PPCmetrics

Analisi dell'attuale contesto in termini Asset / Liability e Risk-Management

Alfredo Fusetti

- *Partner PPCmetrics SA, Zurigo*
- *Docente Università di Zurigo (UZH) e Università della Svizzera italiana (USI)*

CENTRO
DI STUDI BANCARI
VILLA NEGRONI
ASSOCIAZIONE BANCARIA TICINESE

Cassa Pensioni: Legislazione vigente

Responsabilità del Consiglio di Fondazione

- L'Art. 50 OPP 2 (Sicurezza e ripartizione dei rischi) definisce le responsabilità del Consiglio di Fondazione nell'atto dell'investimento del patrimonio.
- L'organo superiore è responsabile innanzitutto del Risk-Management e della gestione del grado di copertura (visione Asset / Liability) e non esclusivamente dell'ottimizzazione degli investimenti (visione Asset only).

Art. 50[152] Sicurezza e ripartizione dei rischi
(art. 71 cpv. 1 LPP)

[1] L'istituto di previdenza deve scegliere, gestire e controllare accuratamente gli investimenti che opera.

[2] All'atto dell'investimento del patrimonio, l'istituto di previdenza deve assicurarsi che la sicurezza del conseguimento degli scopi di previdenza sia garantita. La sicurezza deve essere valutata segnatamente tenendo conto della totalità degli attivi e dei passivi, nonché della struttura e dell'evoluzione prevedibile dell'effettivo degli assicurati.[153]

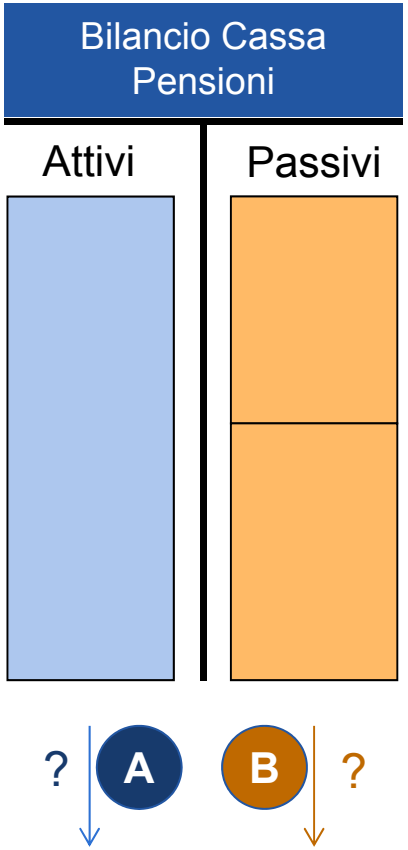
...

© PPCmetrics AG

Risk-Management & Asset / Liability (1)

Gestione del Grado di copertura

Grado di copertura = Attivi / Passivi * 100



Evoluzione attesa (crescita)

Assets (a prezzi di mercato) **A**

- Rendimento atteso della strategia d'investimento (dipendente dal livello dei tassi)

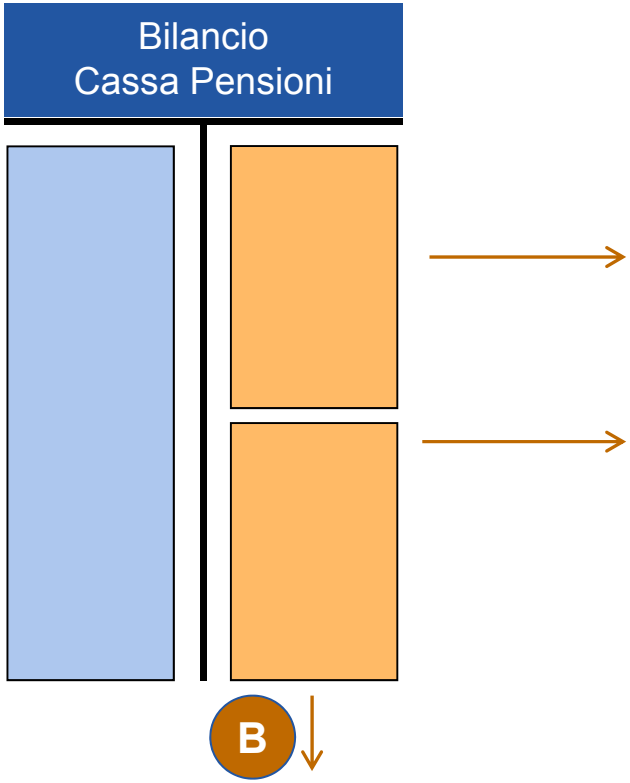
Liabilities **B**

- Rendimento minimo (dipendente dalla struttura specifica della Cassa)
  - Parametri principali
    - *Tasso tecnico*
    - *Tipo di primato (contributi vs prestazioni)*
    - *Quota capitale di previdenza dei beneficiari di rendita («pensionati»)*
    - *Costi (amministrazione e gestione)*
    - *Longevità*

© PPCmetrics AG

Risk-Management & Asset / Liability (2)

Rendimento minimo (Passivi / Liabilities)



Rendimento minimo?

Liabilities (passivi)

→ Rendimento minimo (crescita attesa)

B

Primato dei contributi

(semplificazione; GdC 100%)

Capitale assicurati attivi * corresponsione interessi

+

Capitale beneficiari * tasso tecnico

+

Costi amministrativi

+

Costi di gestione

+

Riserve per longevità

=

Rendimento minimo

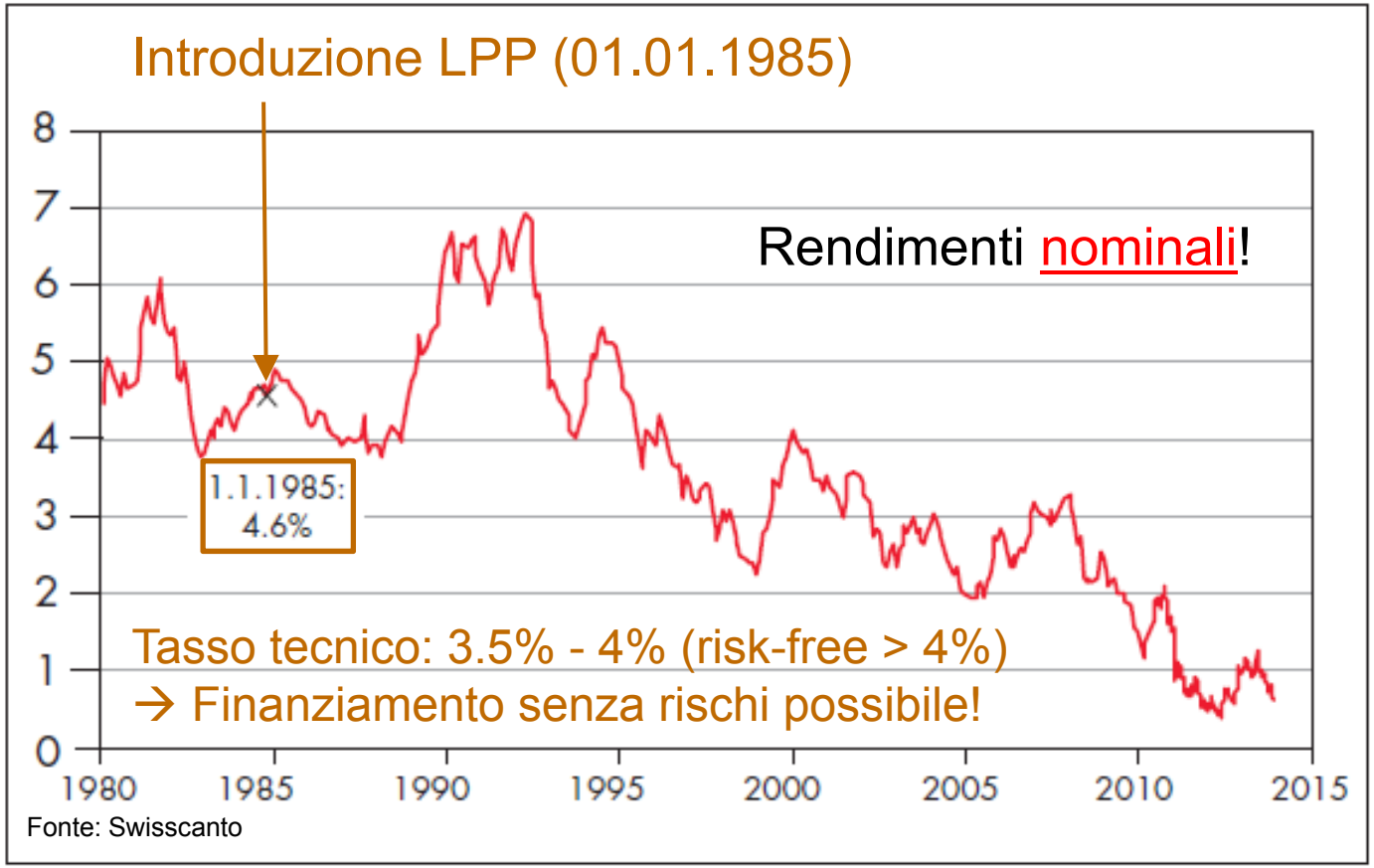
CENTRO
DI STUDI BANCARI
VILLA NEGRONI
ASSOCIAZIONE BANCARIA TICINESE

© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (1)

Storia: introduzione LPP (1985)

Rendimento a scadenza (10-Year Swiss Government Bond)



Fonte: Swisscanto

Dicembre 2014:
0.3% p.a.

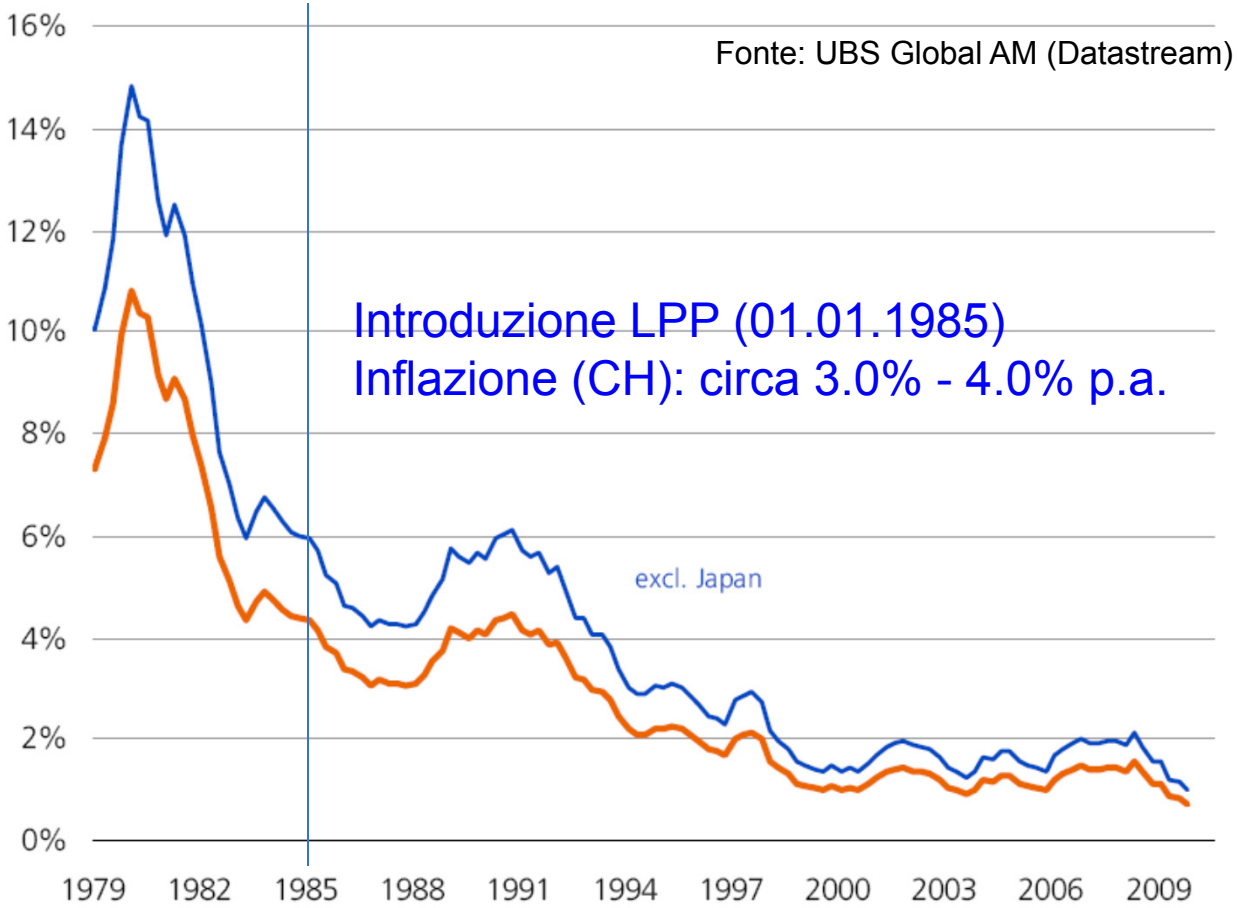
Aprile 2015:
-0.1% p.a.

© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (2)

Storia: Inflazione

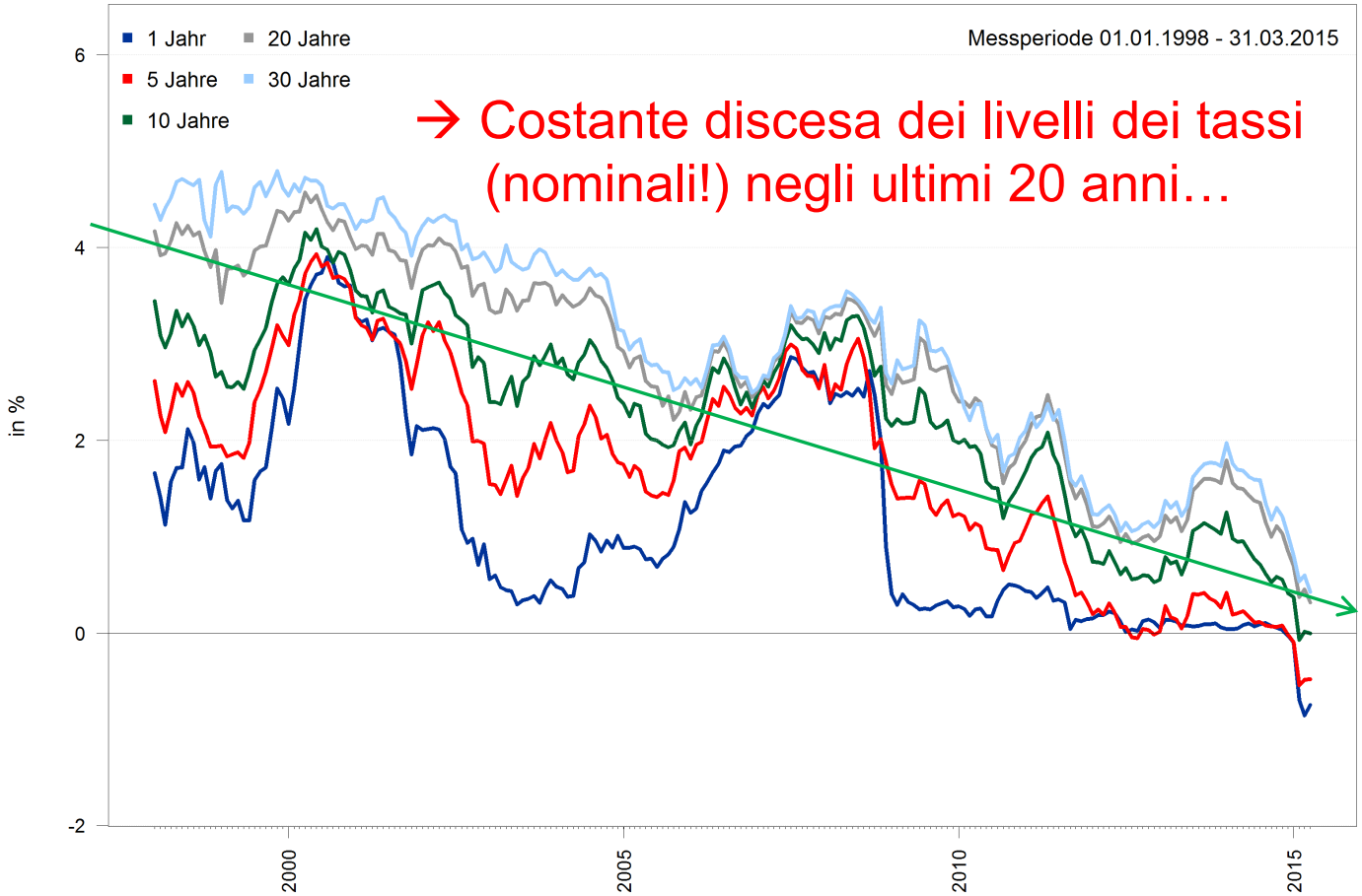
- Inflazione G7 (ex Japan)



© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (3)

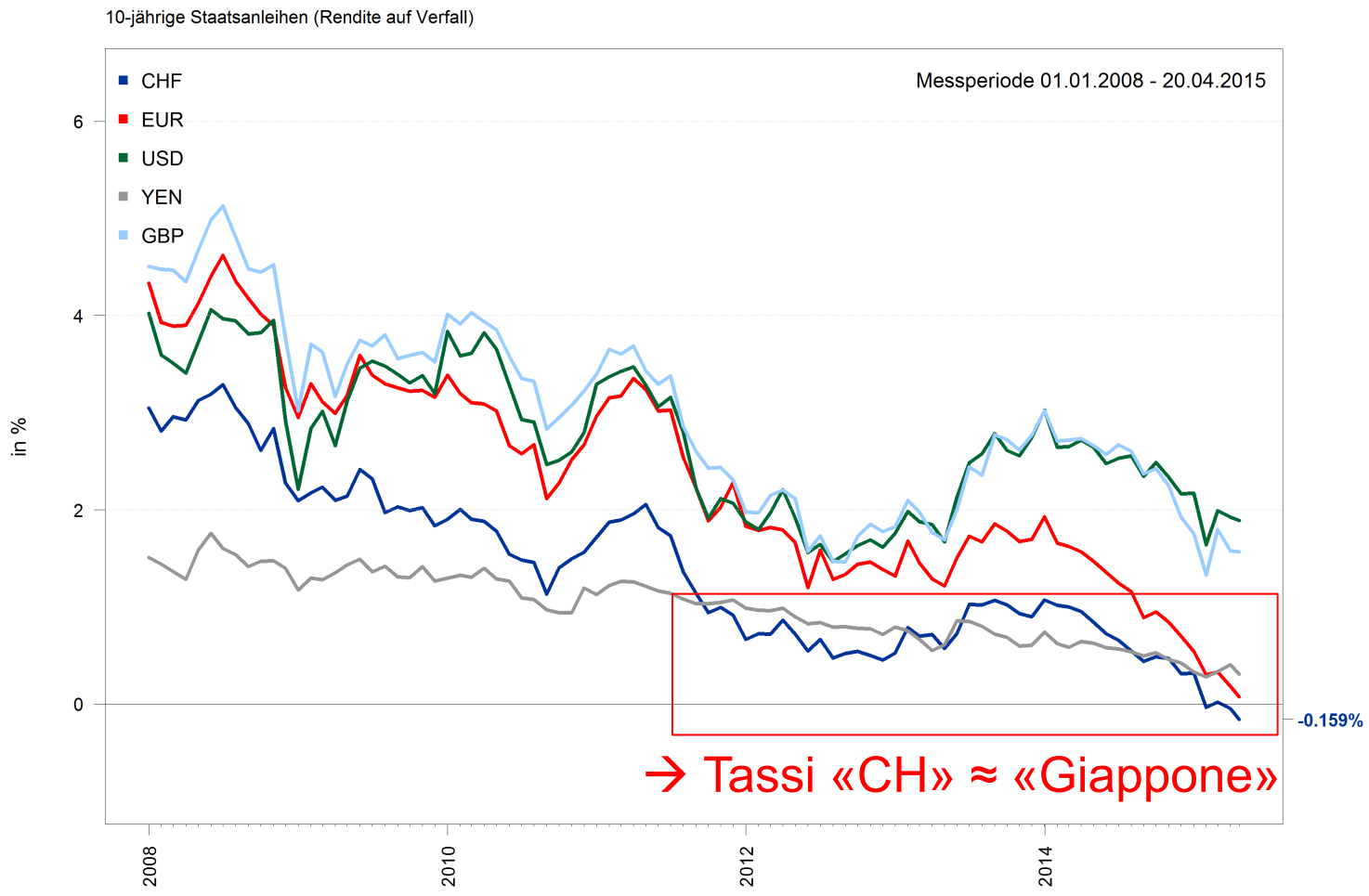
Evoluzione tassi risk-free (CH-Gov. Bonds): Situazione attuale



© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (4)

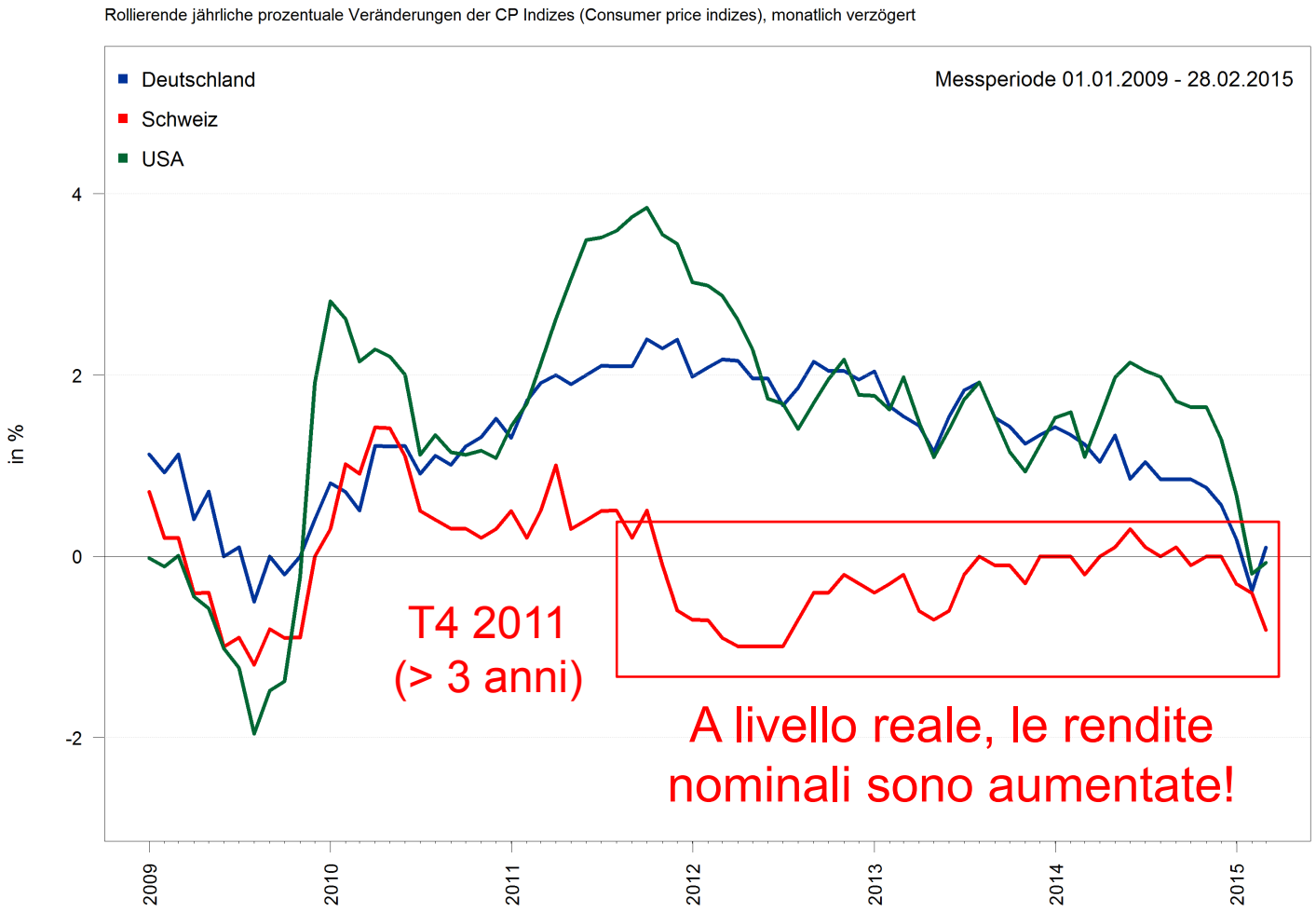
CHF vs Estero (EUR, USD, YEN e GBP)



© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (5)

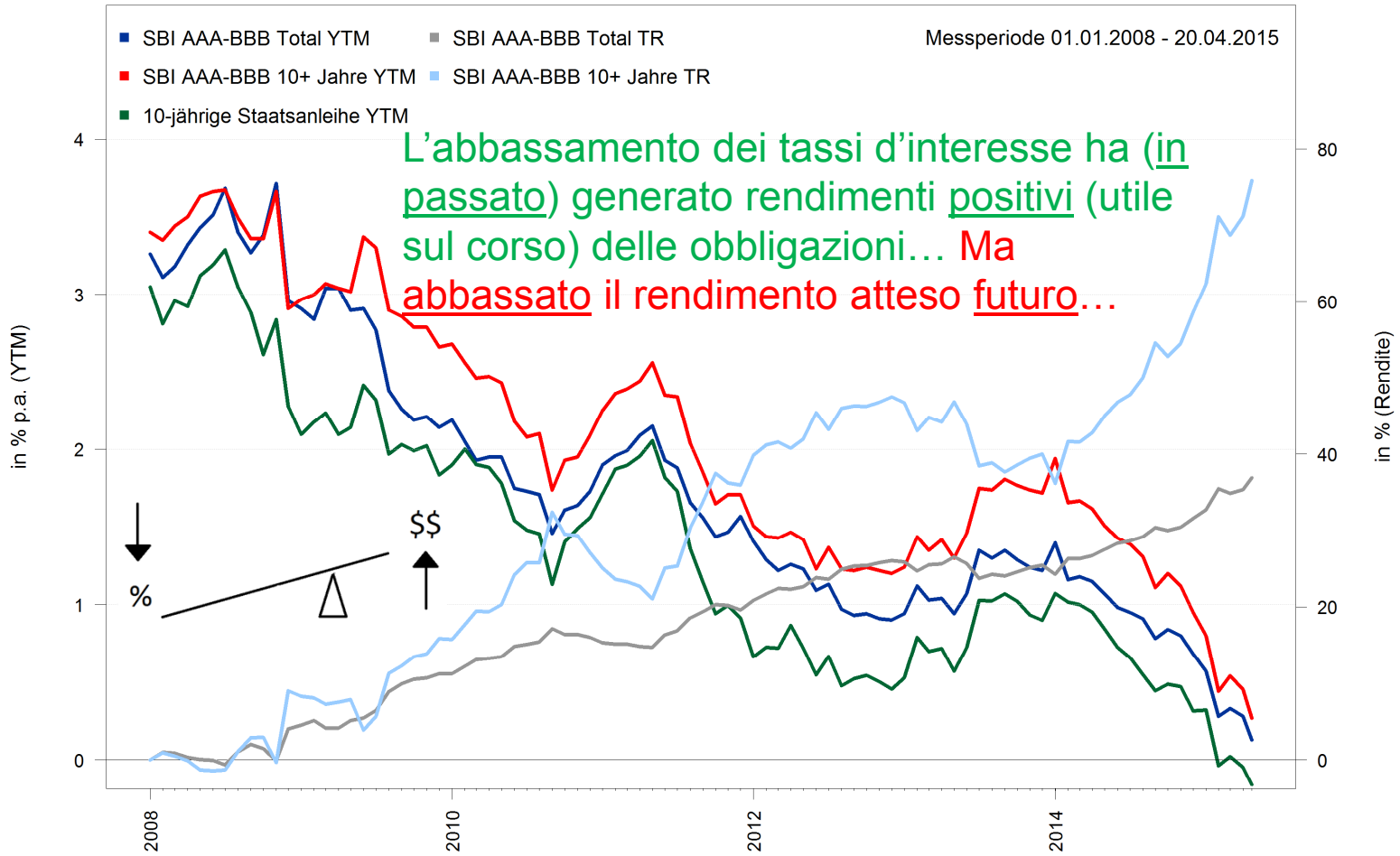
Inflazione: Situazione attuale (CH, Germania e USA)



© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (6)

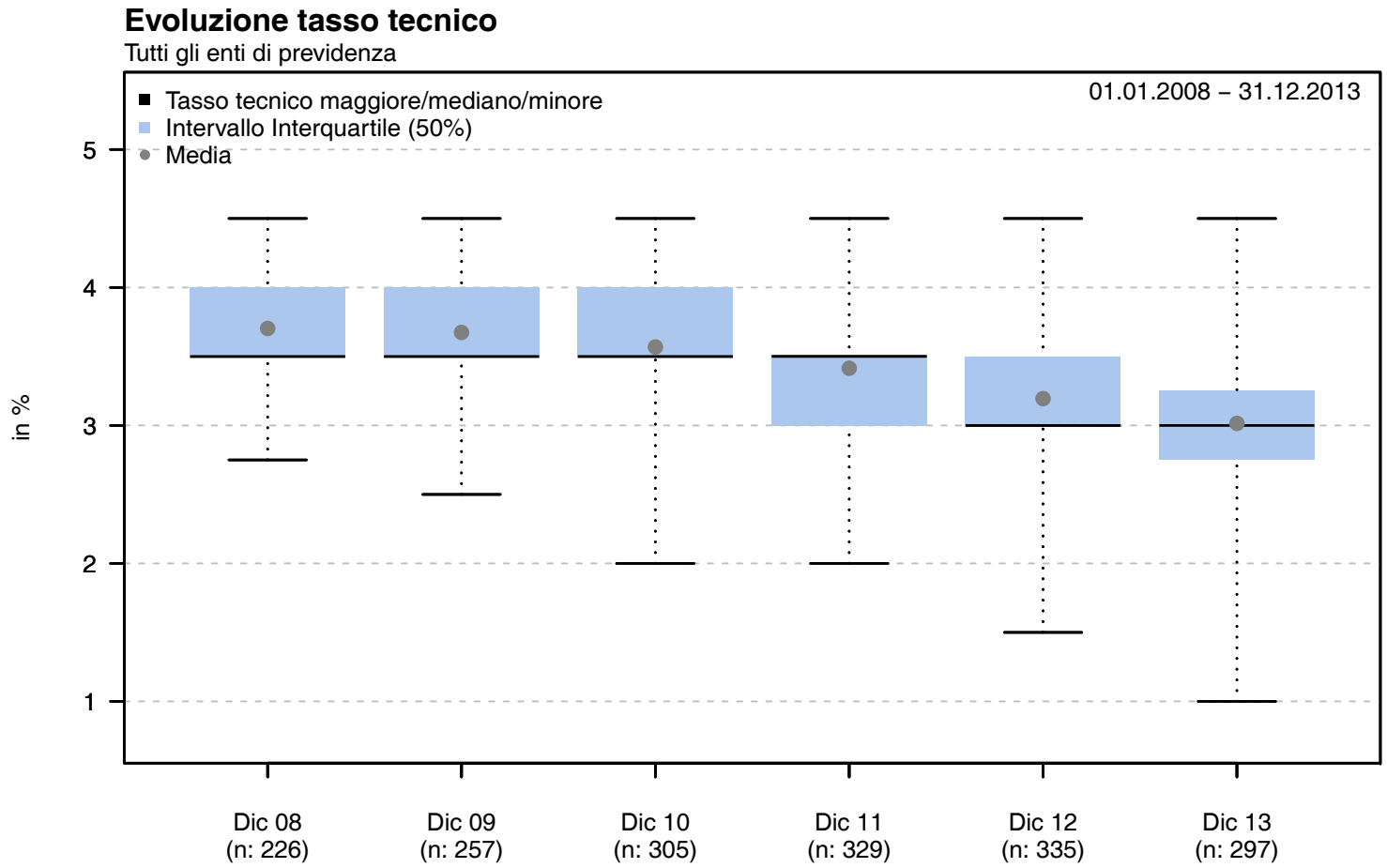
Obbligazioni: Performance passate vs attese future



© PPCmetrics AG

Tassi di interesse (7)

Evoluzione tasso d'interesse tecnico



B

Tasso tecnico Casse Pensioni CH: mediano e media = 3%

© PPCmetrics SA

Capitale a disposizione a fine periodo secondo l´Art. 44 OPP 2 in CHF mio.: 493'649

© PPCmetrics AG

Riassunto introduzione e situazione attuale (1)
1985

1985 (Introduzione LPP)

- Tasso tecnico = 4% (rendimento nominale garantito; pensione nominale garantita)
- Inflazione = circa 3%
- Yield to maturity (risk-free) > 4%
- **Rendimento reale** = 4% - 3% = **circa 1% (reale)**

→ Finanziamento senza rischio possibile (100% risk-free investments)

- Nel sistema il legislatore prevedeva quindi un abbassamento in termini reali della pensione (perdita potere d'acquisto dato da una prestazione nominale fissa in un periodo di inflazione).
- Non era quindi previsto nessun adattamento al rincaro (anzi nei «calcoli» era contenuto il contrario).

→ GdC tecnico < GdC economico (bilancio «difensivo»)

© PPCmetrics AG

Riassunto introduzione e situazione attuale (2)

Situazione attuale

2014

- Tasso tecnico = 3% (rendimento nominale garantito; pensione nominale garantita)
- Inflazione = circa 0%
- Yield to maturity (risk free) ≈ 0.5% (31.12.2014)
- **Rendimento reale** = 3% - 0% = **circa 3% (reale)**

→ Finanziamento senza rischio non più possibile!

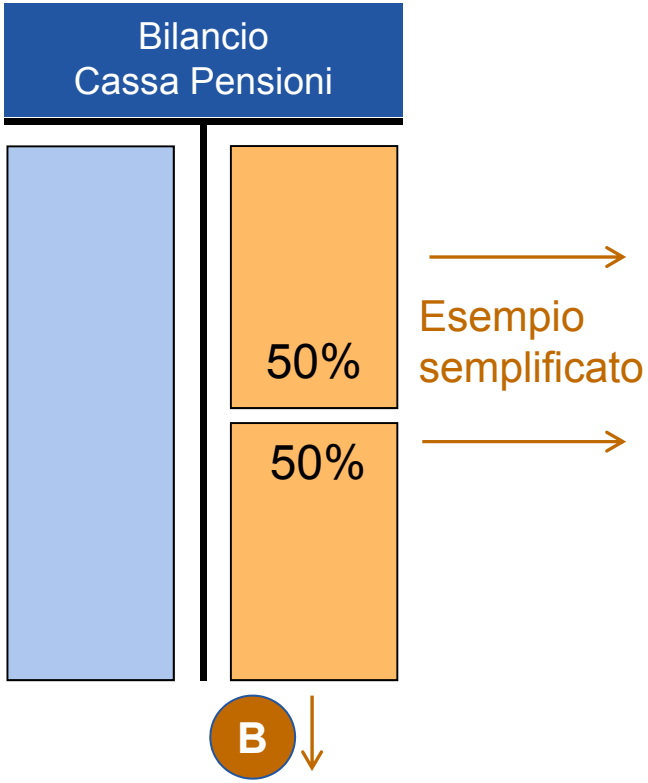
- Al momento le pensioni mantengono (rispettivamente addirittura aumentano) il loro potere d'acquisto (inflazione = 0% p.a. (e/o negativa))

→ GdC tecnico **>** GdC economico (bilancio «aggressivo»)

© PPCmetrics AG

Risk-Management & Asset / Liability (1)

Rendimento minimo (Passivi / Liabilities)



Rendimento minimo?

Liabilities (passivi)

→ Rendimento minimo (crescita attesa)

B

Primato dei contributi

(semplificazione; GdC 100%)

Capitale assicurati attivi (50%) * corresponsione interessi (1.75%)

+

Capitale beneficiari (50%) * tasso tecnico (3%)

+

Costi amministrativi (0.15%)

+

Costi di gestione (0.40%)

+

Riserve per longevità (0.50%)

=

Rendimento minimo (3.43%)

© PPCmetrics AG

Risk-Management & Asset / Liability (2)

Rendimento futuro atteso (risk-premium model)

Rendimento atteso	=	Tassi d'interesse risk-free	+	Premio di rischio	x	Esposizione
?		✓		?		✓

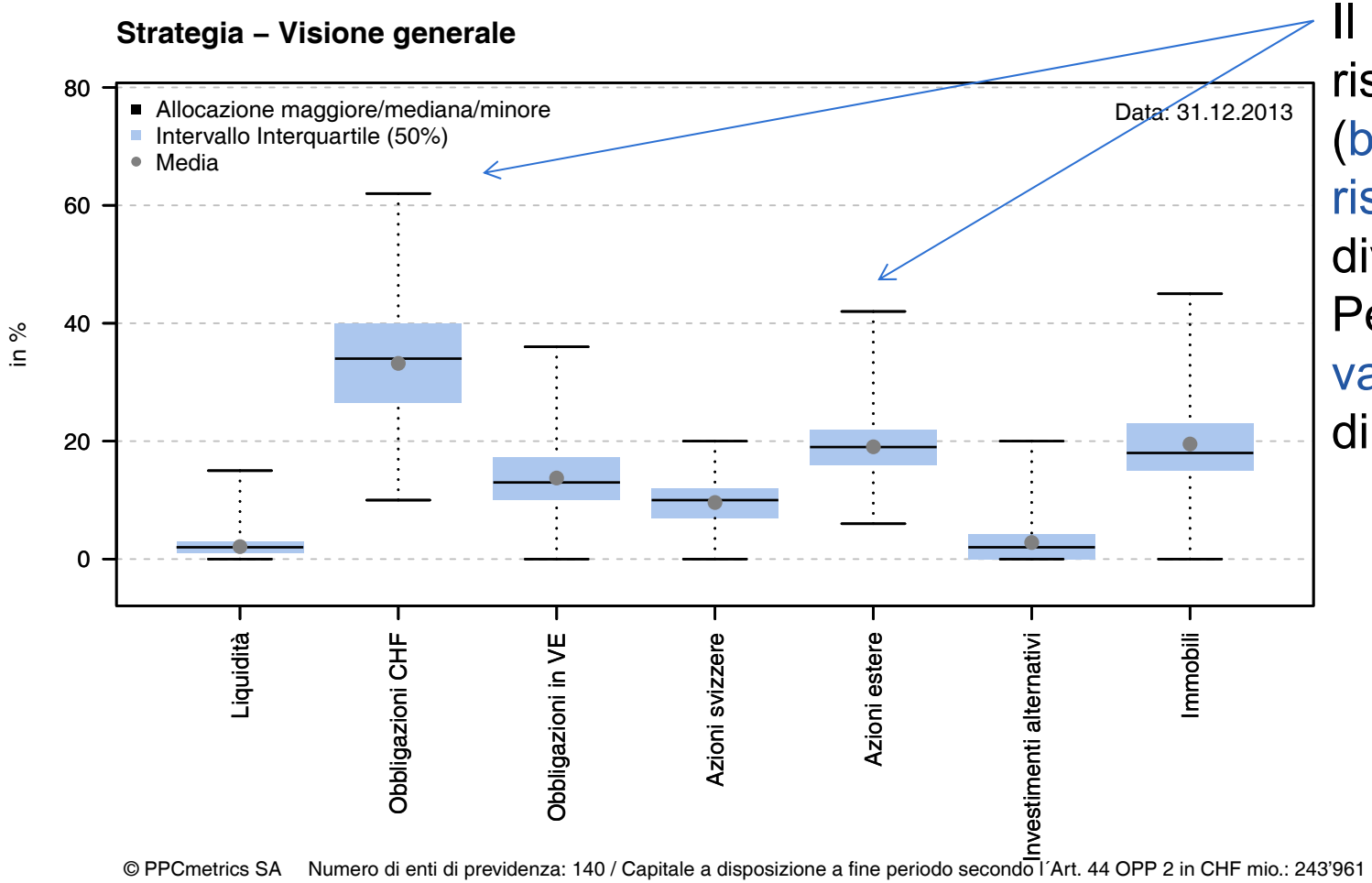
A

- Il rendimento futuro atteso è composto (risk-premium model) da:
  - Rendimento titoli risk-free **("market interest rate")**
    Osservabile sul mercato → dato quantificabile (e oggettivo)!
  - Rendimento supplementare atteso da un portafoglio "at-risk"
    ("premio di rischio" sul portafoglio «performance seeking»)
    Dato non osservabile sul mercato → valore sconosciuto
  - Esposizione al fattore di rischio **("strategia d'investimento"; budget di rischio del portafoglio)**

© PPCmetrics AG

Risk-Management & Asset / Liability (3)

Strategia e budget di rischio



Il profilo di rischio (budget di rischio) tra le diverse Casse Pensioni può variare anche di molto…

© PPCmetrics SA Numero di enti di previdenza: 140 / Capitale a disposizione a fine periodo secondo l´Art. 44 OPP 2 in CHF mio.: 243'961

Rendimento futuro atteso vs rendimento minimo

- Esempio semplificato di una Cassa Pensioni con un budget di rischio pari a 40% (= 60% «Liability Hedging Portfolio» & 40% «Performance Seeking Portfolio»)

Rendimento atteso	=	Tassi d'interesse risk-free	+	Premio di rischio	x	Esposizione
?		✓		?		✓
A ↓ 1.60%		↑ 0%		↑ 4% (ipotesi: premio di rischio storico)		↑ 40% (budget di rischio)

Rendimento minimo (vedi pagina 14)
3.43%

© PPCmetrics AG

Riassunto dei punti finora analizzati

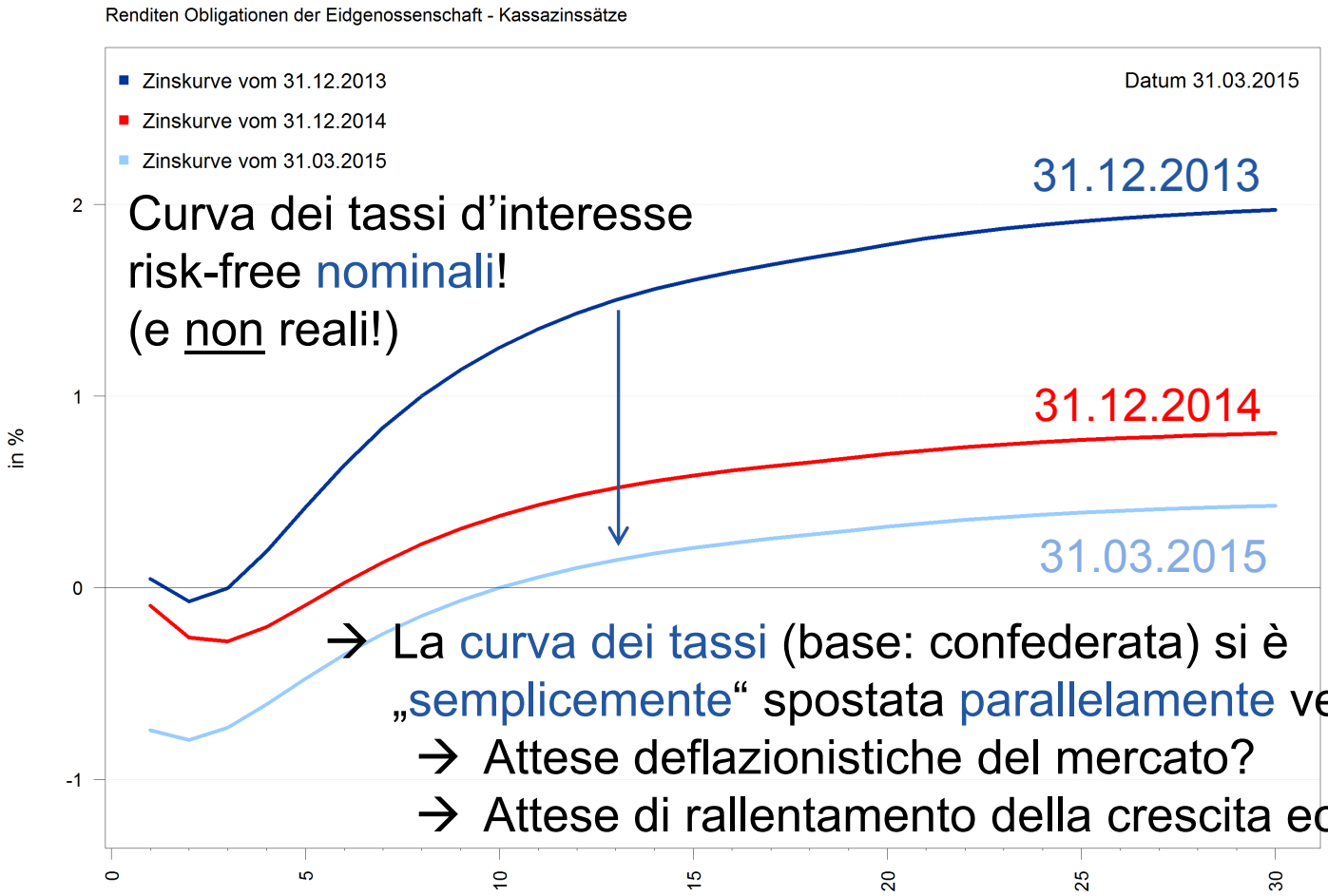
- II. Pilastro CH: 1985 vs situazione attuale
  - Tassi d'interesse vs Inflazione
  - Rendimenti nominali vs rendimenti reali (= nominali - inflazione)
  - Rendita nominale fissa (quindi in attesa decrescente in termini di potere d'acquisto per il beneficiario)
  - Nessuna pressione sul terzo contribuente (nessuna necessità di investire a rischio nel 1985)
  - Tasso tecnico < risk-free (nel 1985)
  - Nel 1985 Grado di copertura «difensivo» (sconto delle prestazioni future con un tasso minore di quello risk-free del mercato)
- Evoluzione tassi d'interesse: rendimento passato (utile di corso) vs rendimento futuro atteso
- Divergenza tra rendimento minimo (liabilities) e rendimento atteso (assets; investimenti)
- Responsabilità del Consiglio di Fondazione: Risk-Management e gestione del grado di copertura

→ Solo una visione integrata tra attivi e passivi può «garantire» la stabilità finanziaria di una Cassa!

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (1)

Anomalia? Situazione eccezionale?



→ La curva dei tassi (base: confederata) si è „semplicemente" spostata parallelamente verso il basso.

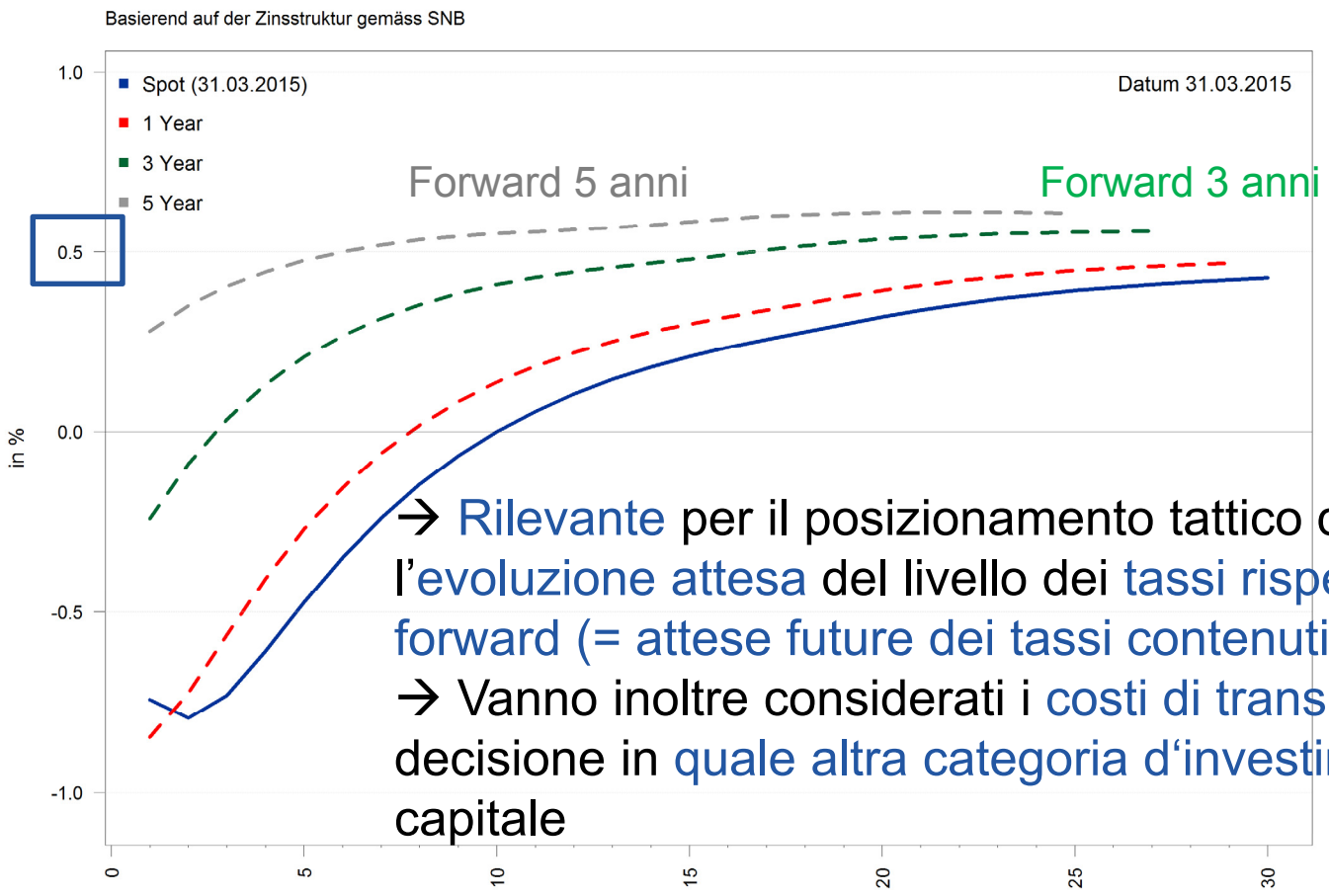
→ Attese deflazionistiche del mercato?

→ Attese di rallentamento della crescita economica?

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (2)

Futuro: Tassi forward



→ Rilevante per il posizionamento tattico del portafoglio è l'evoluzione attesa del livello dei tassi rispetto alla curva forward (= attese future dei tassi contenuti nei prezzi attuali)!

→ Vanno inoltre considerati i costi di transizione e la decisione in quale altra categoria d'investimento investire il capitale

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (3)

Interessi: Implicazioni per una Cassa Pensioni (I)

- I tassi di interesse così bassi hanno come conseguenza dei rendimenti delle obbligazioni in CHF vicini a zero.
- Conseguentemente, anche il rendimento atteso di una tipica strategia di una Cassa Pensioni è diminuito (rispettivamente non è mai stato così basso come ora).
  - In caso di accorciamento della Duration, vanno inoltre ed in ogni caso considerati i costi di transizione del portafoglio (ora aumentati) così come la liquidità limitata (in particolare a causa dell'insicurezza degli attori nel mercato).
- Le basse aspettative relative ai rendimenti rappresentano una grande sfida per gli enti di previdenza e possono «spingere» questi ultimi ad investire in categorie d'investimento che promettono rendimenti più elevati (come ad esempio le azioni; attenzione aumento del budget di rischio!)… oppure li possono «spingere» a modificare i propri obiettivi previdenziali! In quanto…

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (4)

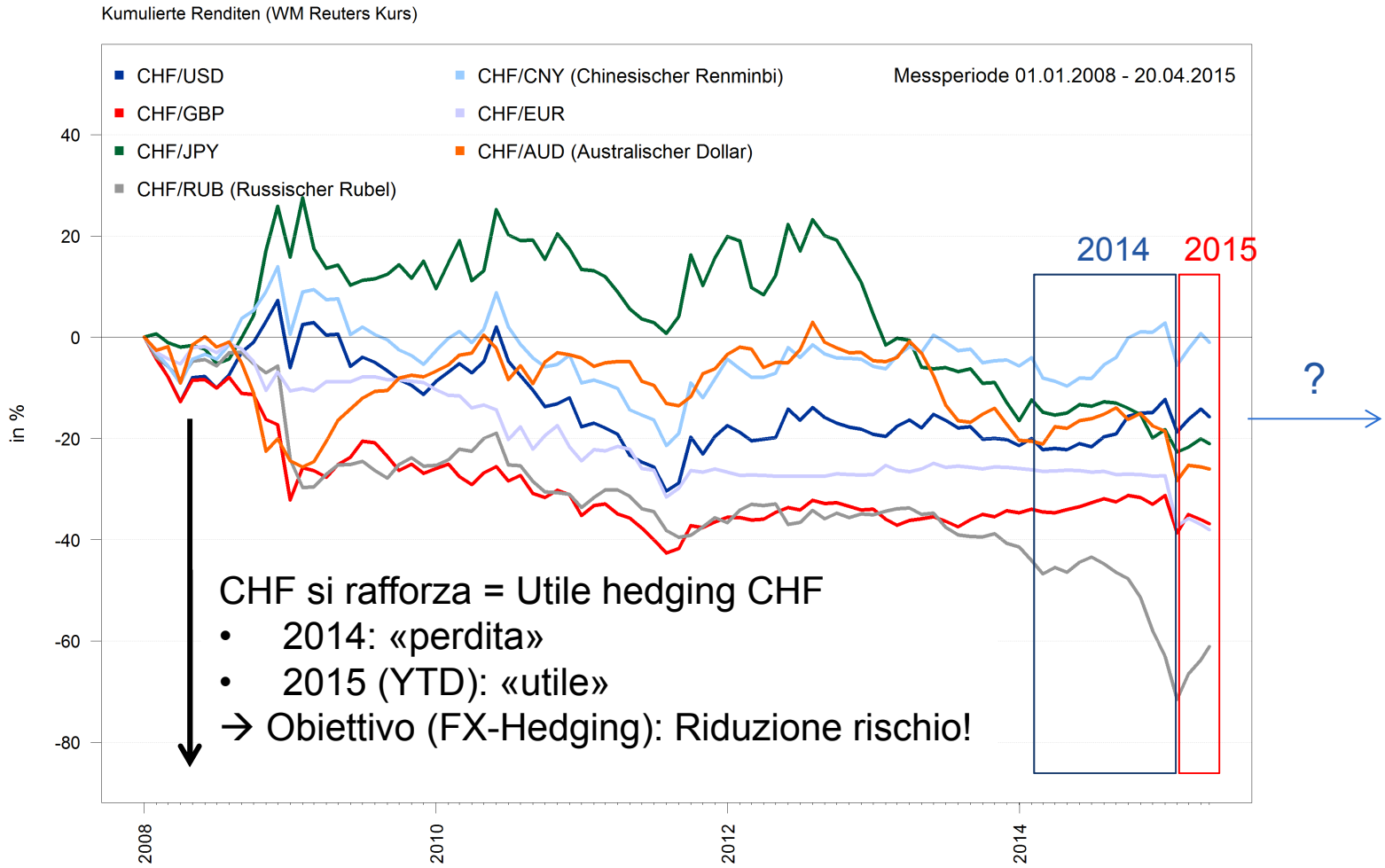
Interessi: Implicazioni per una Cassa Pensioni (II)

- … Nelle valutazioni fondamentali di rendimento e rischio non è cambiato nulla! I rendimenti (in parte) negativi e le conseguenti attese di rendimento molto basse non possono comunque essere evitati senza intraprendere ulteriori rischi (nessun «free lunch»!).
- Modifiche significative alla strategia d'investimento, le quali comportano in particolare una modifica del budget di rischio, devono essere implementate solo sulla base di un'analisi Asset / Liability.

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (5)

Rischi valutari dopo il 15.01.2015



© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (6)

Valute: Implicazioni per Casse Pensioni

- Dopo la rimozione da parte della BNS della soglia minima del cambio EUR/CHF, il metodo di analizzare e di trattare i rischi legati alle valute estere non è cambiato.
- Dopo tale rimozione, sono nuovamente entrate in gioco le tipiche forze che muovono i mercati (domanda / offerta).
- I rischi valutari continuano ad essere simmetrici, per cui non ci si deve attendere nessun premio di rischio legato alle valute estere.
- Previsioni sull'andamento dei cambi restano molto difficili da fare. A livello di «risk management», resta quindi opportuna per una Cassa Pensioni la copertura della gran parte degli investimenti in valuta estera (le prestazioni (rendite) sono anche in CHF!).
- Le correzioni nel mercato azionario svizzero hanno mostrato che anche le azioni «svizzere» hanno rischi legati alle valute estere. Questi rischi valutari impliciti nella azioni svizzere non vanno trascurati e confermano la tipica raccomandazione di mantenere la quota di investimenti coperti dal rischio cambio alta (e di tener presente anche il cosiddetto «home bias»).

© PPCmetrics AG

Situazione di mercato attuale (7)

Alternative alle Obbligazioni in CHF?

Le seguenti alternative alle Obbligazioni in CHF vengono attualmente discusse nel mondo finanziario:

- Contanti in una cassetta di sicurezza…
- Mercato monetario…
- Obbligazioni in VE (hedged)…
- Azioni (in particolare high dividend stocks)…
- Immobili…
- Oro…
- Private Debt (Senior Secured Loans, Infrastrutture)…
- Investimenti alternativi…

→ Anche se il livello dei tassi è ad un minimo storico, non vi sono a livello di ALM delle alternative alle obbligazioni in CHF che non portino con sé un cambiamento del profilo di rendimento/rischio come pure un aumento della complessità del portafoglio (= aumento del budget di rischio! Trade-off tra rendimento atteso maggiore vs probabilità di risanamento anche maggiore). Nessun free lunch!

© PPCmetrics AG

«Compiti» per i membri di Consigli di Fondazione (1)

- Stabilità finanziaria attuale
  - In generale, la situazione finanziaria del II. Pilastro è peggiorata (il finanziamento futuro senza rischio è diventato molto più difficoltoso).
  - Worst case: I tassi restano nel medio-periodo a livelli bassi
- Analisi della stabilità finanziaria futura della Cassa Pensioni in base alla propria capacità di rischio specifica (strutturale e finanziaria)
- Discussione della finanziabilità del piano previdenziale (contributi, prestazioni, capacità di risanamento) con i portatori di rischio (= datore di lavoro e assicurati attivi)
- Analisi dell'attuale strategia d'investimento (e del budget di rischio) e della propria implementazione (e del suo monitoraggio indipendente)

© PPCmetrics AG

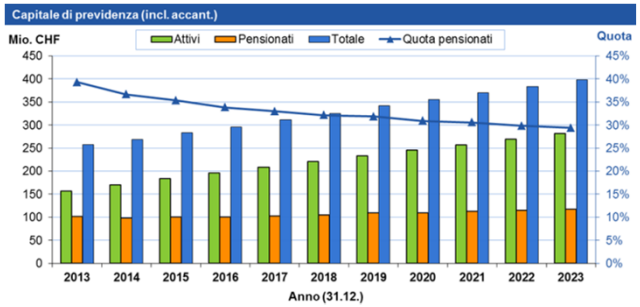
«Compiti» per i membri di Consigli di Fondazione (2)

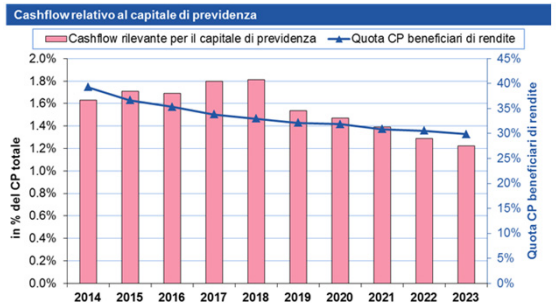
→ Analisi integrata e dinamica di attivi e passivi (studio ALM): Simulazioni evoluzione Grado di copertura (GdC), corresponsione capitale attivi, misure di risanamento, …

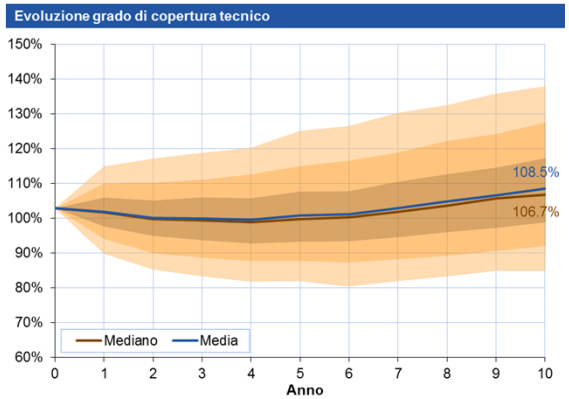
→ Un aumento del budget di rischio (Asset-Only) senza un'analisi di risk-management sul Grado di copertura (sia tecnico che economico) non è assolutamente consigliabile!

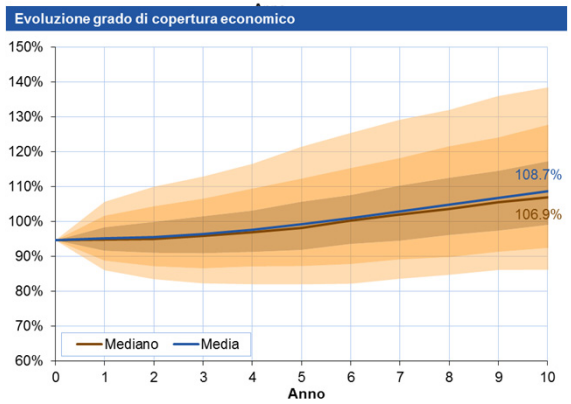
© PPCmetrics AG

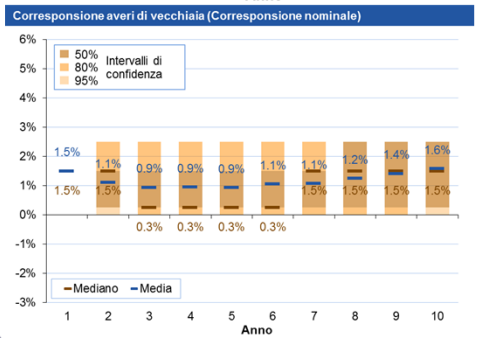
Esempio Analisi Asset / Liability

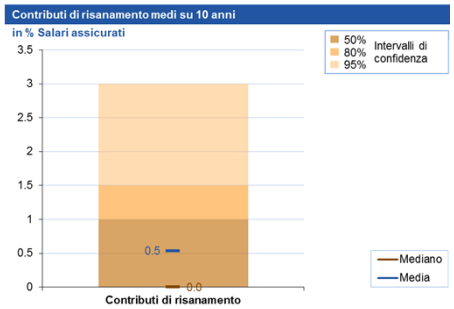












- Esempio A: analisi dinamica proiezione capitale di previdenza e cash flows (capacità di rischio strutturale)
- Esempio B: Simulazione evoluzione GdC tecnico e economico (in base a diversi budget di rischio) (capacità di rischio finanziaria)
- Esempio C: Simulazione corresponsione avere di vecchiaia e contributi di risanamento futuri (in base ad uno schema predefinito a dipendenza della situazione finanziaria della Cassa)

CENTRO
DI STUDI BANCARI
VILLA NEGRONI
ASSOCIAZIONE BANCARIA TICINESE

© PPCmetrics AG

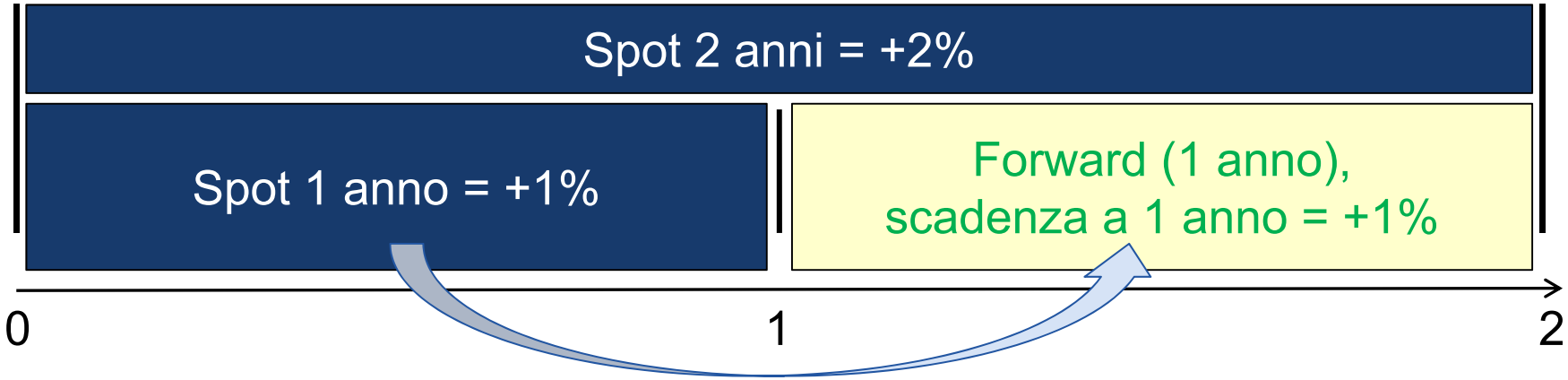
Allegati

- Curva dei tassi d'interesse: Spot vs forward
- Contatti PPCmetrics SA

© PPCmetrics AG

Duration long vs short (1)

Futuro: Dinamica tassi forward



Situazione di partenza (esempio semplificato)

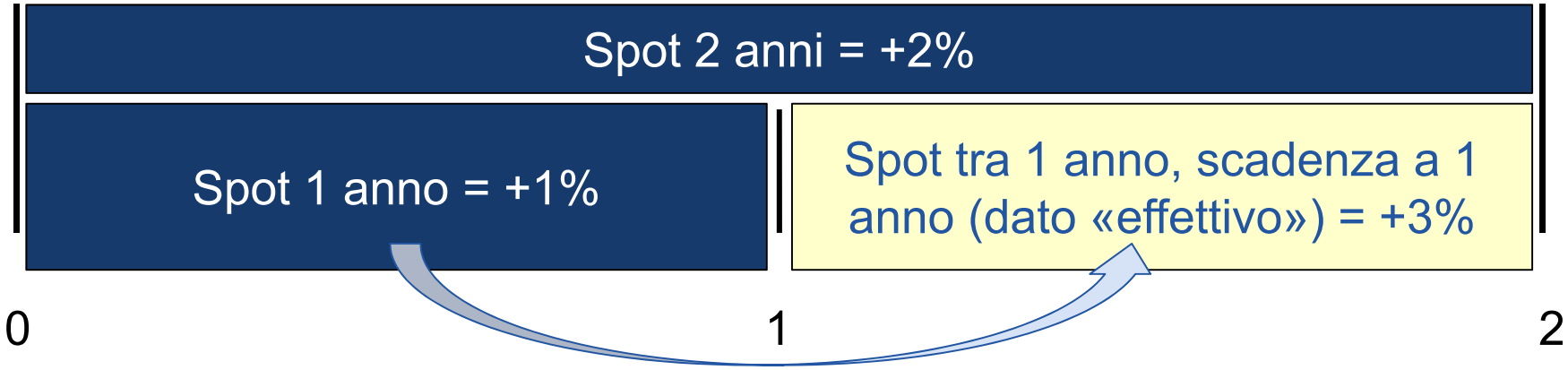
- Il tasso spot (osservato sul mercato oggi) con scadenza 2 anni è attualmente a +2%.
- Il tasso spot con scadenza 1 anno è attualmente a +1%.
- Ciò implica (ipotesi: no arbitrage) che il tasso forward, tra 1 anno, con scadenza a 1 anno (ciò significa con scadenza a 2 anni da oggi ma con capitale investibile solo tra di 1 anno) è pari a +1%.

→ No arbitrage (duration neutrale = benchmark): 2% (per due anni; spot; valore di mercato attuale) ≈ 1% (nel primo anno; spot valore di mercato attuale) +1% (nel secondo anno; forward; valore teorico futuro).

© PPCmetrics AG

Duration long vs short (2)

Futuro: Dinamica tassi forward (aumento)



Situazione di partenza (esempio semplificato)

Situazione tassi in aumento (tassi futuri > «previsioni» forward):

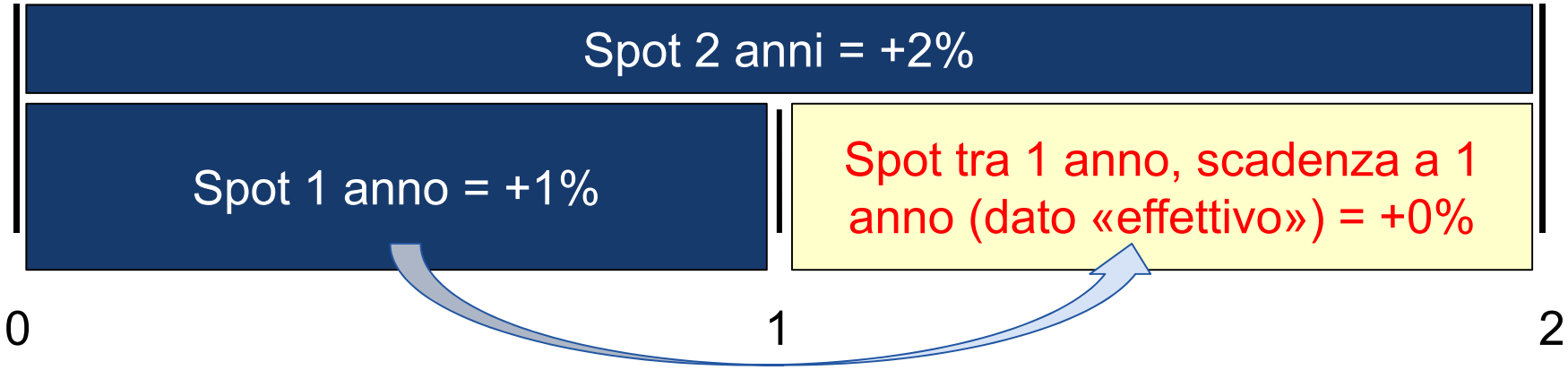
- Il tasso effettivo, tra 1 anno, con scadenza a 1 anno ammonta a +3% rispetto al +1% «predetto» dal forward. I tassi sono quindi aumentati in modo maggiore rispetto a quanto il mercato stava prezzando nei corsi dei titoli a reddito fisso.
- Posizionamento «duration short» vantaggioso, in quanto si può approfittare della nuova cedola, più alta.

→ Duration short: 2% (per due anni; spot; valore di mercato attuale) < 1% (nel primo anno; spot valore di mercato attuale) +3% (nel secondo anno; spot effettivo > «previsioni» forward).

© PPCmetrics AG

Duration long vs short (3)

Futuro: Dinamica tassi forward (diminuzione)



Situazione di partenza (esempio semplificato)

Situazione tassi in diminuzione (tassi futuri < «previsioni» forward):

- Il tasso effettivo, tra 1 anno, con scadenza a 1 anno ammonta a +0% rispetto al +1% «predetto» dal forward. I tassi sono quindi diminuiti rispetto a quanto il mercato stava prezzando nei corsi dei titoli a reddito fisso.
- Posizionamento «duration long» vantaggioso, in quanto non si può approfittare della nuova cedola, più bassa.

→ Duration long: 2% (per due anni; spot; valore di mercato attuale) > 1% (nel primo anno; spot valore di mercato attuale) + 0% (nel secondo anno; spot effettivo < «previsioni» forward).

© PPCmetrics AG

PPCmetrics SA

www.ppcmetrics.ch

- PPCmetrics è una società anonima Svizzera con sede a Zurigo. L'azienda è nata il 01.01.1998 dalla fusione tra PPC SA (fondata nel 1991) e Metrics SA (1996). Non vi sono società affiliate o controllate. Oltre alla sede principale localizzata a Zurigo, vi sono uffici a Nyon. L'azienda impiega più di 60 collaboratori esperti nel settore.
- Il capitale azionario viene controllato dai Partner PPCmetrics.
- Il core business PPCmetrics SA è sempre stato il servizio di consulenza finanziaria indipendente e priva di conflitti d'interesse per Clienti Istituzionali, in particolare Casse Pensioni, Fondazioni di Previdenza ed Enti Previdenziali, ma anche ad esempio Fondi Statali oppure Corporate-Treasury.
- I servizi principali forniti alla Clientela sono legati al Risk-Management (Asset / Liability), alla consulenza attuariale in funzione di perito assicurativo, alla selezione & Due Diligence di gestori patrimoniali (e prodotti finanziari), all'implementazione del portafoglio e all'Investment Controlling indipendente.
- Al momento la PPCmetrics funge da Investment Controller per più di 200 Clienti istituzionali svizzeri ed internazionali (Asset under Controlling > CHF 200 miliardi)

© PPCmetrics AG

Alfredo Fusetti (Partner PPCmetrics)

Alfredo Fusetti

Alfredo.Fusetti@ppcmetrics.ch

lic. oec. publ.

- Partner, PPCmetrics SA, membro del CdA
- Head of Research & Development in Performance Measurement and Investment Reporting
- Head deputy division Investment Consulting & Controlling
- Formazione: Università di Zurigo, Scienze economiche con focus econometria, ricerca empirica e finanza. Assistente e docente presso l'Istituto di Operations Research (IOR), l'Istituto di Ricerca Empirica (IEW) e l'Istituto di Statistica dell'Università di Zurigo (STS)
- Docente presso l'Università di Zurigo („*Mathematik für Ökonomen*" e „*Asset Allocation & Alternative Investments*") e l'Università della Svizzera Italiana („*Pension Funds Finance*"); Guest lecture all'Università Roma La Sapienza („*Risk Management for Pension Funds*")

© PPCmetrics AG

Disclaimer

La presente documentazione ha esclusivo scopo didattico. È vietata la riproduzione delle informazioni in essa contenute e la distribuzione, in qualsiasi forma e con qualsiasi strumento, senza un'espressa autorizzazione.

© PPCmetrics AG