

# GESTIONI PREVIDENZIALI: È IL MOMENTO DEL BACK TO BASIC

IV Itinerario Previdenziale  
India Settembre 2010

Think Globally Act Locally

Daniele Pace Presidente Consulenza Istituzionale SpA  
Davide Squarzoni DG Prometeia Advisor SIM

# AAS e diversificazione del portafogli I

La Moderna Teoria del Portafoglio e i vari modelli teorici (CAPM; APT) ed operativi (Black-Litterman) che vi si richiamano si basano sulla logica seguente:



In pratica, se si decide di investire in azioni ad esempio il 30% del portafogli e se, ad esempio, le azioni USA pesano per il 70% sul totale delle azioni quotate nel mondo, allora il 21% del nostro portafogli sarà investito in azioni USA.

In pratica, poiché non siamo mai in equilibrio di lungo periodo, le percentuali non saranno esattamente queste ma l'ordine di grandezza si.

# AAS e diversificazione del portafogli II

Se in tutti i sistemi economici le aziende quotate avessero lo stesso peso sul totale, e se la propensione al risparmio fosse la medesima, l'applicazione generalizzata di quel modello non determinerebbe distorsioni allocative fra paesi.

In realtà:

- Il diverso peso di banche e mercato e di debito e capitale come modelli prevalenti di finanziamento dei sistemi economici;
- La diversa propensione a diluire il controllo societario;
- La dimensione modale e media delle imprese;

Determina un sottodimensionamento sistematico della quantità di capitali, domestici ed internazionali, che possono essere messi a disposizione di sistemi economici come quello italiano.

- Sistema imprese Italia:
  - poche large corporates
  - molte piccole e medie imprese
  - numerosissime microimprese

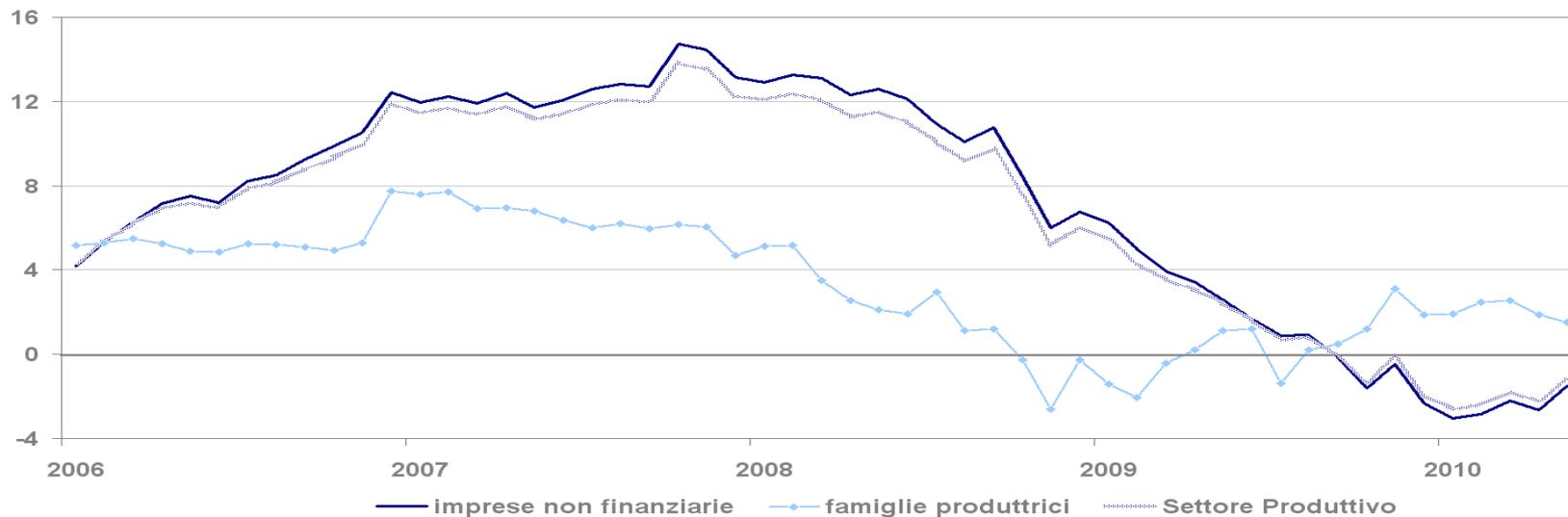
	Imprese			Occupazione			Valore Aggiunto		
	Italia		EU-27	Italia		Eu-27	Italia		Eu-27
	Numero	%	%	Numero	%	%	BN Euro	%	%
Micro	60019	96,1	91,8	105656	47,6	29,7	1	29,3	21
Piccole	1970	3,2	6,9	38396	17,3	20,7	0	18,7	18,9
Medie	409	0,7	1,1	38650	17,4	17	0	14,6	18
<b>PMI</b>	62398	99,9	99,8	182702	82,2	67,4	1	62,6	57,9
Grandi	46	0,1	0,2	39458	17,8	32,6	1	37,4	42,1
<b>Totale</b>	62444	100	100	222161	100	100	2	100	100

Elaborazione  
European Commission  
Su dati Eurostat 2006

- Evidenze confronto Italia con 27 paesi EU
  - Numero micro-imprese più alto
  - Contributo all'occupazione PMI più alto
  - Contributo al valore aggiunto PMI più alto

# Dinamica degli impieghi al settore produttivo italiano

- Storia di ricorso sistematico e prevalente al finanziamento bancario
- ... adesso le banche, scottate dal credit crunch, sono meno disposte a finanziare deals, soprattutto se con leva spinta



var.% tendenziali mensili; fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia)

## Capitalizzazione del mercato di borsa in % del Pil

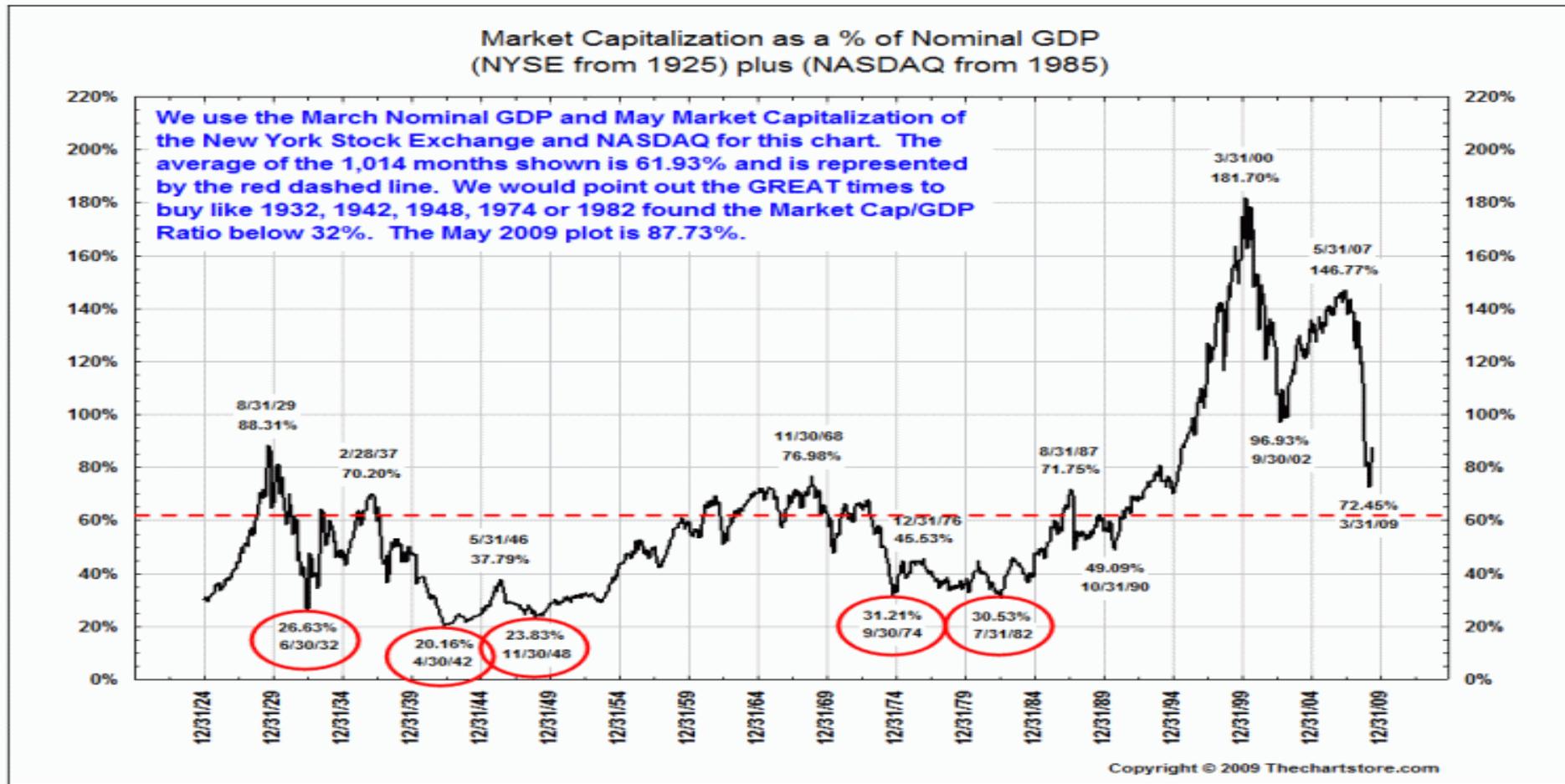
	1990	1995	1998	2000	2002	2005	2006
Euro area	20	27	73	84	46	65	76
Italia	11	20	45	69	35	48	53
USA	54	94	145	155	106	139	146

Fonte: World Federation of Exchanges

Voci	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Variazione dei corsi</b>	17,5	13,9	19	-8	-48,7	20,7
<b>Capitalizzazione</b>	568.901	676.606	778.501	733.614	374.702	457.126
in % del PIL	43,1	49,3	52,8	48	24,3	29,1
composizione %						
industriali	23	26	29	31	33	37
assicurativi	12	12	10	10	11	9
bancari	25	32	33	30	25	26
finanziari	3	4	4	4	3	2
servizi	37	26	24	26	28	26
Totale	100	100	100	100	100	100

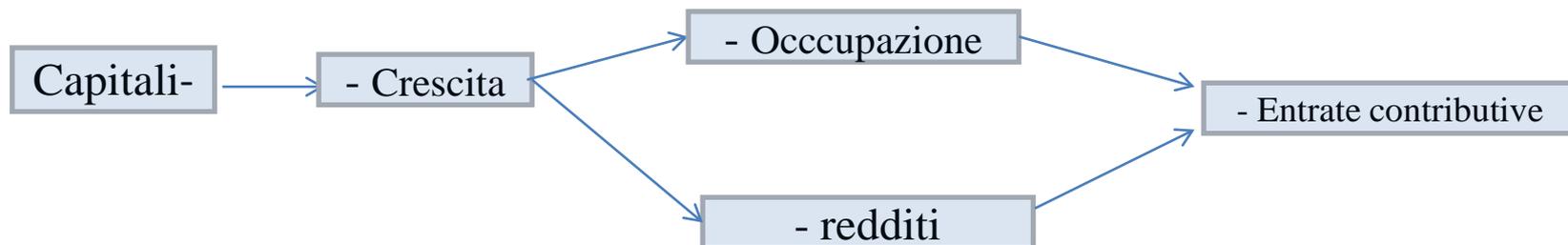
Fonte Banca d'Italia

# Capitalizzazione di borsa e GDP nominale: USA



# AAS e Previdenza

Se le peculiarità italiane mal si sposano con i dettami della Moderna Teoria del Portafoglio l'effetto netto è così rappresentabile:



Quali sono le alternative possibili?

# Think Globally Act Locally I

Sovrapesare le asset class coerenti con la struttura economica italiana e con l'obiettivo di innalzare la crescita, nel rispetto di alcuni vincoli.

## Le asset class :

- 1.Large Caps
- 2.Small e Medium Caps
- 3.Corporate bonds
- 4.Commercial Paper
- 5.Bond di Distretto
- 6.Govies Italiani et similia
- 7.Immobili
- 8.Private Equity

## Il grado di coerenza

- 1.Le quotate sono poche. E comunque investire su aumenti di capitale
- 2.Le quotate sono poche. E comunque investire su aumenti di capitale
- 3.Sono emessi soprattutto da banche e l'effetto non è diretto
4. Utili per sostenere il capitale circolante delle imprese specie in credit crunch
5. Strumento recente e ancora inutilizzato. Potenzialmente molto utile
6. I Ministri economici dirigisti ne forzano l'acquisto (eg. Social Housing)
7. Meglio razionalizzare che aumentare
8. La soluzione più coerente (vedi infra)

- Da un'analisi storica sulla borsa americana emergono 5 zone:

Ratio = Total mkt cap/GDP	Valuation
Ratio < 50%	Undervalued
50% < Ratio < 75%	Modestly Undervalued
75% < Ratio < 90%	Fair Valued
90% < Ratio < 115%	Modestly Overvalued
Ratio > 115%	Significantly Overvalued
Where are we today?	(09/12/2010) Ratio=79,1% in US => Fairly valued

- In questa fase il Private Equity raccoglie quando c'è stato uno sgonfiamento della bolla.
- I mercati quotati rimangono psicologici e allora è meglio essere lunghi  $\alpha$  e  $\beta$  neutral. Se si investe nel non quotato è più semplice raggiungere questo obiettivo.
- Da uno studio della BCE emerge che gli investimenti di private equity hanno contribuito alla creazione di nuove aziende in Europa (“On the real effects of private equity investments”, Popov, Roosenboom, August 2009)

# Think Globally Act Locally II

Come individuare un livello di distorsione accettabile dell'AAS di equilibrio?

1. Identificare il pay out delle passività (eg. Tasso tecnico, Media quinquennale del PIL etc..)
2. Identificare il livello massimo di rischiosità sopportabile subordinatamente al vincolo che il rendimento medio del periodo sia non inferiore al pay out delle passività
3. Identificare portafogli ottimo o di equilibrio
4. Inserire i drift (distorsioni) in termini di inserimento/sovrappeso delle asset class coerenti con l'obiettivo di favorire la crescita
5. Eseguire rigorosi stress test sui portafogli risultanti

- Negli ultimi 5 anni (Milliman 2010 Pension Funding Study) i 100 più grandi fondi pensione degli USA hanno incrementato la loro allocazione in asset class alternative (private equity, hedge funds e real estate) dal 9,4% nel 2005 al 17,4% nel 2009.
- Studio su ultimi 15 anni prendendo le performance di 3 asset classes
  - RUSSEL 3000 TOTAL RETURN INDEX (Equity) 8,13%
  - Barclays Aggregate Bond Index (Fixed Income) 6,80%
  - All Private Equity TWR(Time Weighted Return)(Private Equity) 15,19%

Si tratta di annualized returns dal 1994 al 2009.

Allocazione	70% EQ	66,5% EQ	63% EQ	59,5% EQ	56% EQ
portafoglio	30%FI/0%PE	28,5%/5%PE	27% FI/10% EQ	25,5% FI/ 15% PE	24% FI/ 20% PE
Performance	8,16%	8,53%	8,89%	9,26%	9,62%
Volatilità	12,58%	12,49%	12,42%	12,37%	12,34%
Sharpe Ratio	0,37%	0,40%	0,44%	0,47%	0,50%

- Si costruiscono portafogli con un peso di Private Equity crescente: da 0% a 20%
- La performance aumenta da 8,16% a 9,62%
- La volatilità scende da 12,5% a 12,34%
- Sharpe Ratio aumenta da 0,37% a 0,50%

➤ Studio su ultimi 15 anni prendendo le performance di 3 asset classes

- MSCI Europe (Equity) 6,8%
- JPM GBI Germany (Fixed Income) 6,0%
- Eur All Private Equity TWR(Time Weighted Return)(Private Equity) 17,3%

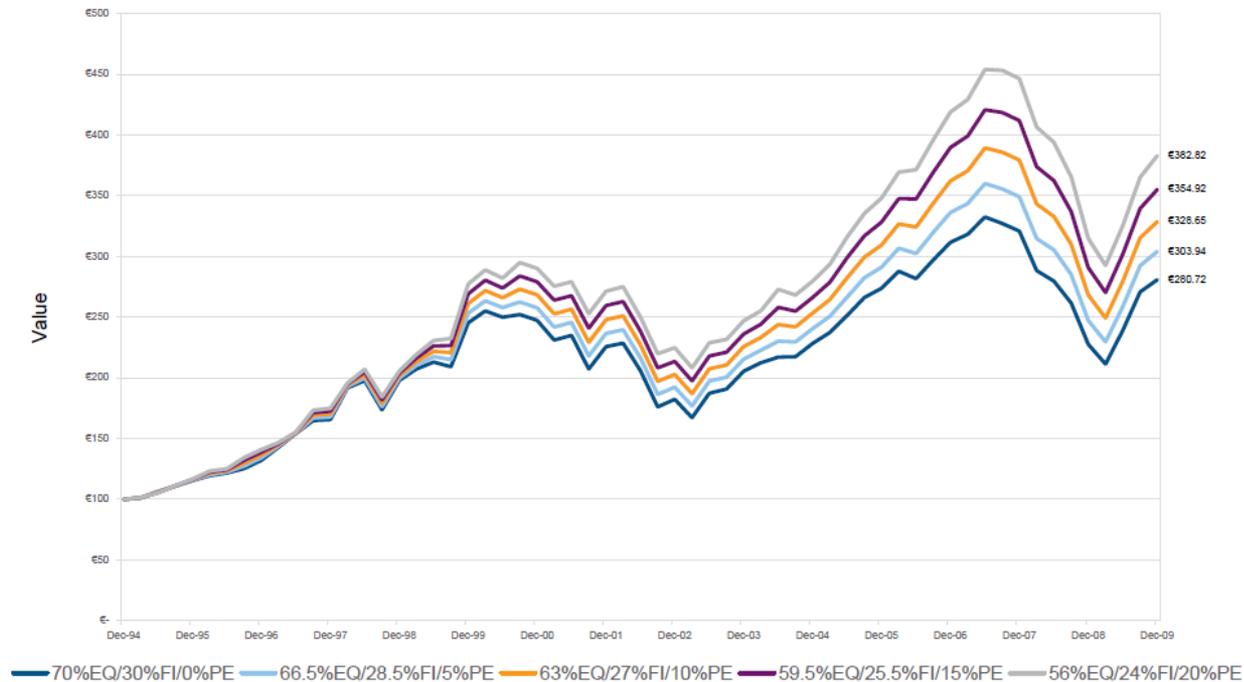
Si tratta di annualized returns dal 1994 al 2009.

Allocazione portafoglio	70% EQ 30%FI/0%PE	66,5% EQ 28,5%/5%PE	63% EQ 27% FI/10% EQ	59,5% EQ 25,5% FI/ 15% PE	56% EQ 24% FI/ 20% PE
Performance	7,12%	7,69%	8,26%	8,81%	9,36%
Volatilità	13,96%	13,69%	13,48%	13,33%	13,24%
Sharpe Ratio	0,29%	0,34%	0,39%	0,43%	0,48%

- Si costruiscono portafogli con un peso di Private Equity crescente: da 0% a 20%
- La performance aumenta da 7,12% a 9,36%
- La volatilità scende da 13,96% a 13,24%
- Sharpe Ratio aumenta da 0,29% a 0,48%

# La dinamica temporale di portafogli con diverso peso del Private Equity

Growth of €100



Sources: MSCI EUROPE, Venture Economics: EUR All PE TWR (Pooled Average), JPM GBI Germany Index.  
MSCI includes dividends reinvested from 1999-2009; price only before 1999.