

Assemblea CNPADC

Sessione di approfondimento strategico sulla previdenza categoriale



Palermo, 29 ottobre 2004

Davide Squarzoni

VERSIONE PRELIMINARE PER LA DISTRIBUZIONE AI PARTECIPANTI

Come organizzeremo le riserve per andarci ?

GLI OBIETTIVI

Per molti anni convivranno due regimi:

- retributivo a ripartizione
- contributivo a ripartizione

Il Bilancio Tecnico – Attuariale sintetizzerà gli impegni dei due regimi in un **unico RENDIMENTO DI EQUILIBRIO** in grado di assicurare, sotto certe ipotesi di varia natura, la sostenibilità del sistema.

Dal punto di vista della gestione finanziaria non c'è quindi nessuna discontinuità rispetto alla situazione pre - riforma negli obiettivi di lungo periodo ...

Come organizzeremo le riserve per andarci ?

GLI OBIETTIVI

... ma è invece possibile agevolare la gestione declinando l'obiettivo di lungo termine, da raggiungere in media annua, in sotto-obiettivi annuali:

- generazione dei **flussi di cassa per coprire spese e prestazioni** (facile solo nel periodo di accumulazione)
- costruzione di un portafoglio in grado di produrre la **rivalutazione dei montanti contributivi** (media mobile a 5 anni del PIL nominale, dal 2009 con un minimo dell'1.5%)
- costituzione di opportuni **fondi o riserve di bilancio** per stabilizzare il risultato della gestione finanziaria

Come organizzeremo le riserve per andarci ?

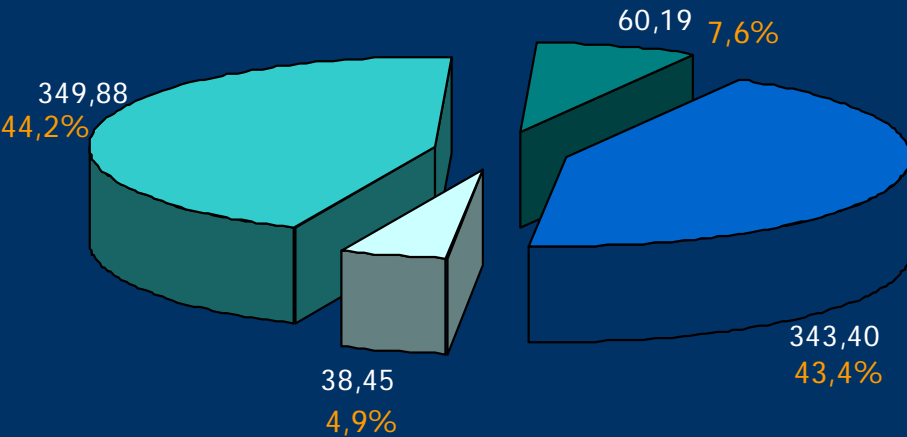
GLI STRUMENTI

Per raggiungere i propri **obiettivi, di bilancio e di mercato**, la Cassa ha a disposizione diverse forme di investimento:

- la **liquidità**
- il **patrimonio immobiliare**
- la **gestione diretta di titoli** (prevalentemente obbligazionari, acquistati sul mercato e creati ad hoc) e **strumenti gestiti** (OICR, hedge funds, fondi chiusi)
- la **delega di gestione** per portafogli bilanciati, *cash plus* e *absolute return*

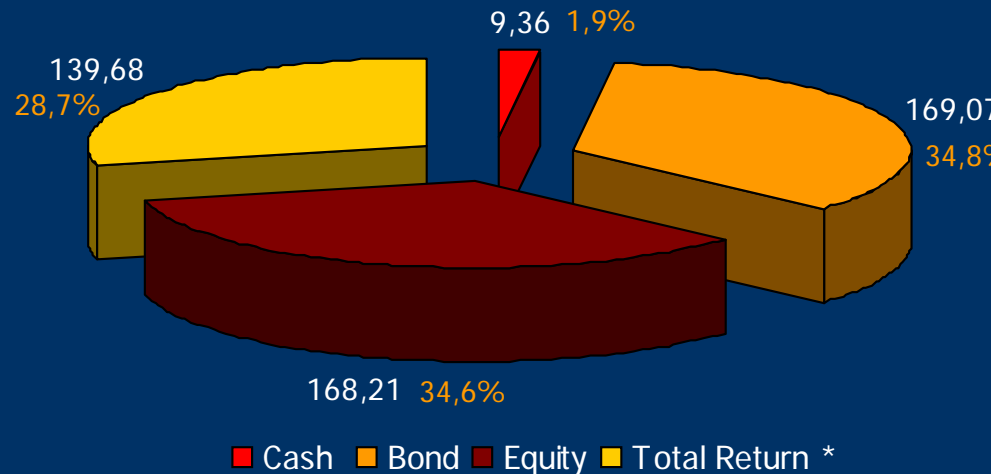
Il portafoglio attuale della Cassa

Scomposizione in asset class del portafoglio mobiliare in gestione diretta



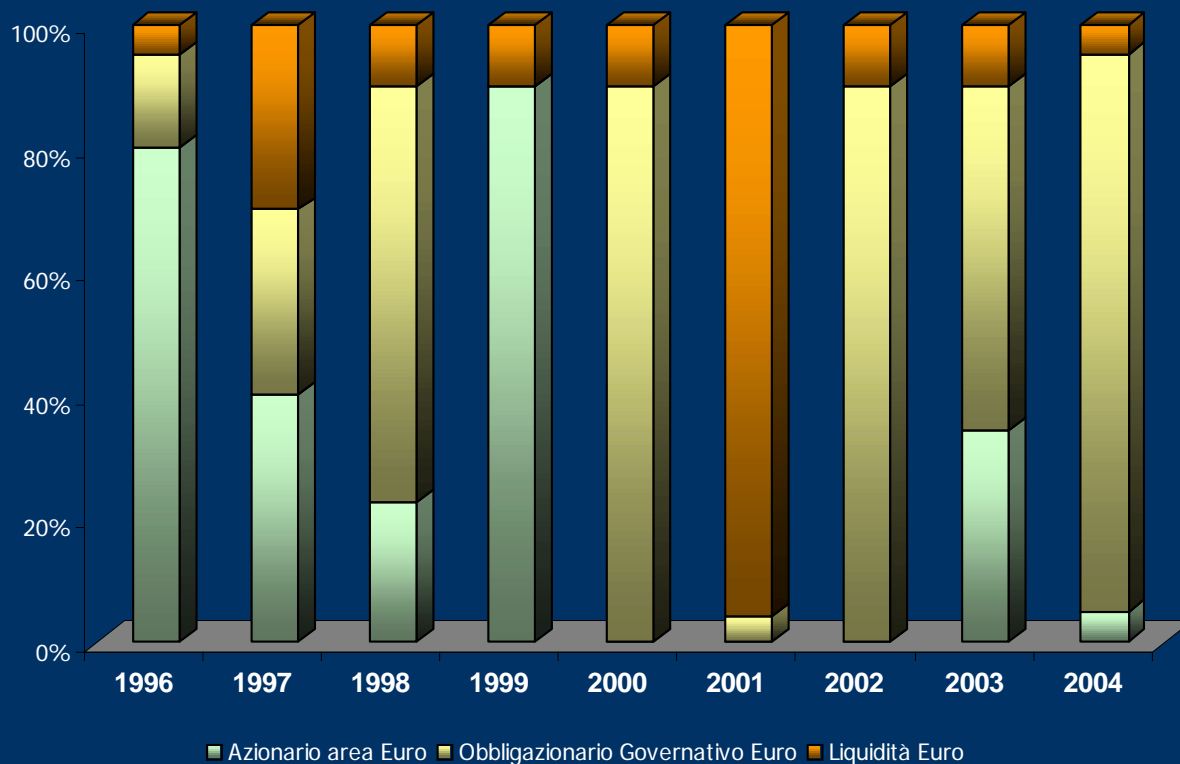
*Dati al 31 agosto 2004
Valori in milioni di Euro)*

Portafoglio mobiliare gestito in delega



L'instabilità dell'asset allocation ottimizzata

Considerati rendimenti, volatilità e correlazioni storiche, per ogni anno, abbiamo simulato l'asset allocation di un portafoglio efficiente che consentisse di raggiungere il **rendimento obiettivo della Cassa** (4.34% lordo, 3.8% netto) con la più elevata probabilità



L'instabilità dell'asset allocation ottimizzata

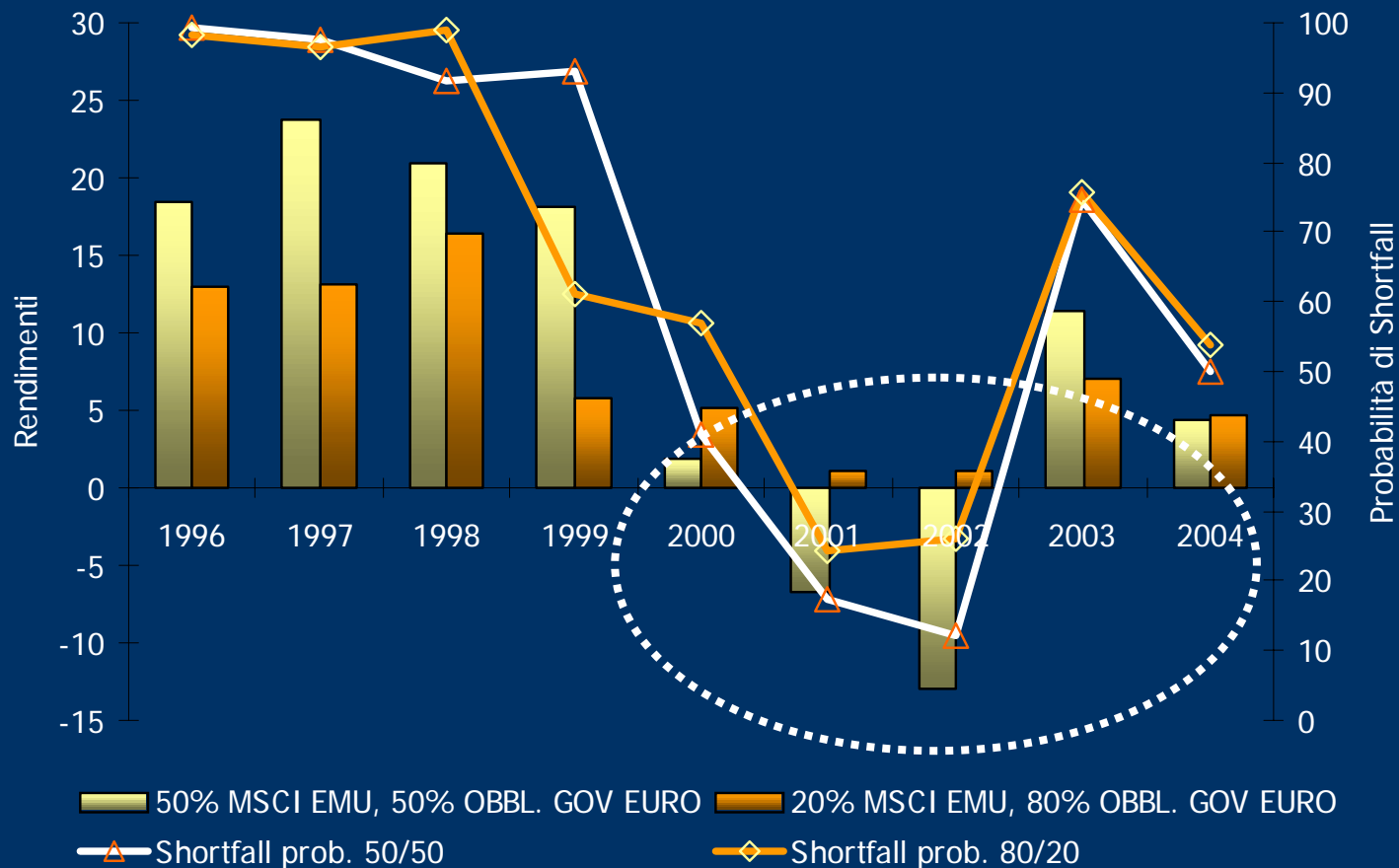
Nella **seconda metà degli anni Novanta**, grazie agli elevati rendimenti sia azionari che obbligazionari, il **rendimento obiettivo della Cassa** poteva essere raggiunto con elevati livelli di probabilità ...

... ma **rendimenti, volatilità e correlazioni** delle classi di attività **variano nel tempo**

Il **XXI secolo** è invece finora caratterizzato da una bassa probabilità, in finanza detto "*shortfall*", di raggiungere ogni anno il rendimento obiettivo della Cassa...

L'instabilità del "profilo di rischio"

... mentre il rischio di un investitore previdenziale è molto stabile nel tempo!



punti deboli di una strategia di investimento "a benchmark"

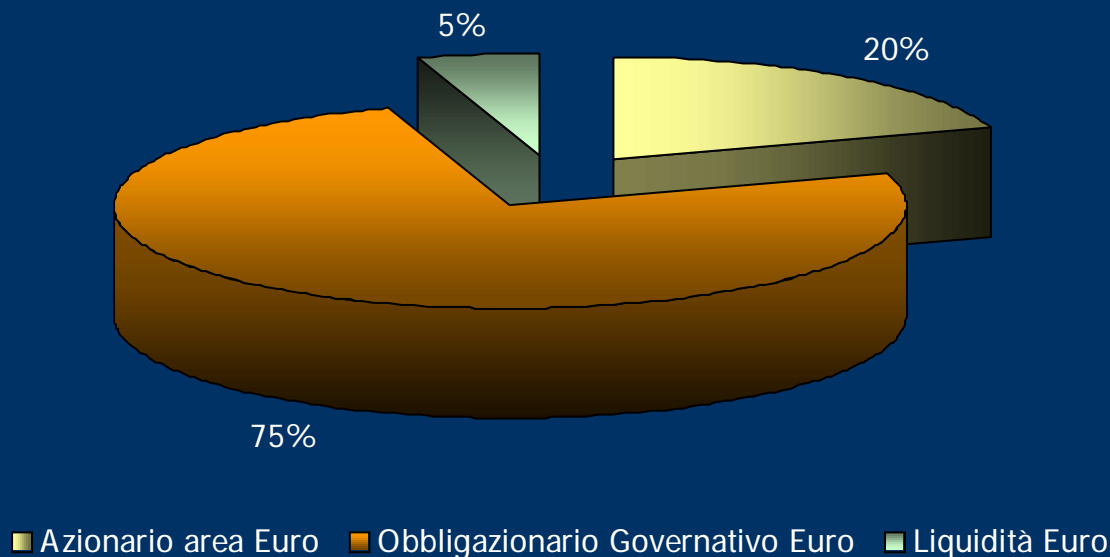
La **logica del benchmark** si dimostra quindi **inadeguata a rappresentare la strategia di investimento** per l'intero patrimonio della Cassa.

Il **rendimento target** della gestione di tutto il patrimonio della Cassa non può che essere la redditività di equilibrio prospettata nel Bilancio Tecnico – Attuariale (logica "**absolute return**").

Il "**profilo di rischio**" non può che consistere nella minimizzazione della probabilità di conseguire, esercizio dopo esercizio, un risultato inferiore al target.

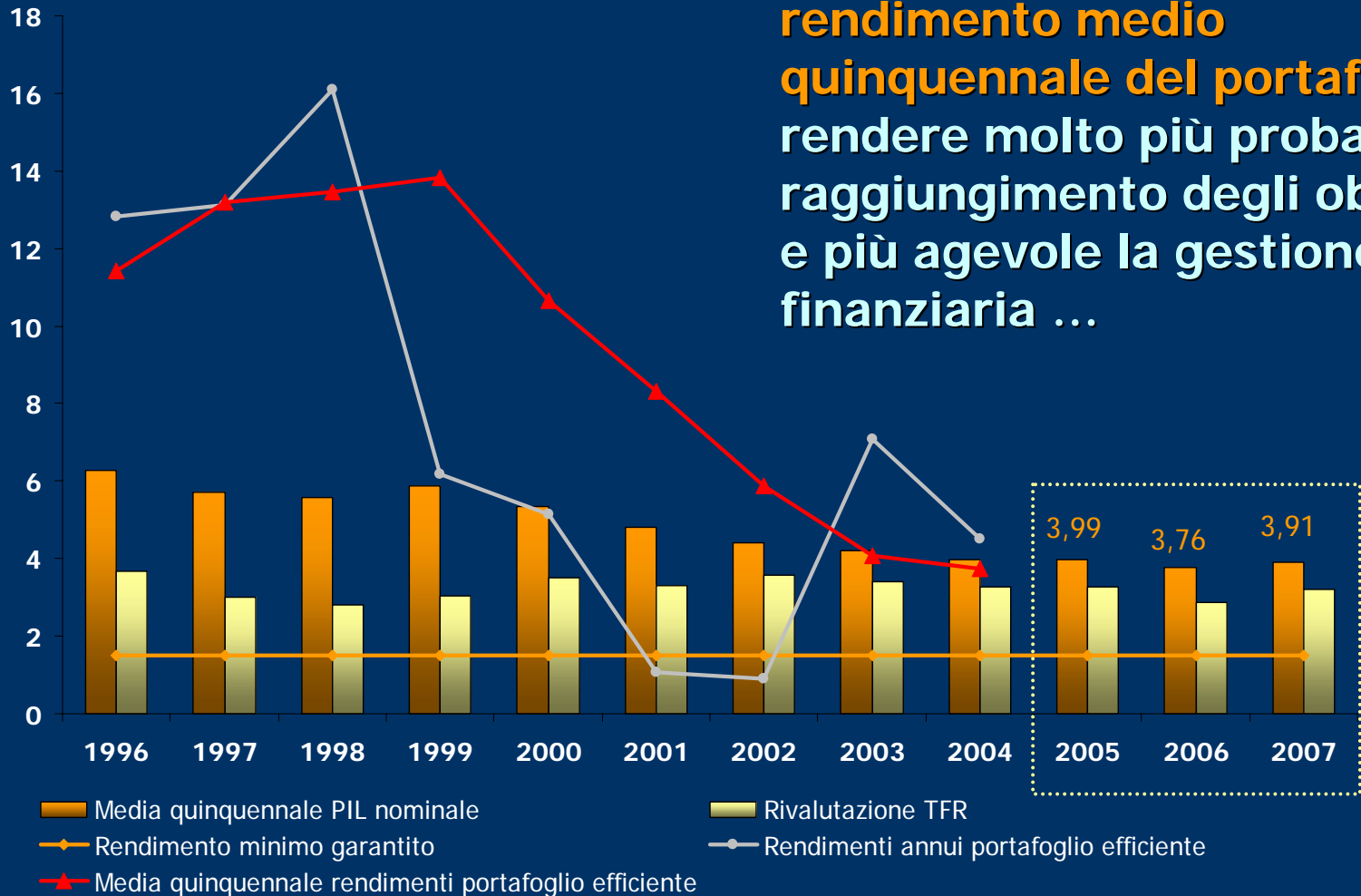
La saggezza della riforma

Sulla base degli andamenti storici dei mercati, l'obiettivo di **massimizzare il rendimento minimizzando il rischio**, nel senso di avere minimo un 90% di probabilità di ottenere un rendimento pari almeno al futuro minimo garantito della gestione contributiva della Cassa (1.5% netto), si sarebbe ottenuto con un portafoglio dalla composizione abbastanza classica ...



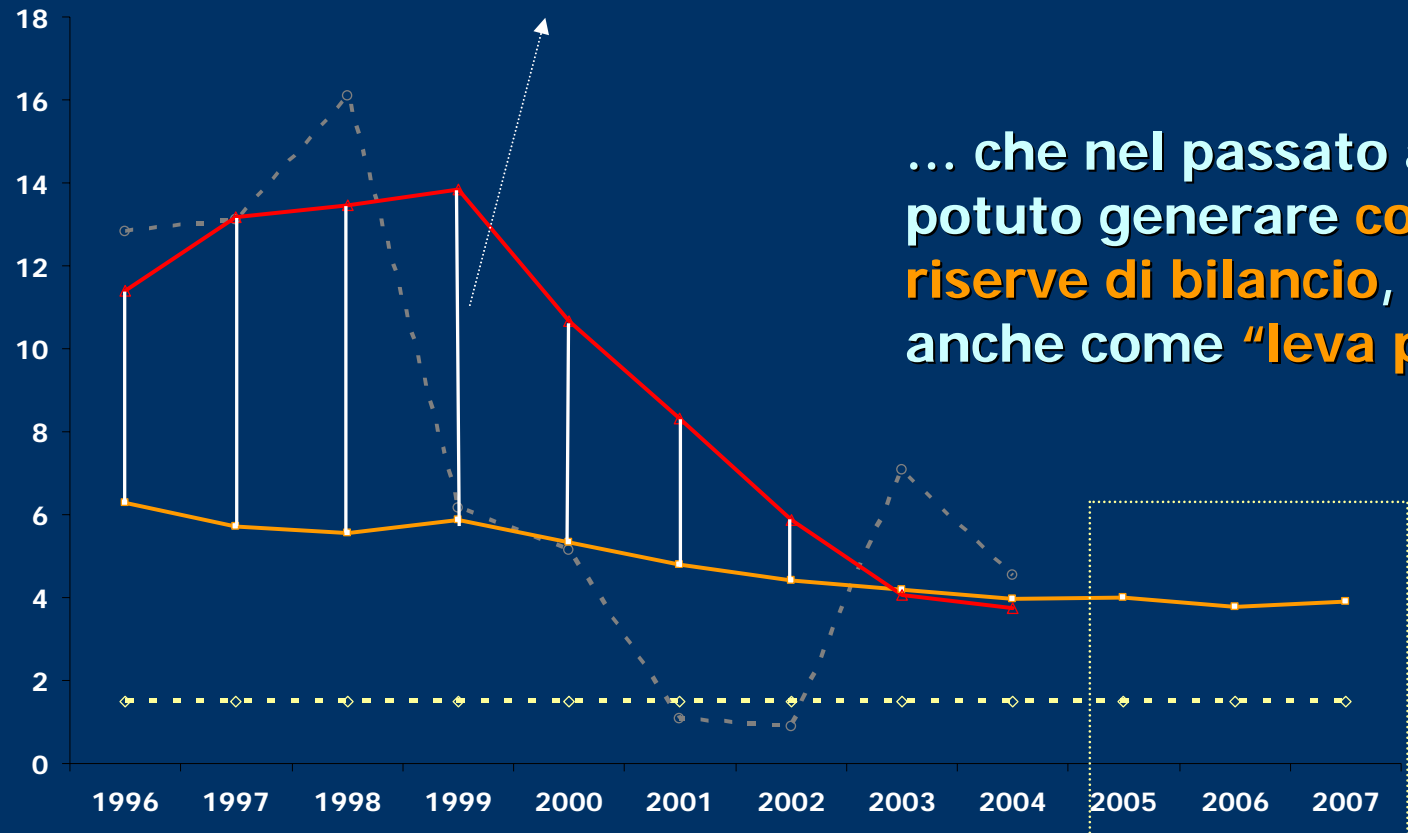
La saggezza della riforma

... ma è l'utilizzo del **rendimento medio quinquennale del portafoglio** a rendere molto più probabile il raggiungimento degli obiettivi e più agevole la gestione finanziaria ...



La saggezza della riforma

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Tasso di capitalizzazione	6,3	5,7	5,6	5,9	5,3	4,8	4,4	4,1	3,7
Riserva annua (su 100)	5,1	7,5	7,9	8,0	5,3	3,5	1,5	-	-
Riserva cumulata (su 100)	5,1	12,6	20,5	28,5	33,8	37,3	38,8	38,8	38,8



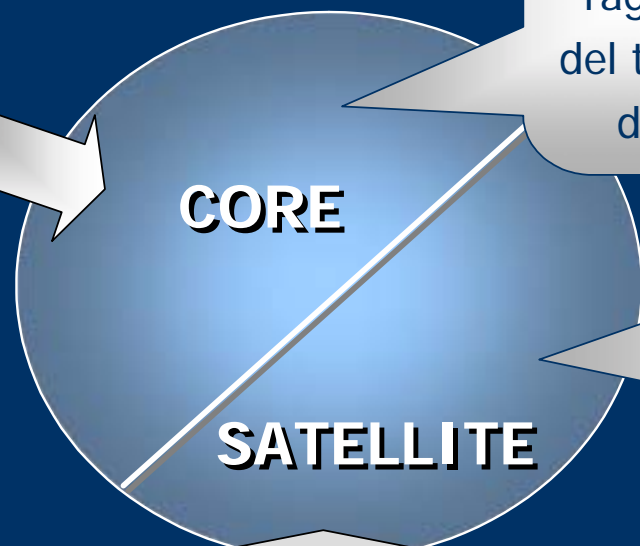
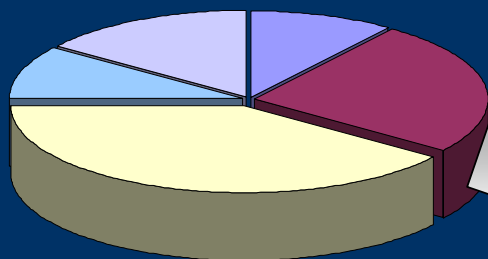
... che nel passato avrebbe potuto generare **consistenti riserve di bilancio**, utilizzabili anche come **"leva previdenziale"**

- ◊ - Rendimento minimo garantito
 - ◻ - Media quinquennale PIL nominale

- ○ - Rendimenti annui portafoglio efficiente
 - ▲ - Media quinquennale rendimenti portafoglio efficiente

Una proposta: dal benchmark al "core – satellite"

Benchmark di mercato

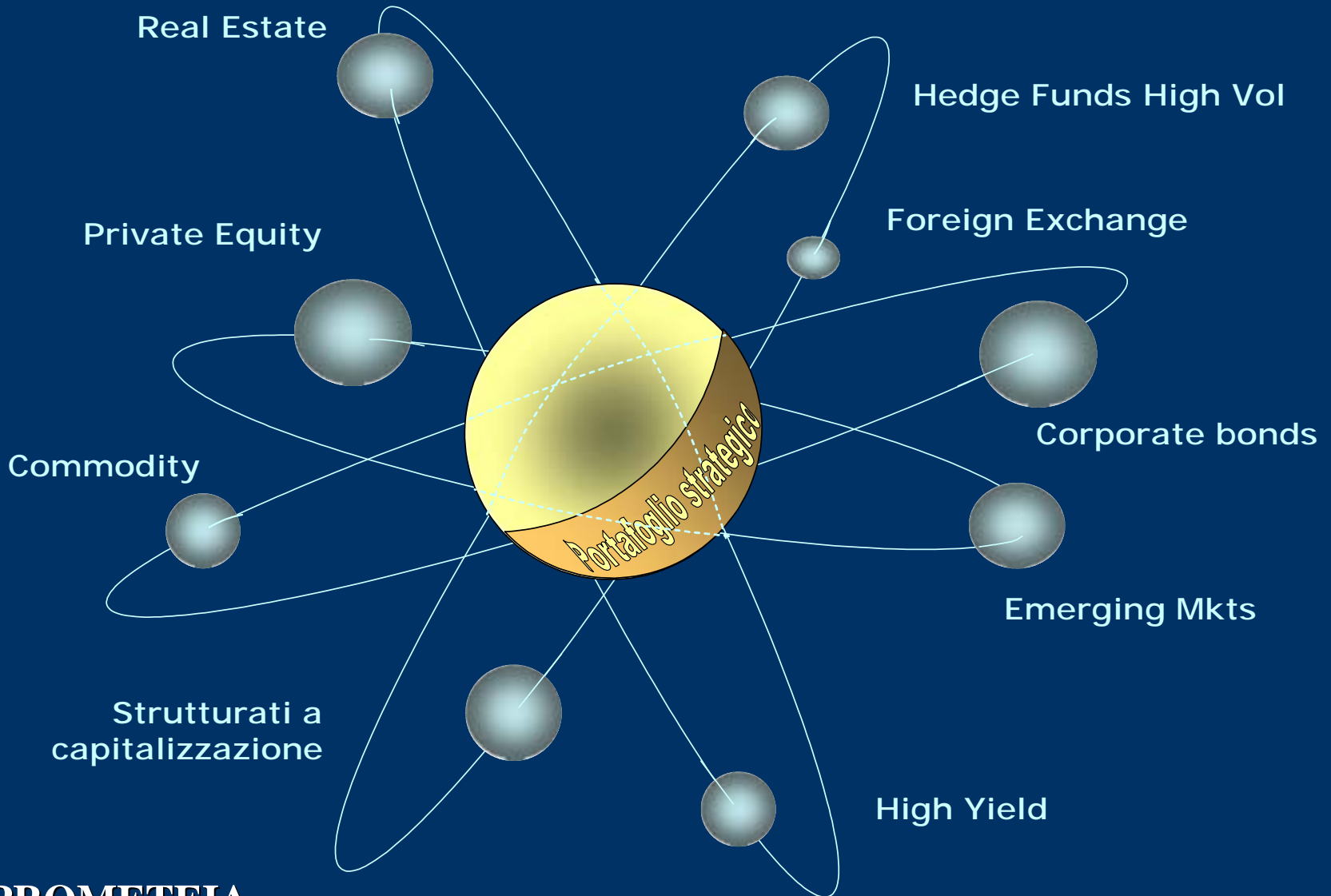


Massimizza la
probabilità di
raggiungimento
del target annuale
di redditività

Stabilizza il core e
consente di
incrementare il
patrimonio nel medio-
lungo termine

Il peso da attribuire alle componenti "CORE" e "SATELLITE" dipende dalla specifica situazione dell'investitore istituzionale in termini di bilanciamento tra attivi e passivi, quindi varia molto lentamente nel tempo

Una proposta: dal benchmark al "core – satellite"



Una proposta: dal benchmark al “core – satellite”

- **tiene conto di tutto il patrimonio**, valutando la situazione di interesse, che per la Cassa rimane quella a valori di bilancio, pur con occhio sempre vigile sul *market value*
- non comporta una definizione ex-ante delle classi di attività da utilizzarsi, permettendo la **massima diversificazione delle forme di investimento** del patrimonio, nel rispetto delle caratteristiche delle due componenti del portafoglio
- lascia le **redini dell'asset allocation nelle mani della Cassa**
- **permette di utilizzare al meglio le controparti esterne**, andando a scegliere i migliori gestori per ciascuna classe di attività, tradizionale o alternativa che sia

Una proposta: dal benchmark al "core – satellite"

- apre alla possibilità di affidare ad asset managers capaci nell'asset allocation **mandati "absolute return"**, che altro non sono che mandati bilanciati che lasciano maggiore libertà al gestore in termini di tipologia di classi di attività e loro pesi in portafoglio
- consente di **ottimizzare il profilo costi-ricavi delle gestioni patrimoniali in delega**, tramite l'ampio utilizzo della gestione diretta di strumenti gestiti, che non determinano iscrizione in bilancio di costi diretti, ed anzi producono retrocessioni commissionali che possono essere portate a reddito

"Core – satellite " + Asset & Liability Management (ALM)

Che cos'è?

Mentre il Bilancio Tecnico – Attuariale viene redatto ogni due anni, l'ALM è un processo continuo di formulazione, implementazione, monitoraggio e rivisitazione delle strategie relative alle attività e passività, nel tentativo di raggiungere obiettivi finanziari per un dato insieme di tolleranze al rischio e restrizioni

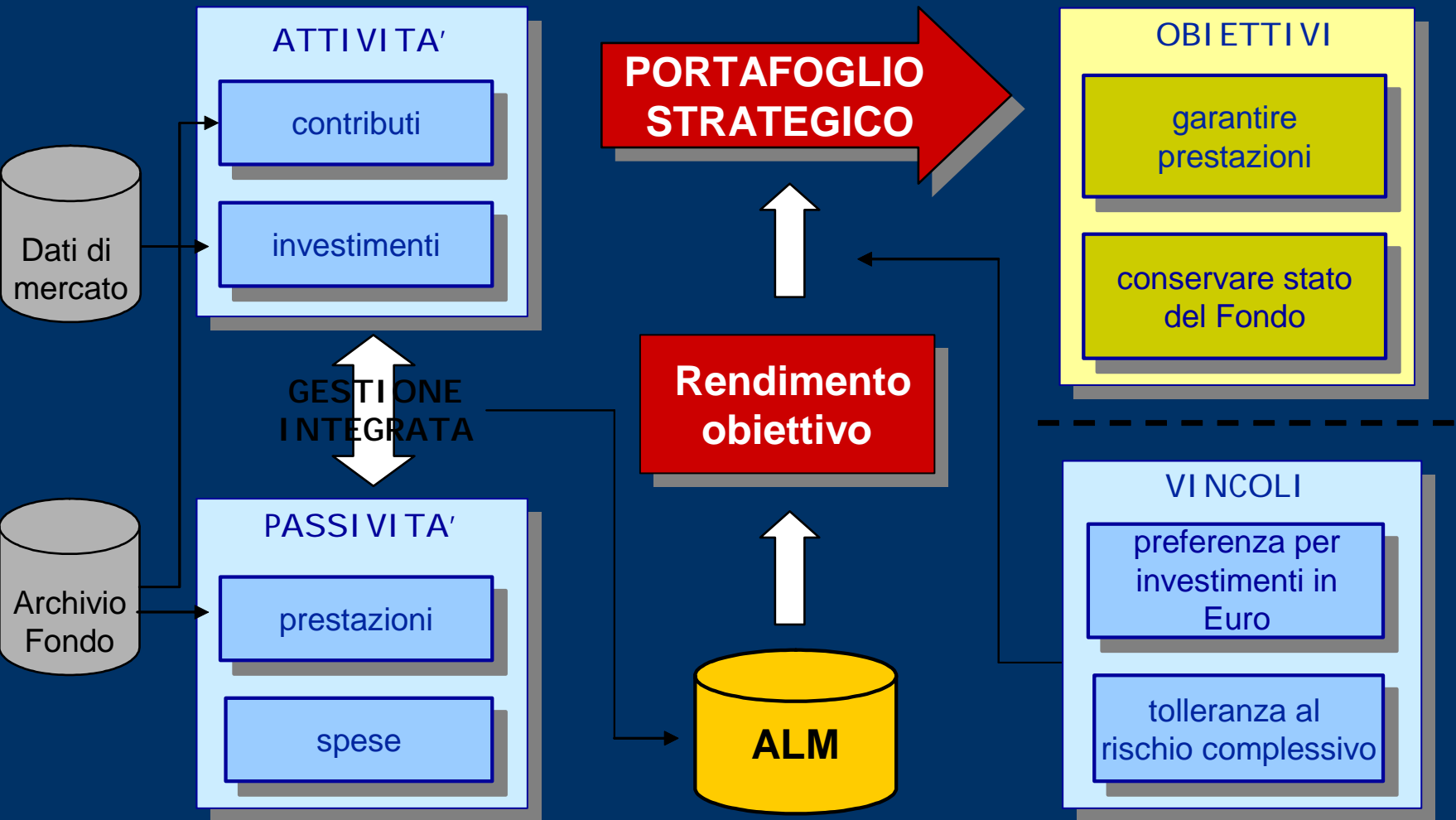
In cosa consiste?

- sistemi stocastici dinamici per la modellizzazione delle variabili macroeconomiche, categoriali, normative, ...
- modelli statistici di simulazione dei fattori di rischio che determinano le passività prospettiche e la redditività
- algoritmi di ottimizzazione dinamica per l'allocazione del patrimonio

"Core – satellite " + Asset & Liability Management (ALM)

- **analisi di sensitività**: valuta quanto il portafoglio è sensibile ad una variazione di ognuno dei fattori di rischio individuati
- **analisi di scenario**: valuta quantitativamente gli effetti che diverse configurazioni di scenario possono provocare in termini di impatto sui fattori di rischio e, in base ai coefficienti di sensitività, sui valori dei portafogli gestiti e sulla loro performance attesa
- **stress testing**: test del modello di rischio del portafoglio forzando i valori di particolari fattori di rischio, scelti generalmente tra quelli che stanno alla base di uno scenario di previsione o generati come shocks esogeni

L'asset & liability management (ALM)



L'asset & liability management (ALM)

Situazione contabile Fondo

Informazioni
relative a
ciascun iscritto

Analisi profilo economico -
demografico degli iscritti

I POTESI

Ipotesi demografiche

Scenario
economico
ed analisi
settoriale

Ipotesi economiche e
finanziarie

Futura politica assuntiva

Ipotesi di lavoro

Scenario macroeconomico storico e previsto

Criterio per la determinazione
del Rendimento obiettivo

Previsione
flussi di entrata
e di uscita

Vincoli

PORTAFOGLIO

OTTIMALE

STRATEGICO

Rendimenti
reali attesi
Rischio e
correlazione

RENDIMENTO
OBIETTIVO