

Can Modeling Help Deal with the Pension Funding Crisis?

Workshop CeRP

L'Operatività dei Fondi Pensione:
Scelte dei Partecipanti e Scelte dei Gestori

30 Maggio 2005
Moncalieri

Ing. Sergio Focardi, Partner
The Intertek Group

Oggetto del rapporto

- Problema esaminato: gestione dei fondi di pensione privati DB
- Eseguito in collaborazione con il Professor F.J. Fabozzi dell'Università di Yale
- Metodologia: interviste ed analisi della letteratura
- Tra gli intervistati: 28 fondi di pensione responsabili della gestione di €334bn
- Intervistati inoltre: organi di sorveglianza, consulenti, accademici

Sistemi pensionistici esplorati

- Paesi Bassi: 7 fondi, media gestita €15bn
- Svizzera: 5 fondi, media gestita €7.3bn
- Gran Bretagna: 6 fondi, media gestita €11bn
- Stati Uniti: 10 fondi, media gestita €12.3bn

Underfunding nel settore privato: dimensione del problema

- USA: \$450bn (PBGC) = 4.5% GNP
- GB: €87bn (aziende industriali solo, CBI)
- Svizzera: praticamente zero
- Paesi Bassi: praticamente zero

Cause comuni dell'underfunding

- Crollo dei mercati nel 2000 (\$200bn di perdita di valore attivi dei fondi delle sole società S&P 500)
- Contemporanea riduzione tassi di interesse che ha fatto rialzare le passività più che le attività

Cause dell'underfunding particolarmente acuto in GB ed USA

- Insufficienti contribuzioni in anni precedenti dovute a...
- Tassi di sconto (8%-9%) delle passività eccessivamente alti
- Ipotesi ottimistiche sui tassi di ritorno delle azioni (in alcuni casi basato sui rendimenti previsti degli hedge funds) e slegate dai portafogli
- Motivate dal desiderio degli sponsor di ridurre il carico contributivo
- Vigilanza poco attenta

Conseguenze

- Riconoscimento del rischio inerente alle pensioni
- Reazione degli organi di vigilanza, specialmente quello olandese
- Gestione dei rischi più vicina alla teoria del rischio assicurativo
- Liability benchmarking
- ALM come strumento di decisione e non solo come cosmetica

Liability benchmarking

- Gestire attività (assets) in funzione delle passività (liabilities) e non dei rendimenti
- Possono esserci situazioni in cui la ricerca del massimo ritorno porta alla massima liability (es se vi sono fattori comuni per cui alti rendimenti sono altamente correlati con alte liability)
- Ricerca correlazioni assets e liabilities
- Innovazione fondamentale che richiede strumenti adeguati,
- In particolare modelli capaci di valutare in modo congiunto le attività e le passività, le correlazioni ed i fattori comuni

Adozione del liability benchmarking

- Adozione liability benchmarking in Olanda (2/3 dei partecipanti hanno implementato o stanno pensando ad implementare LB)
- Motivo: mark-to-market di attività e passività e nuovo framework di vigilanza basato sulla gestione del rischio
- In Inghilterra e negli Stati Uniti, l'accento rimane sulla gestione in funzione dei rendimenti con la tacita ipotesi che nel lungo periodo le azioni offrono rendimenti più elevati delle obbligazioni
- Risultato: asset allocation rimane spostata verso l'azionario (tipico 70% attività nell'azionario)

Asset Liability Management (ALM) : che cosa intendiamo

- Consiste nel prevedere, periodo dopo periodo, le attività e passività ed...
- Ottimizzare le contribuzioni e...
- Ottimizzare la composizione del portafoglio in modo tale che le passività siano coperte

Asset Liability Management (ALM)

- ALM responsabile 95% rendimenti
- Aspettative: ALM sarà sempre più critico nell'ambiente attuale di bassi rendimenti

“ALM è lo strumento chiave per fornire al nostro boards of trustees informazioni quantitative. Consente di investigare l'impatto di varie politiche investimento, contribuzioni, indicizzazione e tassazione.” , Capo del Comitato Investimenti di un grande fondo olandese

Adozione di ALM

- Lo studio ha evidenziato un impiego crescente di ALM dopo il crollo dei mercati del 2000
- In Svizzera, UK e USA, ALM tipicamente eseguito da consulenti ogni 3-5 anni
- 1/3 dei partecipanti in questi paesi eseguono ALM in modo informale e qualitativo
- Tutti i partecipanti allo studio Olandese eseguono ALM computerizzato, con tendenza verso ALM annuale
- I grandi fondi olandesi stanno costruendo esperienza ALM in-house: considerano ALM troppo importante per lasciarlo ai consulenti

Implementazione delle tecniche ALM

- Basato su scenari (utilizzato da 60% dei partecipanti, incluso tutti gli olandese e la metà dei fondi USA)
- Scarsa penetrazione della programmazione stocastica multistadio (considerata difficile e delicata)
- Scarsa penetrazione dell'ottimizzazione (considerata difficile e delicata)

Processi decisionali

- Scarso uso di ottimizzazione : complicata, fragile e difficile da capire
- Largo impiego degli scenari : aiutano il management a ragionare (es: che cosa succede se i tassi hanno un'improvvisa impennata?)
- Scarso uso di ottimizzazione stocastica multistadio (fuori gli USA) : considerata fragile e difficile

Frattura tra modelli e processi decisionali

- Rimane comunque una frattura fra ALM e processi decisionali
- Nel senso che ALM è spesso usato in funzione di cosmetica di processi decisionali
- Eseguiti su altre basi (esigenze aziendali)
- Eccezione: Olanda, dove i risultati dei modelli sono largamente integrati nel processo decisionale

Un modello dal Paradiso?

(Financial Times, 18/5/05)

- I cuochi: francesi
- Gli amanti: italiani
- La polizia: inglese
- I meccanici: tedeschi.....
- Ed i gestori delle pensioni: olandesi

Caratteristiche sociali del modello Paesi Bassi emerso dallo studio

- Contribuzioni condivise da aziende e dipendenti per rafforzare il senso della proprietà
- Condivisione di responsabilità nel processo decisionale (rappresentazione 50/50 azienda/lavoratori nel board of trustees)
- Trasparenza della comunicazioni: le aziende devono dichiarare in bilancio attivi e passive dei fondi pensione (non vero in USA e UK) strategie di investimento e risultati per ogni classe di attivi
- Fiducia costruita risolvendo i problemi quando si presentano (David Spina paventa il crollo di fiducia conseguente alla delusione dei fondi DC)
- Consenso sociale

Caratteristiche “gestione” del modello Paesi Bassi

- Framework di vigilanza ben definito
- Limiti precisi sulle ipotesi relative ad attivi e tassi: valutazioni strettamente mark-to-market di attivi e passivi
- Supervisione adeguata basata su modelli
- Accento su ALM
- Approccio alla gestione del rischio basato su modelli su orizzonti temporali multipli
- Buffer di rischio

Ruolo dei modelli nei fondi olandesi

- Accumulazione di esperienze nella modellazione
- Familiarità con i modelli fa sì che i risultati dei modelli sono largamente integrati nel processo decisionale
- I modelli per il reporting sono gli stessi usati per la gestione
- Riconoscimento della necessità di costruire esperienza in-house sui modelli

L'agenda per i fondi pensione

- Valutazioni mark to market
- ALM
- Gestione del rischio
- Liability benchmarking

Valutazioni mark to market?

- Lo studio mette in evidenza che la crisi del funding negli USA e UK è dovuta a valutazioni di asset e liability staccate dalle dinamiche di mercato
- Un sistema pensionistico legato a dinamiche di mercato non può evitare mark to market
- Altrimenti si creano problemi del tipo "funding crisis"

ALM e gestione del rischio

Il modello olandese suggerisce:

- ALM
- Gestione del rischio
- Controllo della solvibilità di un fondo a breve e medio termine ed adeguamento delle contribuzioni

Liability benchmarking

- L'obiettivo di un sistema pensionistico, sia esso DB o DC è pagare una pensione che consenta di vivere nelle fasi non produttive della vita
- Implicitamente questo fatto crea delle liability
- Le liability hanno una loro dinamica, dovuta a fenomeni quali l'inflazione, i tassi di interesse, le dinamiche salariali
- Le liability e non i rendimenti sono il benchmark fondamentale delle gestioni pensionistiche
- La ricerca dei rendimenti può portare all'incapacità di coprire le liability

Le competenze

- Il rapporto mette in evidenza la necessità di migliorare il processo decisionale
- Come abbiamo visto, la qualità del processo dipende – tra l'altro - della nostra capacità di modellare fenomeni economici e finanziari
- I Paesi Bassi costituiscono un modello interessante per il coinvolgimento collegiale di tutte le parti e per il ruolo di ALM, gestione del rischio e controllo del sistema e dei modelli
- Ciascuna parte è impegnata a garantire un adeguato livello di competenze