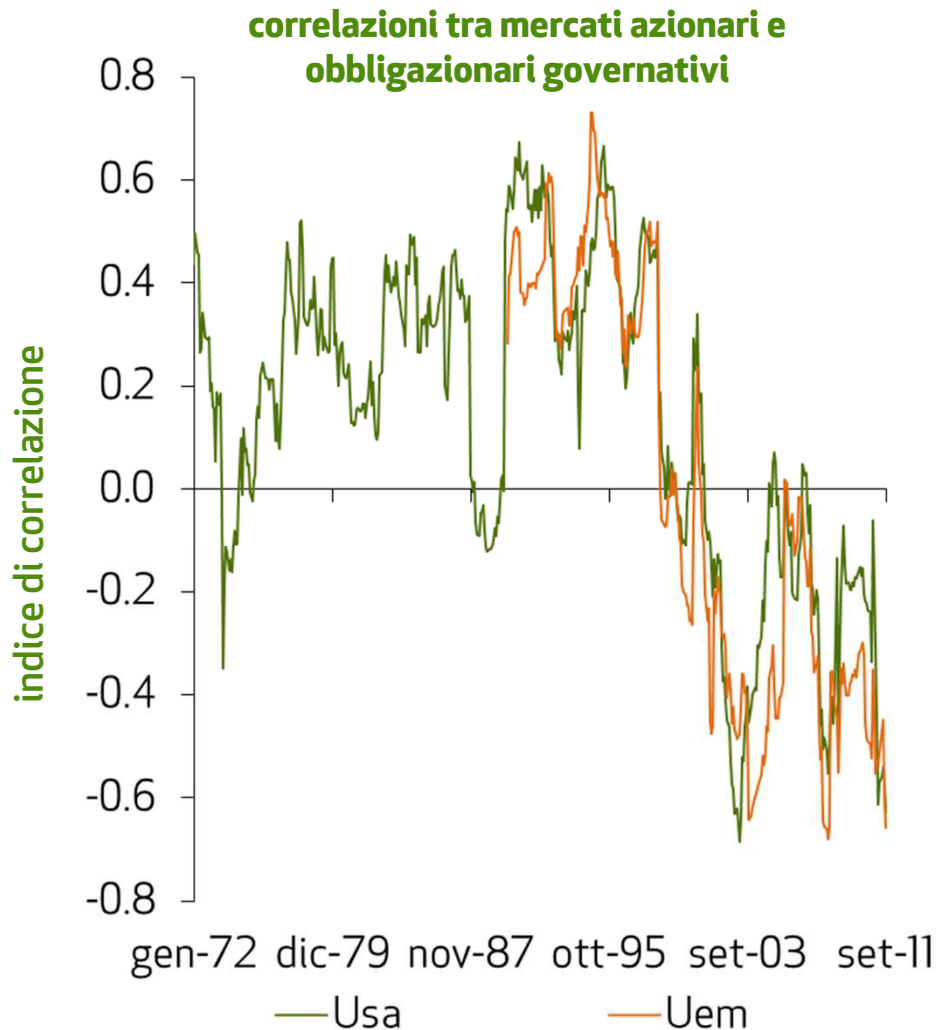
rendimenti % annualizzati delle classi di attività (total return) negli ultimi 20-15-10-5 anni*



fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 26/9/11. * Rendimento dell'azionario calcolato come variazione annualizzata degli indici azionari Datastream-Market total return; rendimenti dell'obbligazionario e della liquidità calcolati rispettivamente come medie dei tassi gov. a 10 anni e dei tassi sulle eurovalute a 3 mesi. Inflazione calcolata su dati Istituti di Statistica nazionali.

riservato e confidenziale 4 ottobre 2011 | spunti di riflessione | 14

Correlazioni tra classi di attività | Usa e Uem



fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati mensili all'1/9/11. Nota: Correlazioni degli indici azionari Morgan Stanley (total return) con i tassi governativi a 10 anni (Bund tedesco per l'Uem) e i rendimenti a scadenza degli indici obbligazionari corporate Merrill Lynch/Bank of America All Maturities. Correlazioni calcolate su variazioni mensili e con un orizzonte rolling di 24 mesi.

Correlazioni tra paesi | Usa e paesi emergenti

