



andalusia  
4 ottobre 2011

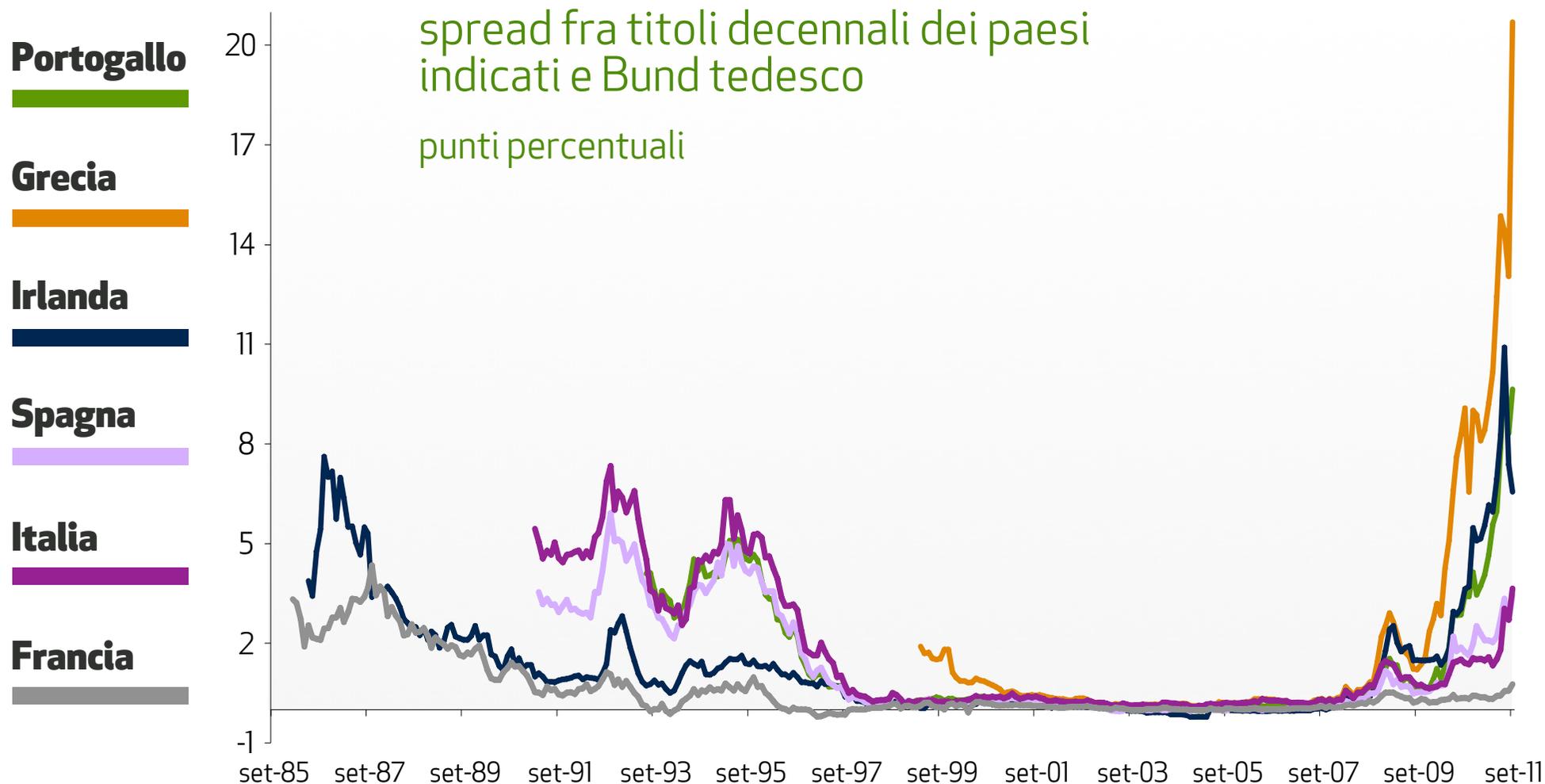
# Spunti di riflessione

## Paolo Onofri

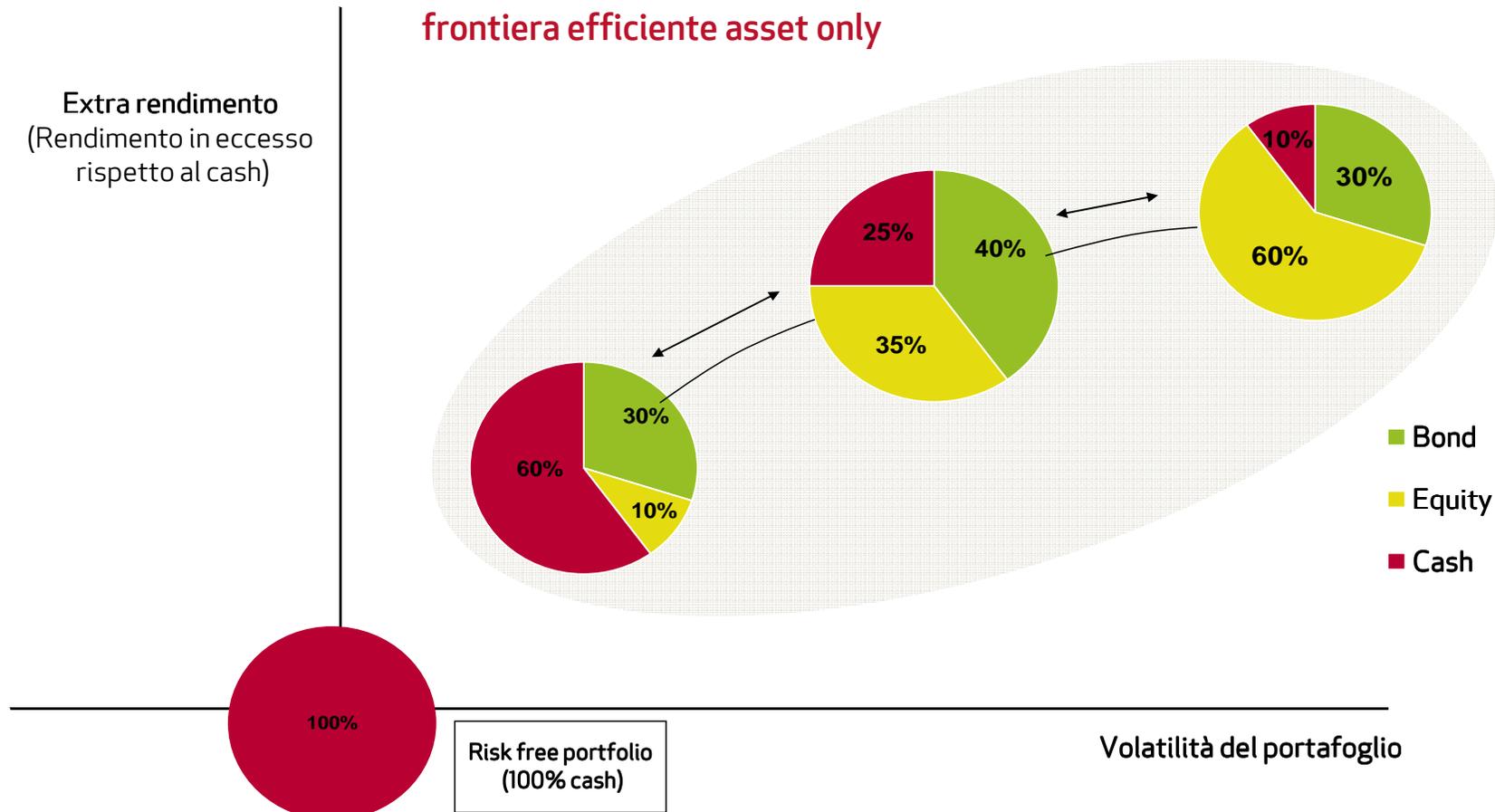
“E’ possibile un connubio tra le esigenze degli investitori istituzionali e le proposte del mercato?”



## dal rischio di cambio al rischio di credito



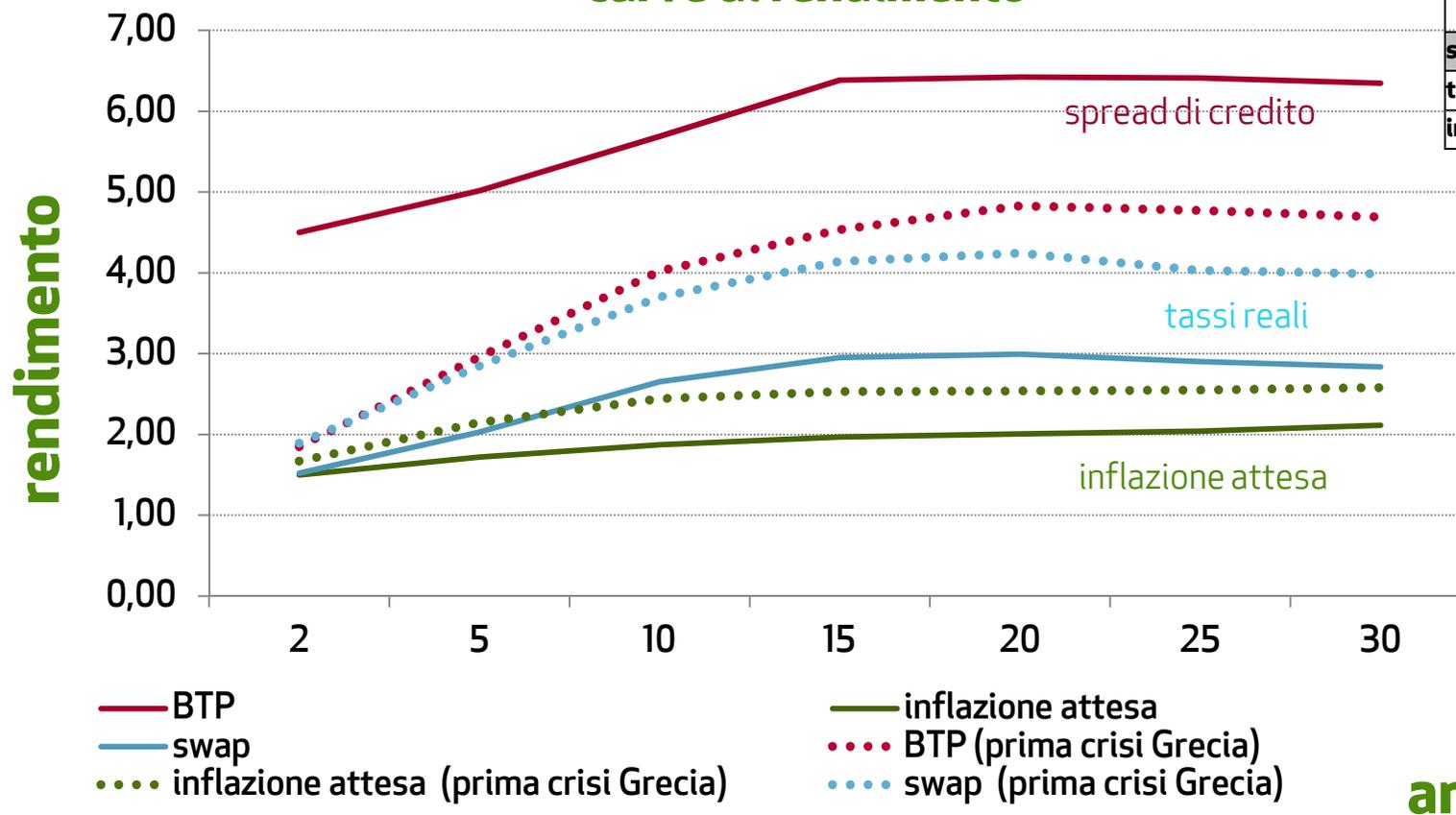
# strategie di investimento | la crisi ha messo in discussione assiomi consolidati...



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...

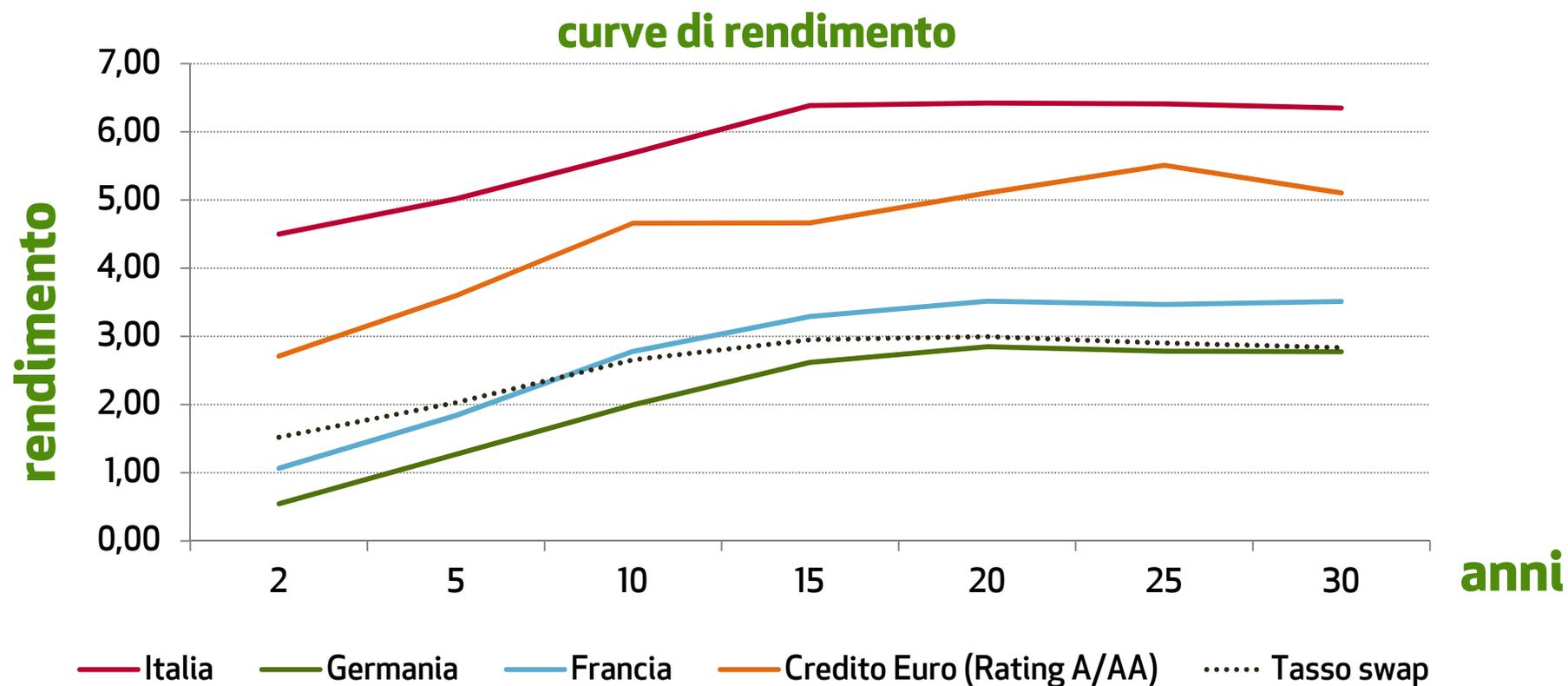
## curve di rendimento



	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

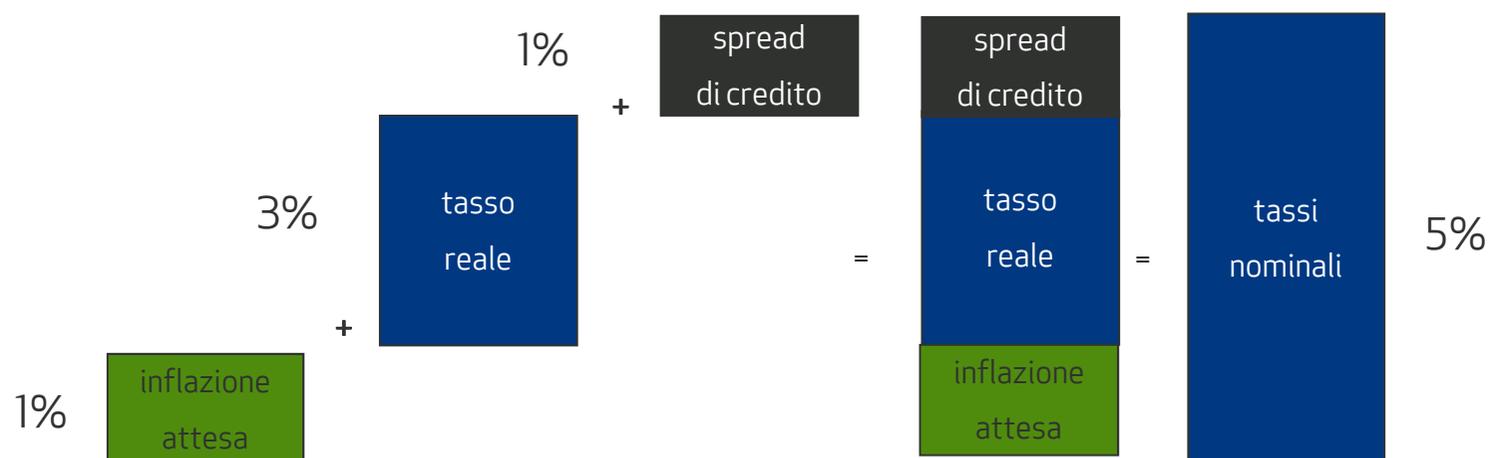
non è più sufficiente la gestione del solo rischio di tasso per ottimizzare il profilo rendimento rischio di un portafoglio obbligazionario

## 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

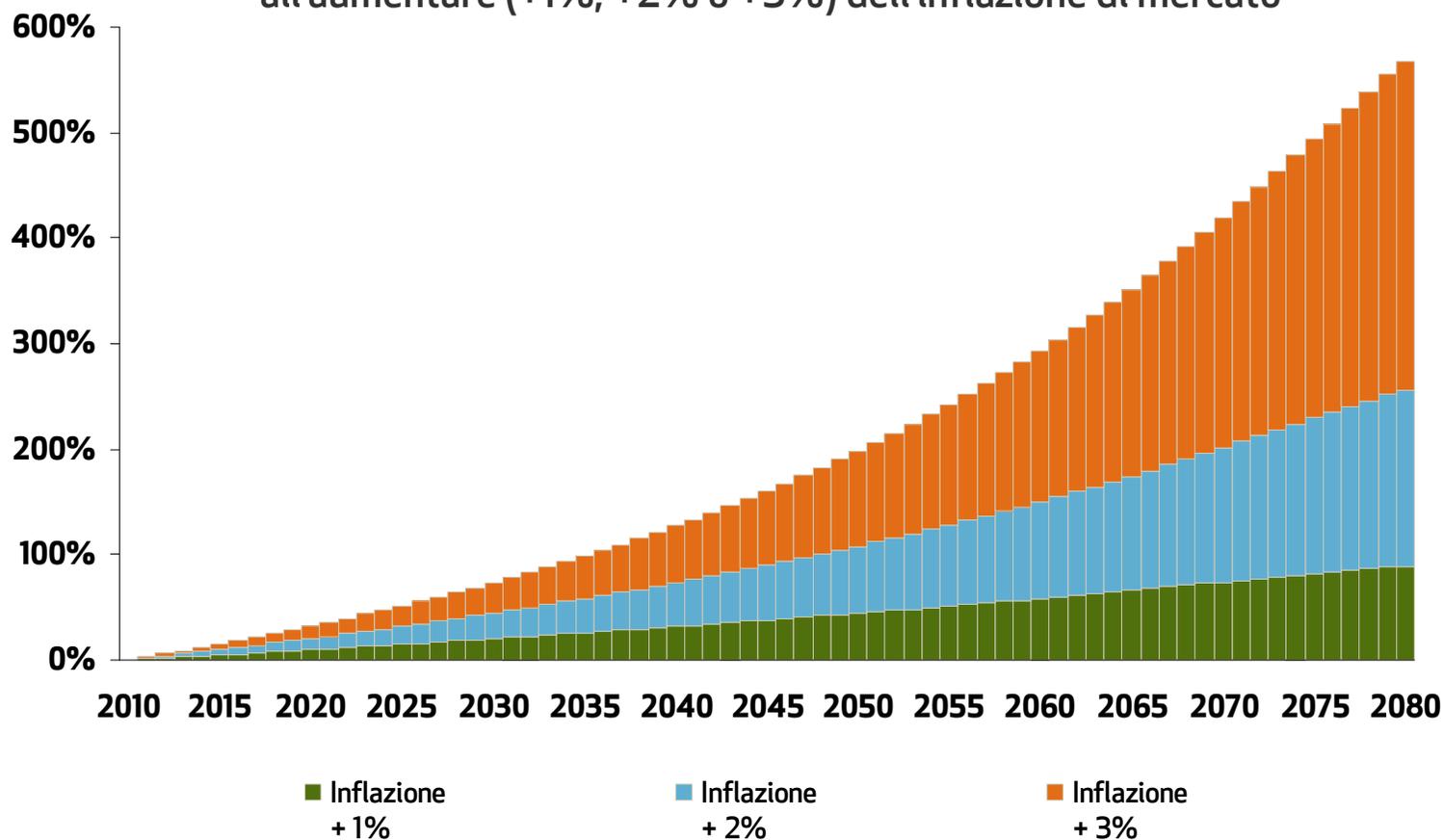
**Tassi reali:** il tasso reale rappresenta un premio per il rischio dipendente dalla durata dell'investimento

**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

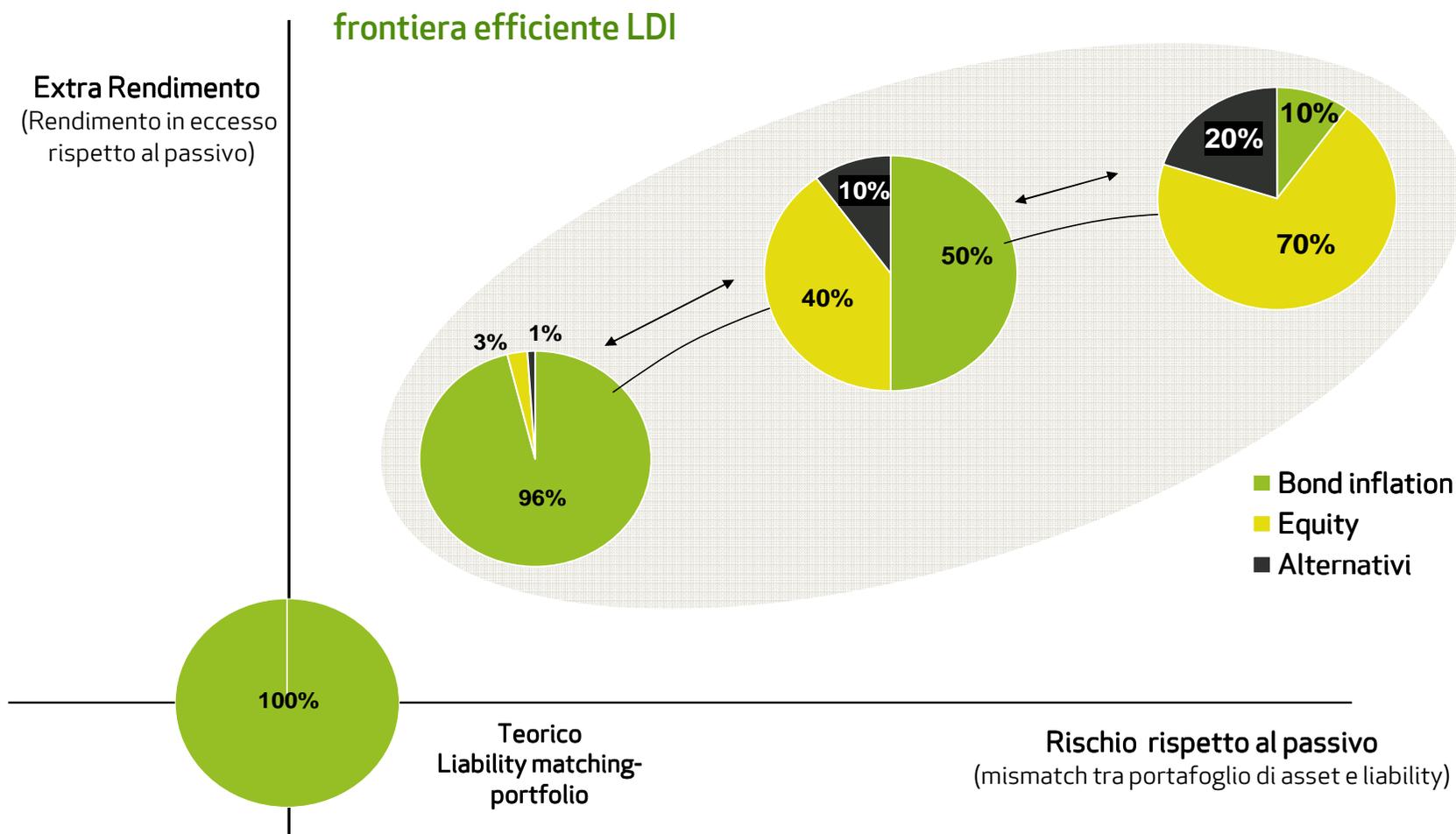
## ▪ SCENARIO DI DISINFLAZIONE/DEFLAZIONE

- 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)?**

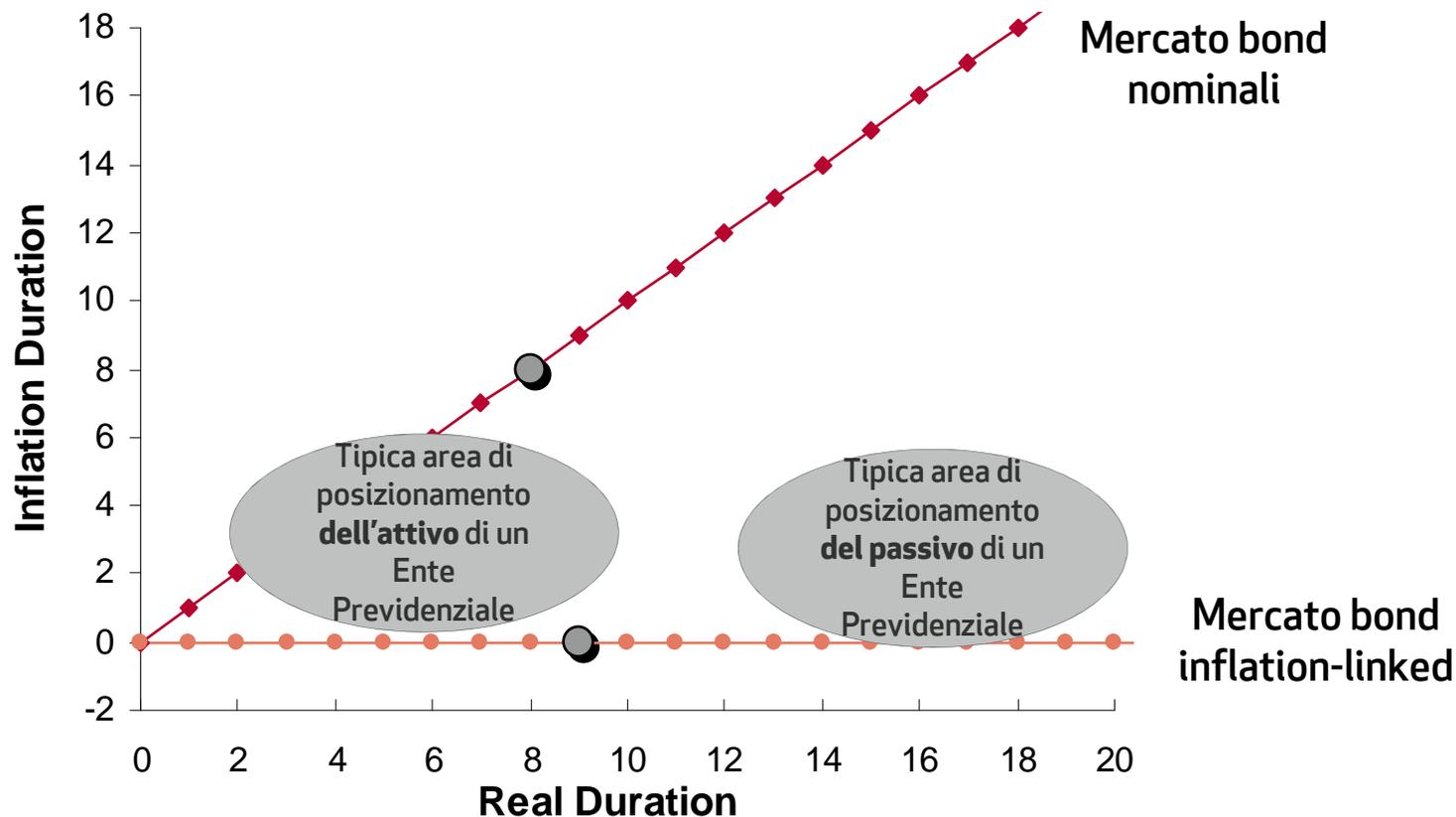
# strategie d'investimento | da gestore di attivi a gestori di rischi?



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



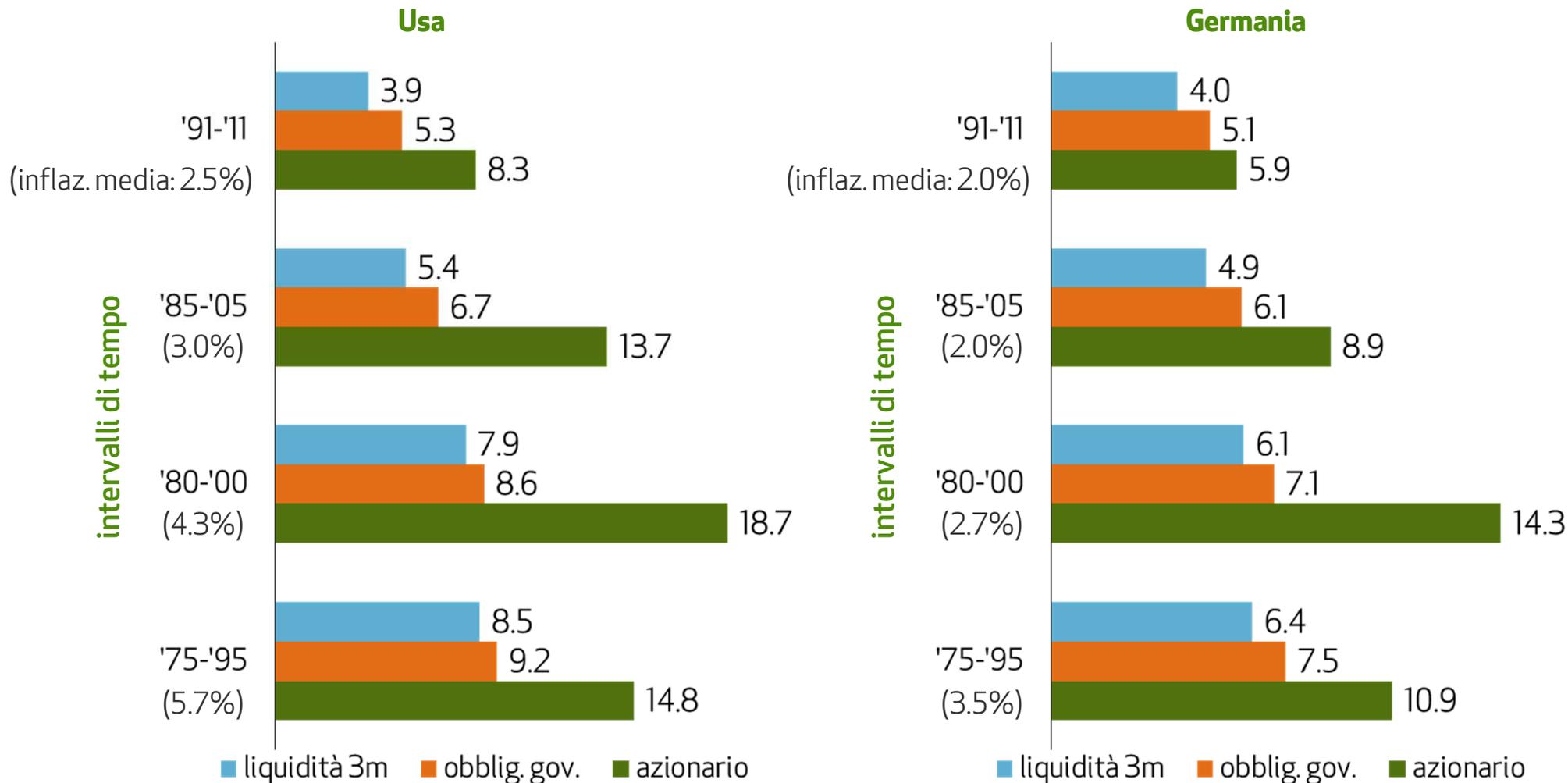
- credito
- azionario
- altri rischi

## 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)

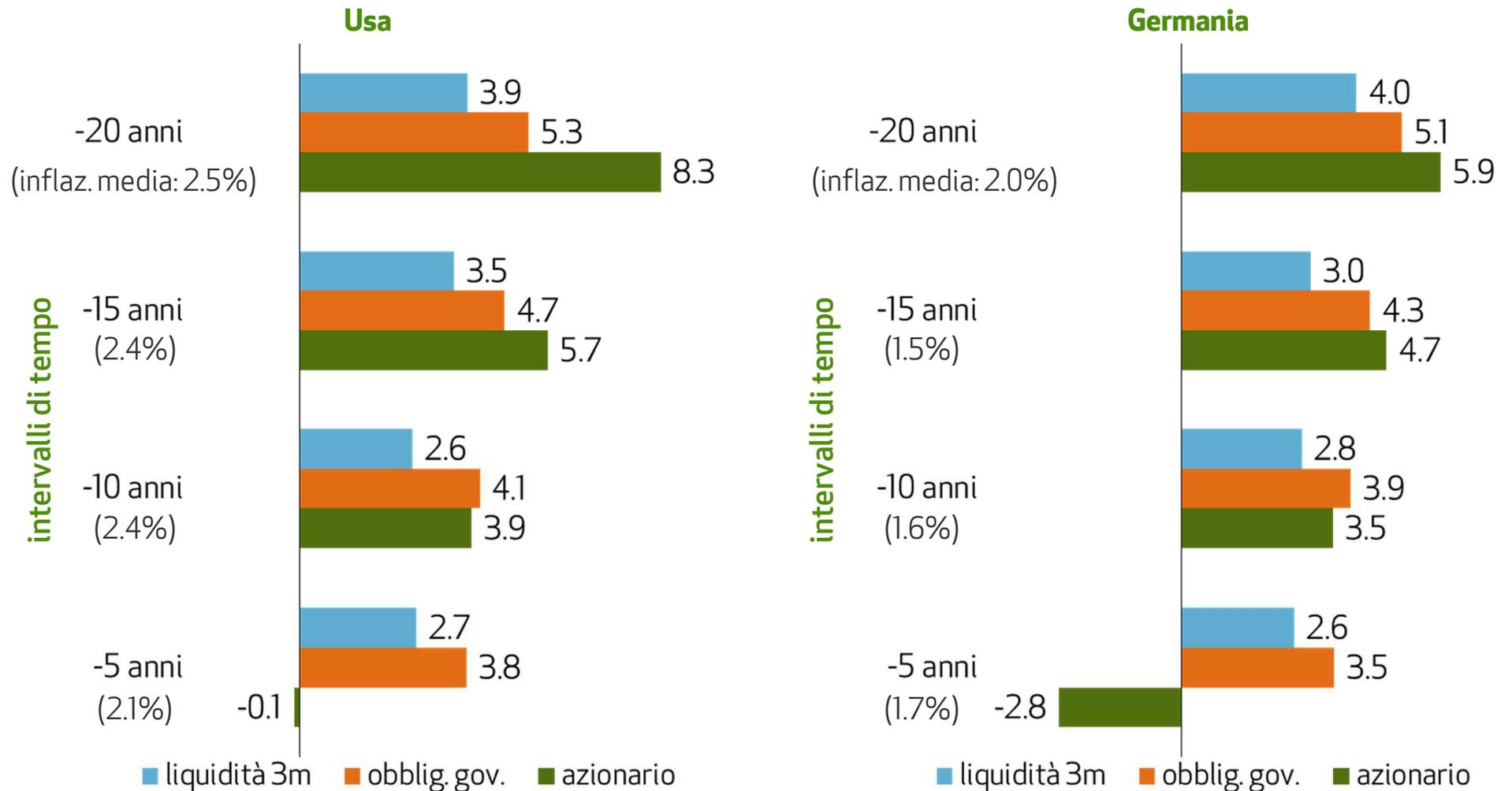
rendimenti % annualizzati medi per quattro periodi di venti anni delle classi di attività (total return) \*




 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.

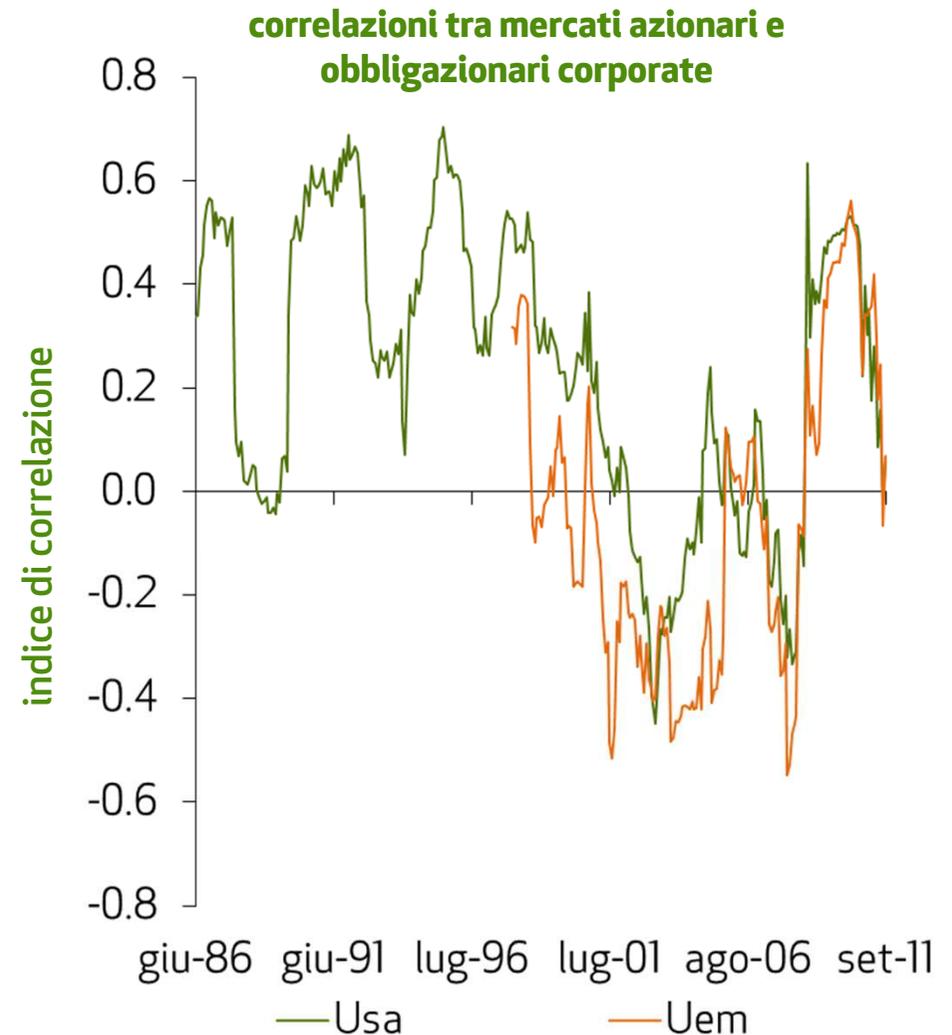
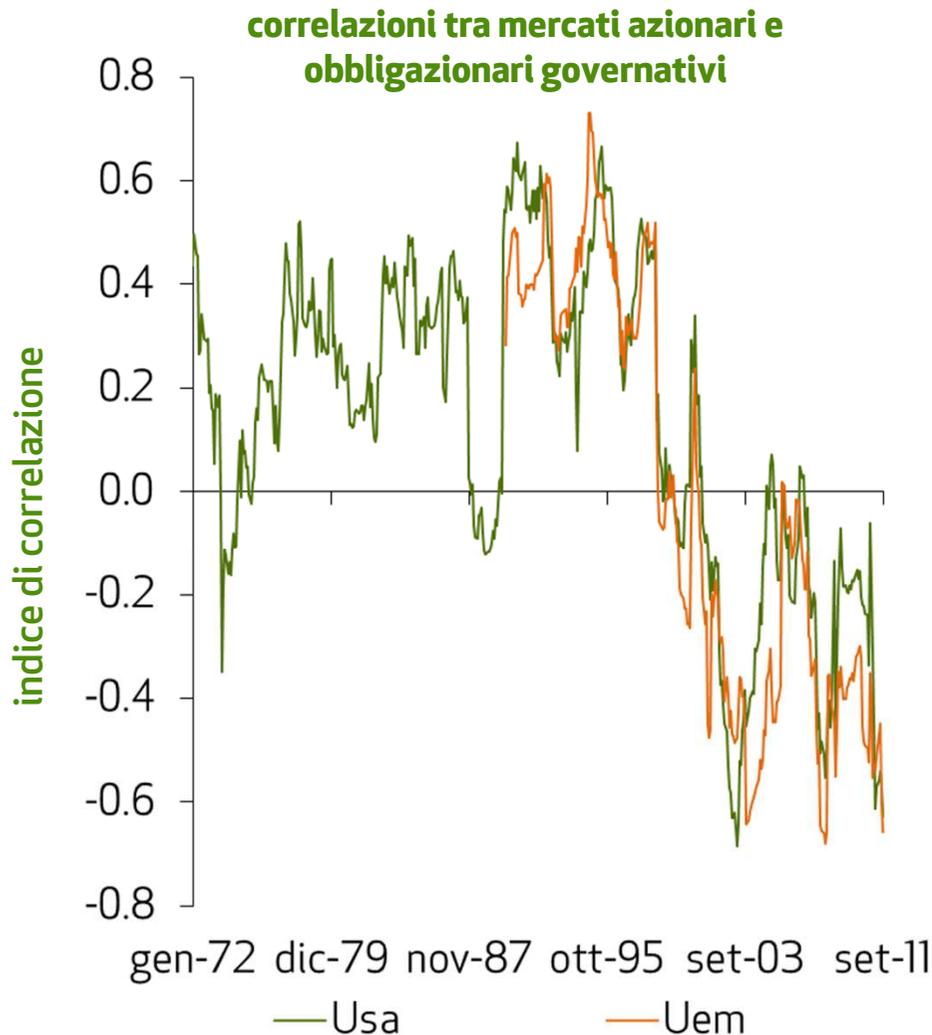
# Azioni, obbligazioni e liquidità | rendimenti relativi (2)

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.

# 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

