

Roma, 12 Marzo 2008

Come cambia l'asset allocation ed il controllo del rischio

Davide Squarzoni



La corretta definizione degli obiettivi previdenziali

Lo schema a contribuzione definita persegue gli obiettivi di II pilastro?

1° Pilastro



- ▶ Finanziamento a ripartizione
- ▶ Prevalenza di schemi misti sia per il pubblico (da prestazione definita a contribuzione definita dal 1995) che per gli Enti privati
- ▶ Garantisce il mantenimento del tenore di vita al termine dell'età lavorativa tramite erogazione di rendita pensionistica

2° Pilastro



- ▶ Finanziamento a capitalizzazione
- ▶ Schema a contribuzione definita (prevalentemente)
- ▶ Integra la rendita di 1° pilastro massimizzando il tasso di di sostituzione

II° pilastro: il modello più adatto e quello adottato dai FP

1993-2004

Monocomparto

- ▶ Non adatto alle mutevoli esigenze degli iscritti
- ▶ Rischio di mercato sopportato interamente dagli iscritti
- ▶ Quale garanzia di integrazione del tasso di sostituzione?
- ▶ Conseguente adozione di benchmark molto prudenti
- ▶ Ruolo della vigilanza?

2004-oggi...

Multi-comparto

- ▶ Asset allocation demandata all'iscritto
- ▶ Campagna informativa ambiziosa: consulenza necessaria ma costosa
- ▶ Integrazione tasso di sostituzione dipende dalle capacità allocative dell'iscritto....
- ▶ Vigilanza inefficace rispetto al raggiungimento dell'obiettivo

....?

"Life-cycle"
(tasso di sostituzione target)

- ▶ L'obiettivo è personalizzato (per orizzonte temporale) ed in linea con la mission del II pilastro
- ▶ Una vigilanza efficace richiede regolamentazione adatta e strumenti di controllo adeguati

La consulenza si evolve per fornire soluzioni best-in-class

Verso un approccio integrato attivo-passivo

Anni '90 **A partire dal 2000...** **OGGI**

L'approccio a "benchmark"

Pro's:

- facilità d'implementazione
- modellistica facilmente disponibile (teoria M-V)

Con's:

- indipendenza dell'attivo rispetto alle passività
- modellistica insufficiente a rappresentare i rischi di nuove classi di attività

Reverse Core-Satellite

Pro's:

- obiettivi di rendimento dell'attivo dipendono dal profilo delle passività
- classi di attività innovative e performanti

Con's:

- profilo passività sintetizzato in un obiettivo di rendimento

Liability Driven Investments

Pro's:

- asset allocation integrata considerando anche i fattori di rischio sul passivo

Con's:

- onerosità di implementazione

Monocomparto

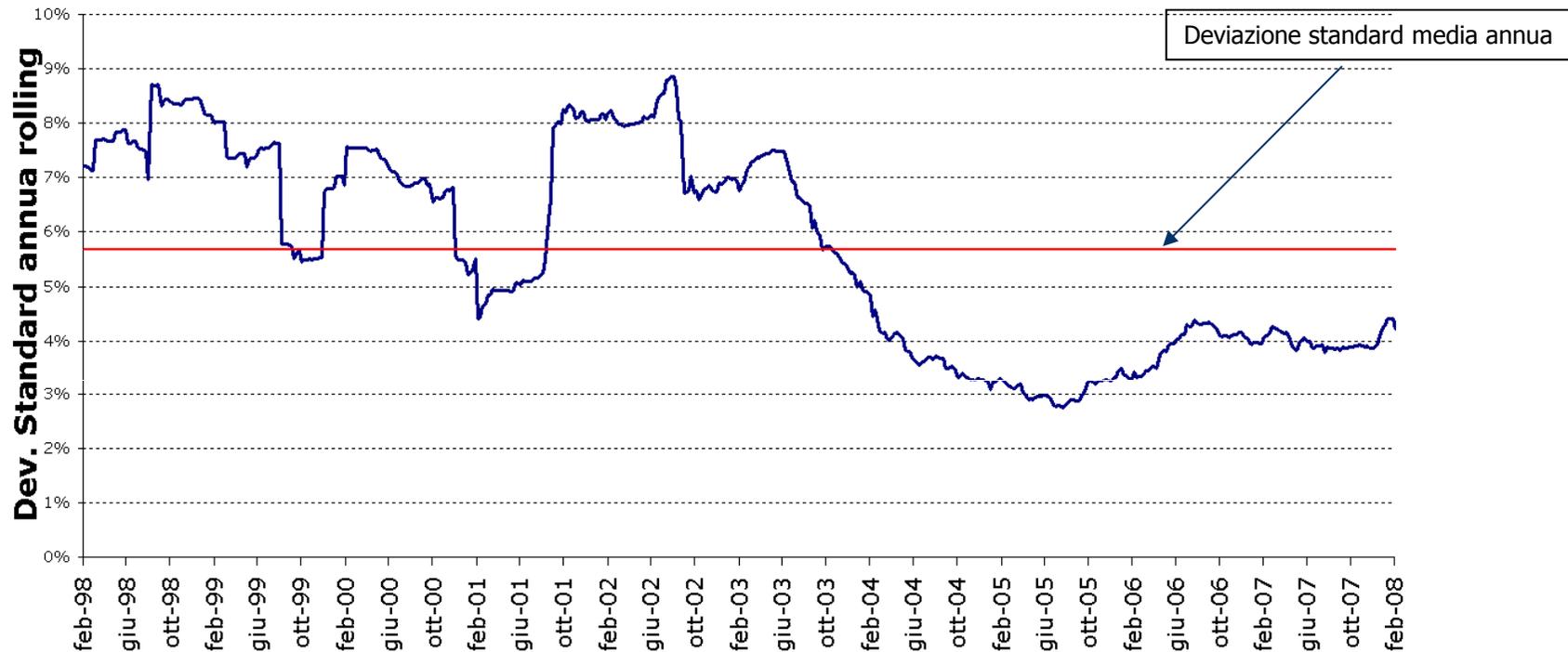
Multicomparto

...Life-cycle
(tasso di sostituzione target)

Il benchmark e la sua inadeguatezza



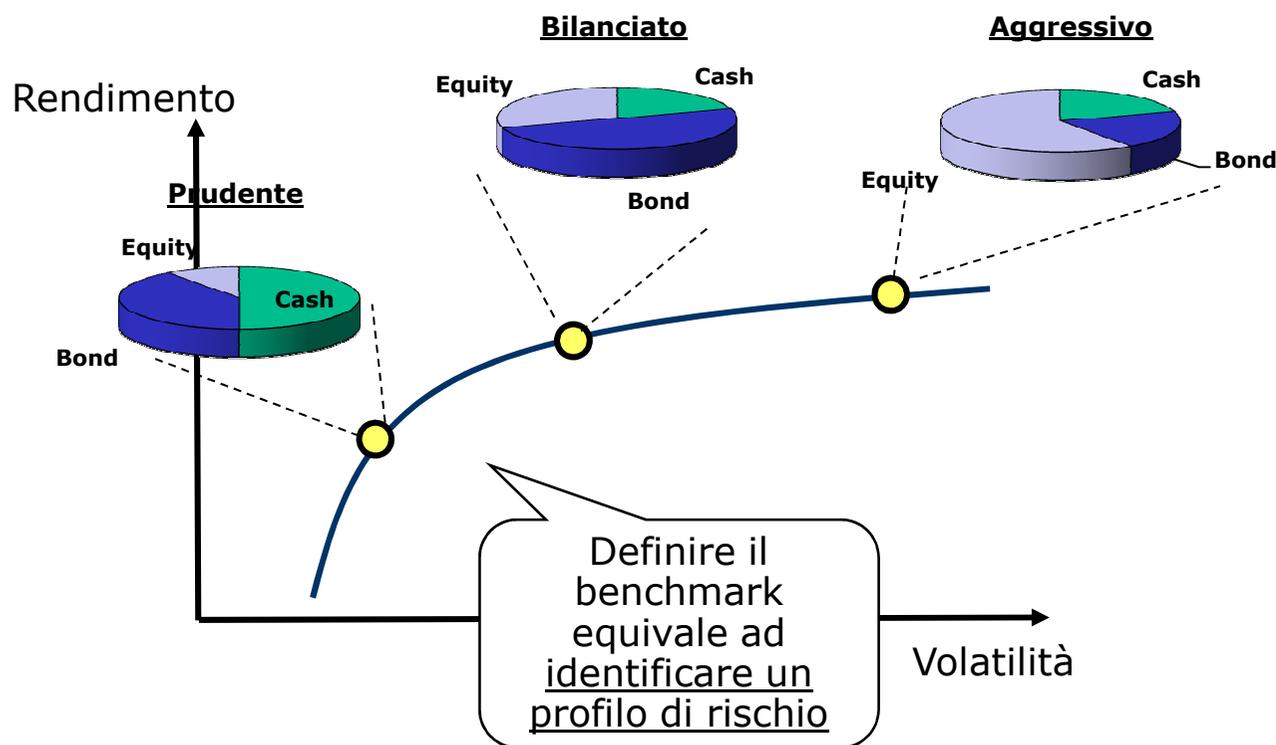
**Volatilità annua di un investimento 50% - bond 30% - equity
20% cash**



**Periodo 1998-2008, a pesi costanti*

- ▶ Il benchmark identifica il rischio in termini di volatilità dei rendimenti di mercato
- ▶ Il rischio a sua volta si dimostra estremamente volatile nel tempo, a **differenza del “profilo di rischio” di un investitore previdenziale**

Diversificazione di portafoglio e raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo



Identificato il "profilo di rischio", il raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo avviene se si verifica almeno una tra:

- I parametri di mercato (volatilità, rendimenti, correlazioni) restano costanti nel tempo
- La gestione attiva dell'asset allocation è dinamica

Il controllo del rischio riguarda solo lo scostamento dal benchmark, disincentivando di fatto la gestione attiva

Dal benchmark al ReCS

Traduzione obiettivi previdenziali in obiettivi finanziari



OBIETTIVI ANNUALI

CONSERVAZIONE: conservare l'integrità del patrimonio

RIVALUTAZIONE: rivalutare i montanti contributivi in base ai tassi previsti dalla normativa vigente (media mobile quinquennale del PIL Nominale, TFR)

OBIETTIVI MEDIO LUNGO TERMINE

DIVERSIFICAZIONE: ridurre il rischio a cui ci si espone attraverso la diversificazione

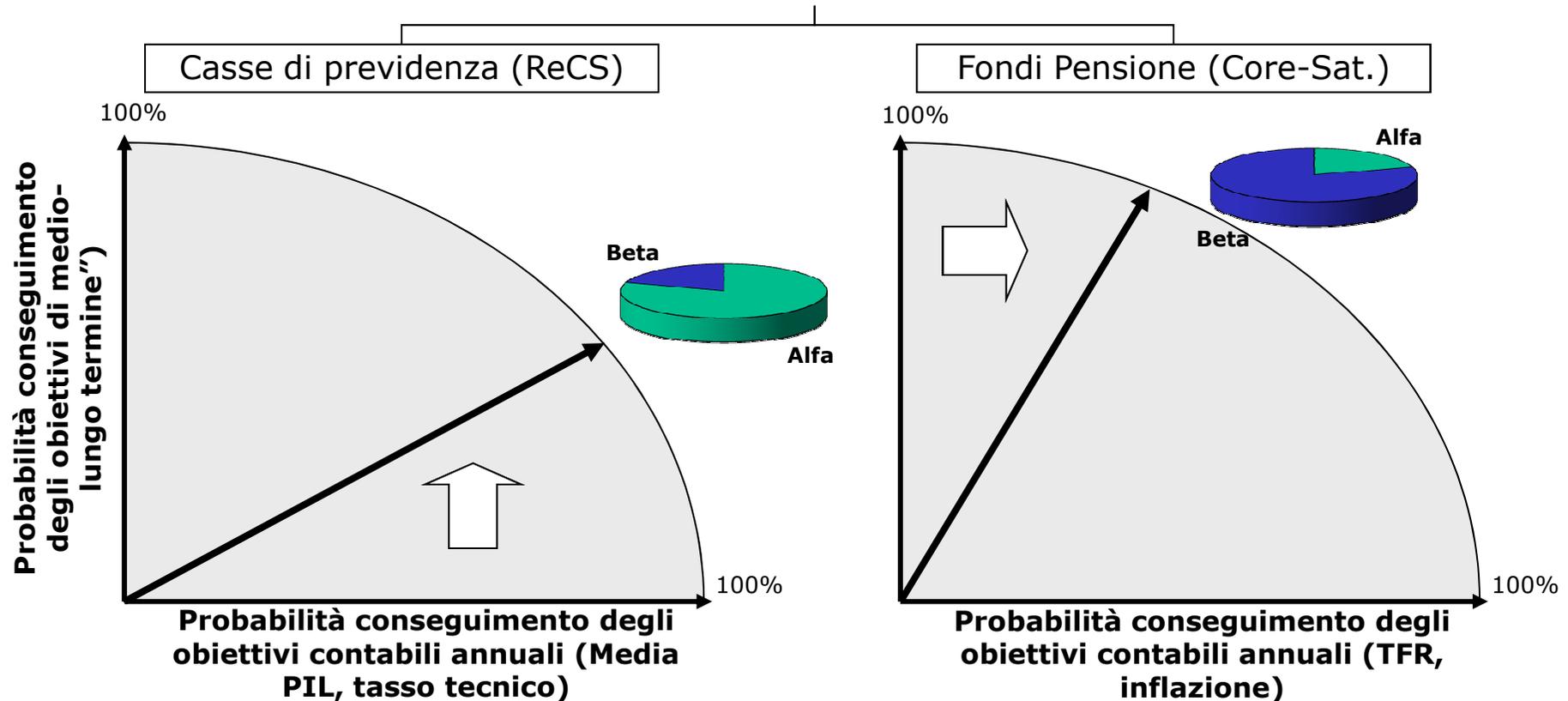
ADEGUATEZZA: perseguire politiche di rivalutazione del patrimonio in termini reali, coerentemente con il profilo di rendimento-rischio tipico di un investitore previdenziale

L'approccio Core-Satellite e Reverse Core-Satellite

Trade off tra obiettivi di breve e lungo periodo



Attuale impostazione del mercato italiano

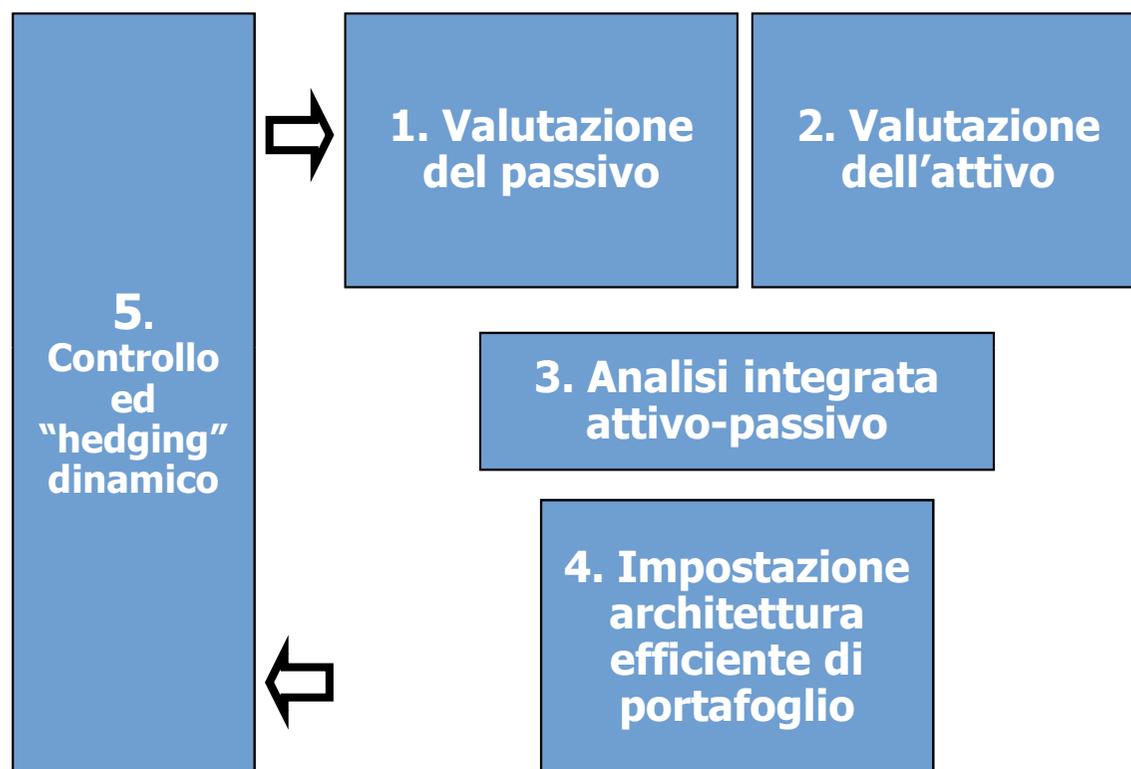


Gli obiettivi di breve periodo prevalgono; nell'allocazione ottimale la componente core (α), a rendimento assoluto, è preponderante

L'impostazione a benchmark prevale, fermo restando i limiti teorici illustrati: la componente α , a rendimento assoluto, risulta limitata

...e dal ReCS all'LDI "evoluto"

Necessità dell'analisi ALM

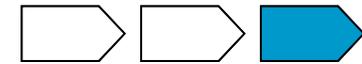


LDI è un framework metodologico sviluppato nei paesi anglosassoni per gestire gli schemi previdenziali a prestazione definita

Quale applicabilità può avere in schemi a contribuzione definita, quali quelli di II pilastro italiano?

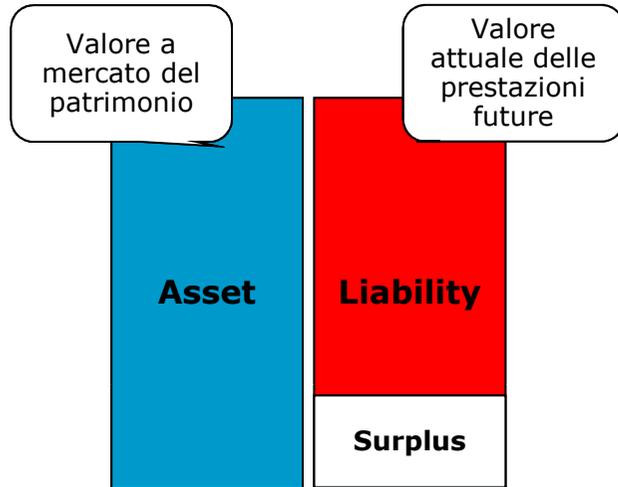
LDI per uno schema *a prestazione definita*

Una visione semplificata per un Fondo a prestazione definita



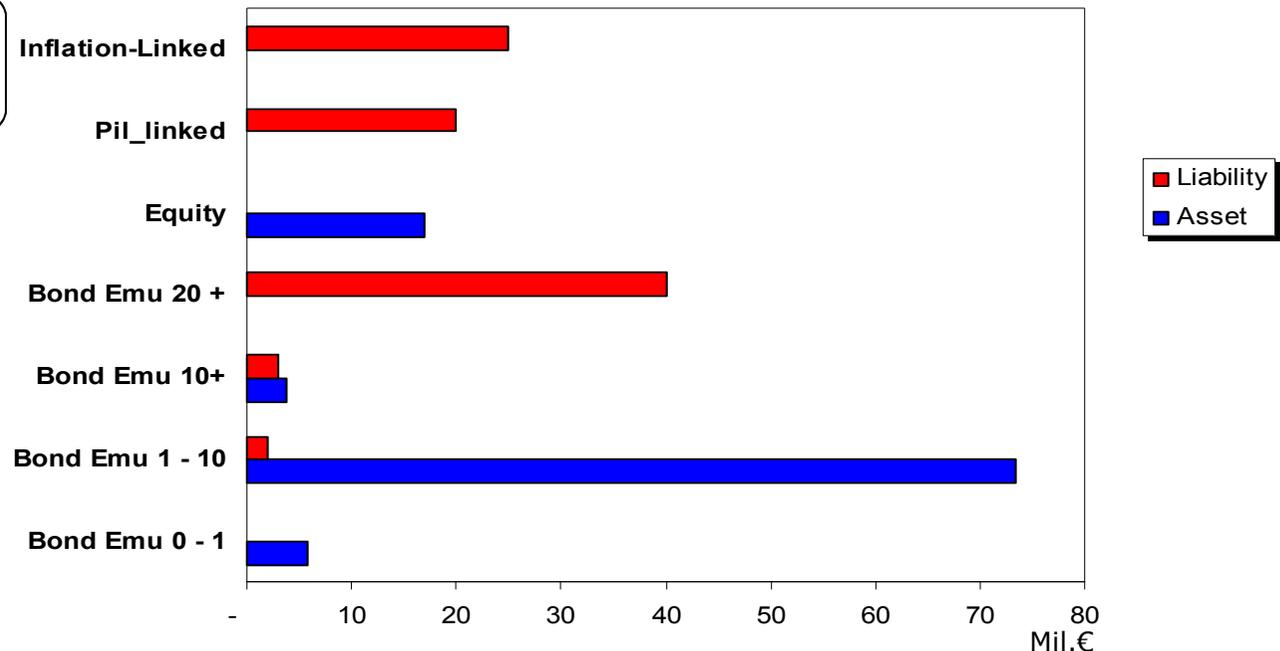
ILLUSTRATIVO

Analisi del Funding ratio



$$\text{Funding Ratio} = \frac{A}{L}$$

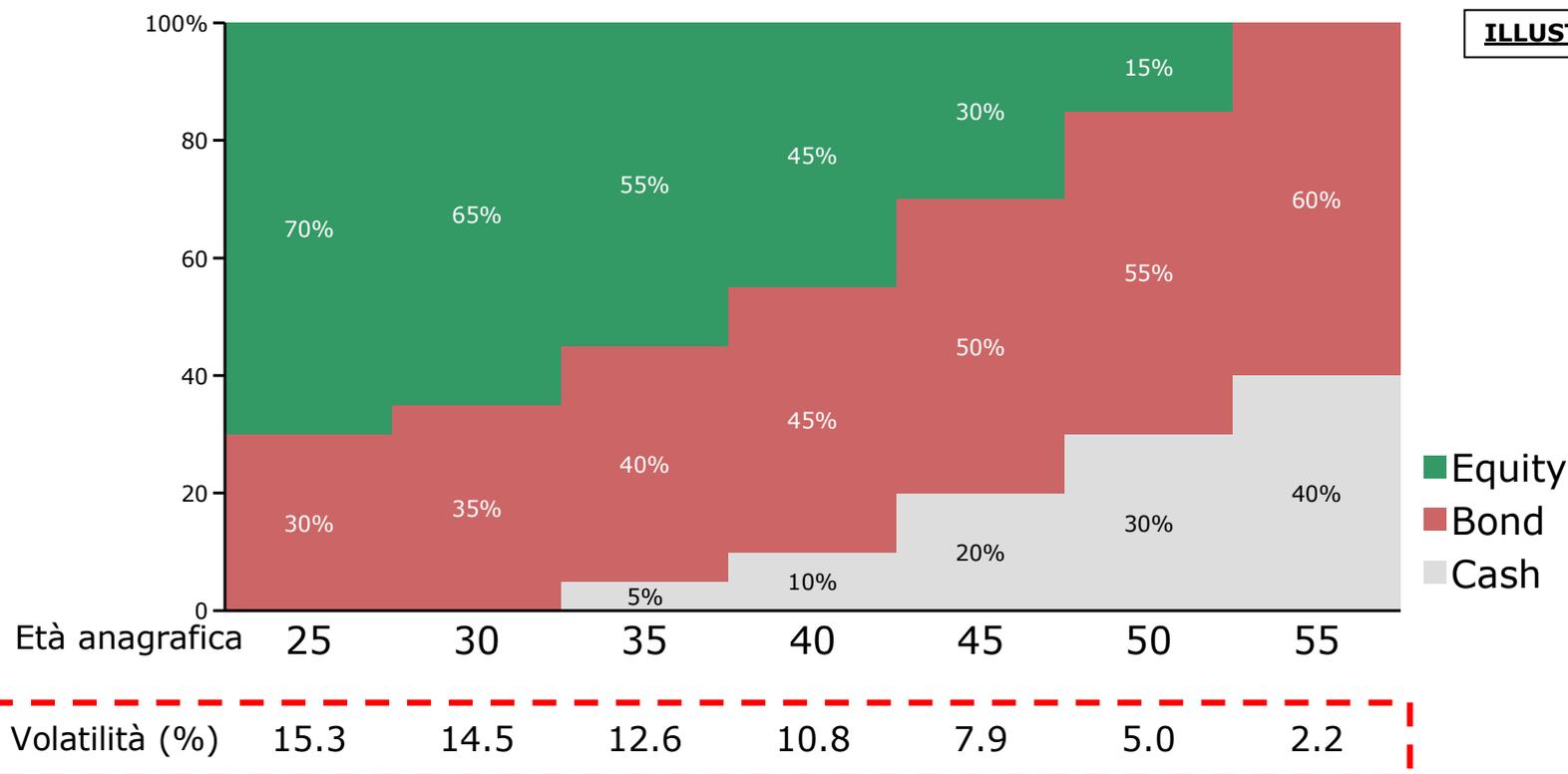
Analisi integrata del rischio



- ▶ Nonostante il Fondo in oggetto sia "funded" è evidente un mismatch a livello di duration tra attivo e passivo (**duration risk**)
- ▶ Il Fondo, inoltre è esposto al rischio inflazione (**inflation risk**) e si ipotizza che l'equity possa replicare nel lungo periodo la crescita del PIL reale

LDI per uno schema a contribuzione definita

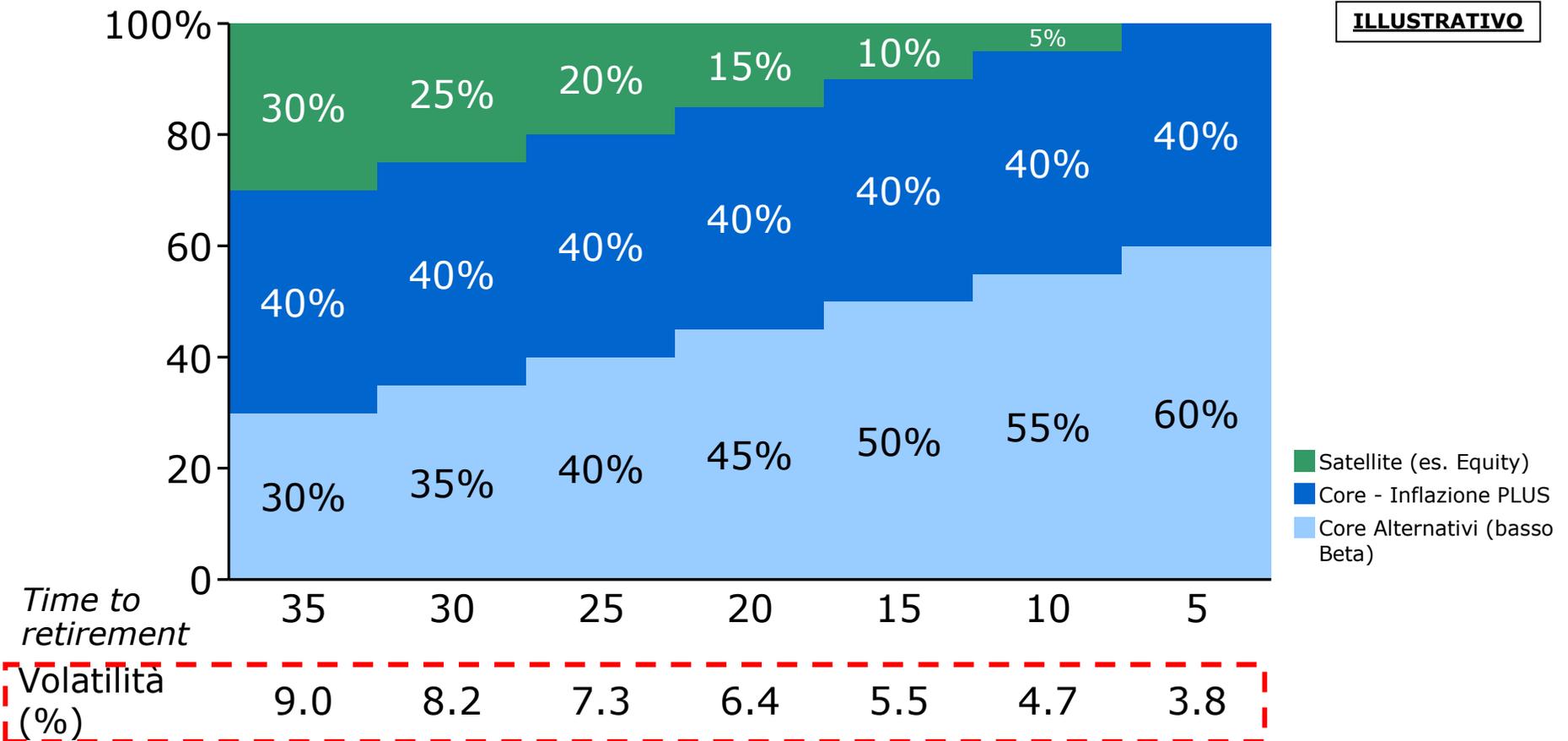
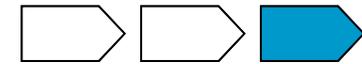
La gestione "per età anagrafica" con strumenti tradizionali



- ▶ La classica gestione life-cycle implica la modulazione del profilo di rischio in base all'età anagrafica dell'iscritto: non è una vera gestione Liability Driven
- ▶ Per soddisfare più "coorti" di iscritti si prevedono comparti differenziati per classi di età

LDI per uno schema a contribuzione definita

Strumenti alternativi e gestione integrata del rischio



- ▶ Identificazione del *time to retirement*
- ▶ Utilizzo di strumenti finanziari e tecniche di gestione absolute return
- ▶ Necessità di gestione e controllo dinamici del rischio
- ▶ La *Liability* è *endogena* ed identificabile in un orizzonte temporale

Consulenza, gestione e limiti agli investimenti

Quali elementi comuni in un approccio LDI-life-cycle?

Consulenza

Gestione

Il nuovo decreto su tipologie e limiti di investimento

OBIETTIVI

–La Liability è un target di rendimento reale (depurato dell'inflazione) a scadenza (es. 2030, 2040, ecc...)

–Fissato un orizzonte temporale, utilizza tecniche di gestione dinamica del rischio

–Focalizza maggiormente la vigilanza sui reali *obiettivi previdenziali*

STRUMENTI

–L'architettura di portafoglio più efficace utilizza strumenti a rendimento assoluto ed alternativi

–Beneficia dell'utilizzo di strumenti innovativi, soprattutto a rendimento assoluto

–Ammissibilità di strumenti alternativi e a rendimento assoluto

RISCHIO

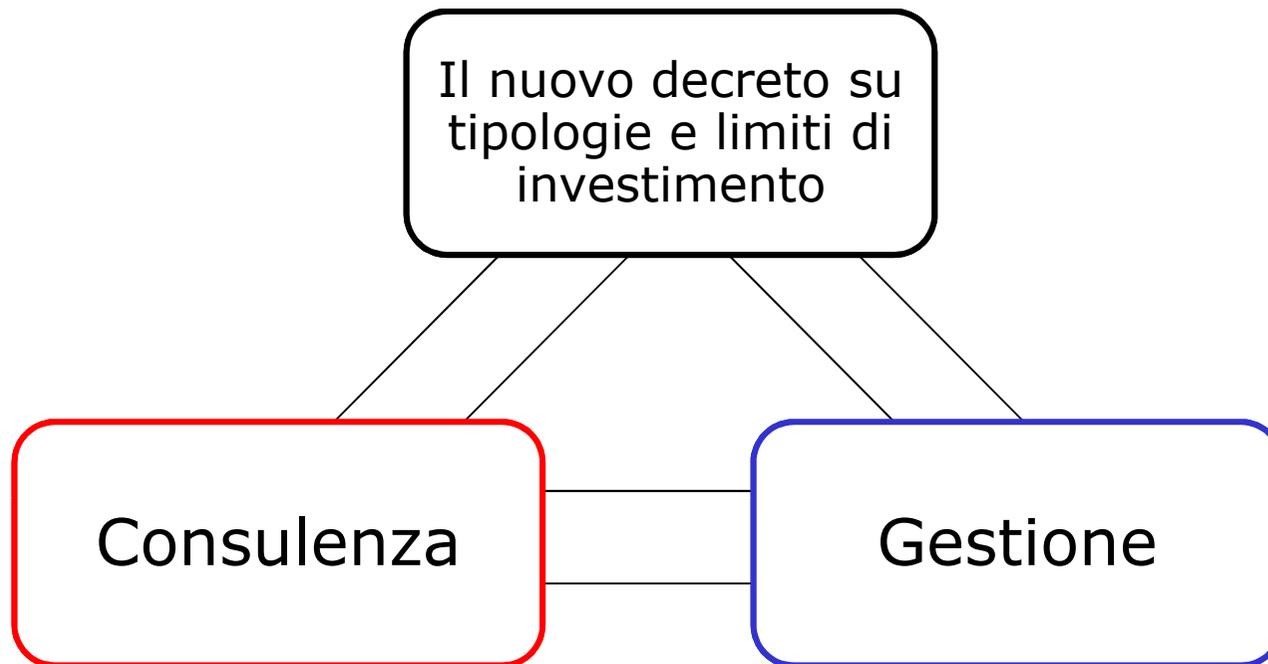
–Il monitoraggio e la gestione attiva dei diversi fattori di rischio sono decisivi

–Sfrutta le competenze ormai acquisite dall'industria finanziaria, sempre più a rendimento assoluto

–Focalizzazione su strumenti e processi di valutazione del rischio complessivo dell'attivo
–Focus su rischi assoluti (VaR) più che su quelli relativi

Il nuovo decreto su tipologie e limiti di investimento

La rifocalizzazione dagli obiettivi a beneficio dell'industria



L'orientamento della nuova regolamentazione della previdenza complementare, partendo da una rifocalizzazione degli obiettivi previdenziali, può fare leva sulle competenze maturate in questi anni da parte dei **Fondi Pensione**, dei **Gestori delegati**, dei **Consulenti** e degli stessi *regulators*