

MEFOP

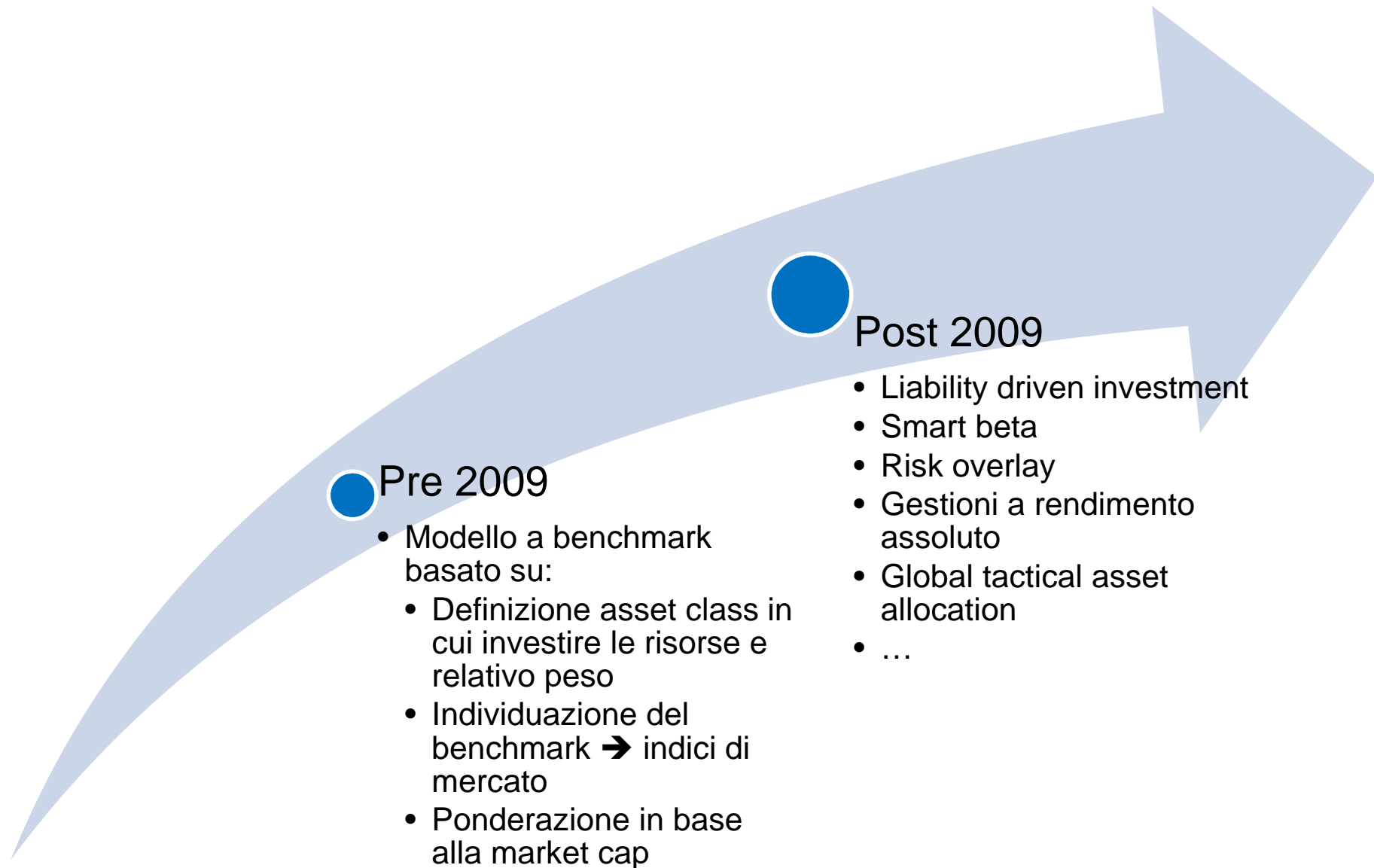
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

***Non solo benchmark:
le prospettive nei modelli gestionali***

Stefania Luzi

Mefop

Roma, 3 luglio 2013





Cosa è cambiato?

- **Avvio di una riflessione sull'effettiva natura previdenziale di un modello a benchmark in termini di:**
 - definizione dell'obiettivo di investimento
 - definizione dell'asset allocation strategica
 - controllo della gestione finanziaria
- **Passaggio da un modello di tipo «asset investing» a uno di tipo «liability matching»**

Un'inversione di prospettiva?

▪ **Gestione a benchmark**

- Obiettivo di investimento
 - Performance rispetto ad un indice di riferimento
- Asset Allocation
 - Determinata in funzione di un indice statico (regole di ribilanciamento)
- Risk management
 - Focalizzato su indicatori di rischio relativo

▪ **Gestione Ldi**

- Obiettivo di investimento
 - Gestione della “passività” implicita
- Asset Allocation
 - Evoluzione dinamica in funzione dei risultati, dell'obiettivo e del mercato
- Risk management
 - Misure di rischio coerenti con l'obiettivo (mancata compensazione del gap)

La quantificazione degli obiettivi del risparmio previdenziale

- **Come declinare la scelta del benchmark di riferimento anche in ottica LDI?**
 - Adozione di un benchmark di mercato
 - poco previdenziale, ma semplice da gestire
 - Adozione di un benchmark LDI
 - Molto previdenziale, ma più complesso da gestire
- **La scelta non è indipendente dall'articolazione della governance del fondo**

Cosa è cambiato?

- **Entra in crisi il modello bilanciato basato sul peso delle asset class**
 - Ineguale contributo al rischio da parte delle diverse classi di attivo
 - Progressivo passaggio da allocazioni basati sui pesi ad allocazioni basate sui rischi

Cosa è cambiato?

- **Entra in crisi anche il modello classico di costruzione del benchmark**
 - Sistema di ponderazione basato sulla capitalizzazione di borsa
 - Evidenza empirica mostra inefficienza dei benchmark market cap
 - Comportamento trend-following
 - Sovrappeso dei titoli sovra-prezzati; non rappresentativi del valore intrinseco del sottostante
 - Scarsa diversificazione
 - Individuazione di sistemi alternativi di selezione dei titoli e di ponderazione mirati a costruire benchmark maggiormente efficienti



Cosa è cambiato?

- **Ricca offerta di benchmark «smart beta»**
 - Minimum variance, maximum diversification, indici fondamentali, indici equiponderati,...
- **Quali gli aspetti problematici?**
 - Rischio di selezione del modello → La scelta di un modello di selezione dei titoli e di ponderazione equivale a scegliere un modello di costruzione di portafoglio → esposizione a specifici fattori di rischio (size, value,...)

Schemi di ponderazione a confronto: i rendimenti conseguiti



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Subperiod	S&P 500 Equal Weight Index	MSCI USA Minimum Volatility Index	FTSE EDHEC Risk Efficient U.S. Index	FTSE RAFI U.S. 1000 Index	Winning Index—Losing Index
2003 (Jan–Jun)	4.27%	–4.72%	2.46%	0.98%	8.99%
2003 (Jul–Dec)	6.15%	–2.93%	3.46%	3.64%	9.09%
2004 (Jan–Jun)	2.86%	0.05%	3.28%	0.70%	3.24%
2004 (Jul–Dec)	2.76%	2.64%	3.18%	2.91%	0.54%
2005 (Jan–Jun)	0.84%	4.58%	3.95%	1.63%	3.74%
2005 (Jul–Dec)	2.26%	–3.85%	2.04%	–0.49%	6.11%
2006 (Jan–Jun)	1.33%	–0.70%	0.82%	2.84%	3.54%
2006 (Jul–Dec)	–1.44%	–2.54%	–2.30%	0.65%	3.18%
2007 (Jan–Jun)	1.91%	–1.63%	2.06%	1.20%	3.68%
2007 (Jul–Dec)	–5.69%	1.51%	–3.31%	–3.44%	7.20%
2008 (Jan–Jun)	1.67%	0.38%	1.46%	–3.40%	5.07%
2008 (Jul–Dec)	–4.53%	10.10%	–2.40%	–0.70%	14.63%
2009 (Jan–Jun)	11.17%	–4.10%	7.58%	7.22%	15.27%
2009 (Jul–Dec)	7.30%	–3.75%	6.96%	7.22%	11.06%
2010 (Jan–Jun)	3.68%	1.67%	3.73%	3.00%	2.06%
2010 (Jul–Dec)	2.00%	–2.06%	2.26%	0.81%	4.33%
2011 (Jan–Jun)	2.10%	4.01%	3.39%	0.05%	3.96%
2011 (Jul–Dec)	–4.17%	6.36%	–2.32%	–2.06%	10.53%

Notes: The exhibit shows the excess return over the cap-weighted index (S&P 500 Index) of the S&P 500 Equal Weight Index, the MSCI USA Minimum Volatility Index, the FTSE EDHEC Risk Efficient U.S. Index, and the FTSE RAFI U.S. 1000 Index computed over 16 half-year subperiods. For each subperiod, the highest and lowest excess returns across the strategies are highlighted in bold black and bold grey, respectively, and the difference between the best- and worst-performing indices are reported in the last column. Weekly return data from January 3, 2003, to December 30, 2011, are used for the analysis.

Fonte: Amenc, Goltz, Lodh and Martellini, Diversifying the Diversifiers and Tracking the Tracking Error: Outperforming Cap-Weighted Indices with Limited Risk of Underperformance, *The Journal of Portfolio Management*, volume 38 number 3, spring 2012

Schemi di ponderazione a confronto: i rendimenti conseguiti



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

- **Nessuna strategia ha sistematicamente overperformato le altre**
- **Tranne un caso, tutte le strategie hanno mostrato risultati positivi (rispetto allo schema market cap) con maggiore frequenza rispetto a quelli negativi**
- **Ciascuno schema di ponderazione si comporta «bene» in determinate condizioni di mercato**
- **Combinazione di diversi modelli al fine di diversificare il rischio di selezione del modello?**

Lo sviluppo delle gestioni smart beta in Europa



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Question	Europe
Percentage of respondents who use indices in their equity investments	91.4%
Percentage of respondents who are satisfied with their index investments in the area of equity	67.1%
Percentage of respondents who see significant problems with cap-weighted equity indices	67.7%
Percentage of respondents who have adopted any alternative weighting scheme in their equity investments	45.2%

Fonte: EDHEC-Risk European Index Survey 2011

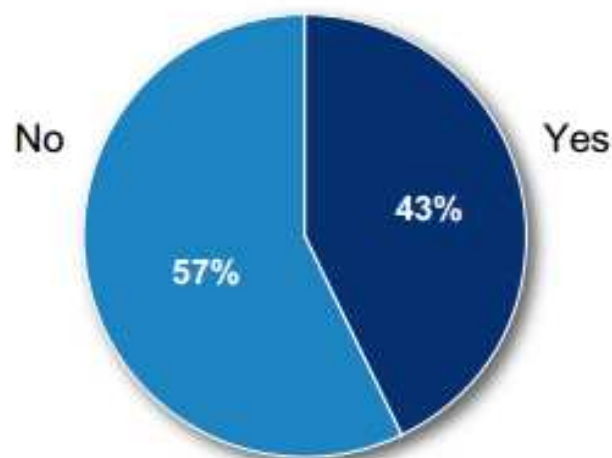
Note: L'indagine ha riguardato 104 investitori europei (fondi pensione, asset manager e compagnie di assicurazione) in rappresentanza di oltre la metà degli AUM degli investitori europei

Lo sviluppo delle gestioni smart beta in Europa e nel Nord America



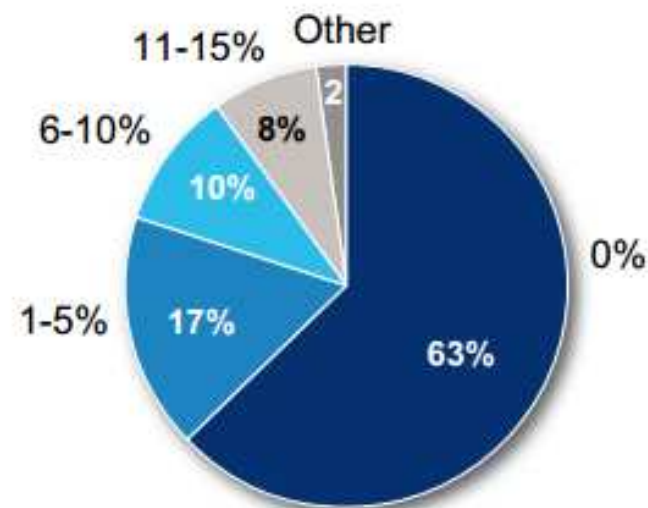
MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione

Do you consider moving (more of) your traditional passive investments to alternative indices solutions?



number of respondents : 52

Which percentage of your portfolio is allocated to smart indices?



number of respondents : 52

Fonte: bfinance, Pension Fund Asset Allocation Survey: Cautiously optimistic investors set to embrace smarter thinking and more risk, Dicembre 2012

Note: L'indagine ha riguardato 54 investitori europei e nord americani (fondi pensione, asset manager e compagnie di assicurazione, family office,...).

L'esperienza del NEST

- Il NEST è uno schema pensionistico a contribuzione definita costituito per iniziativa pubblica; a tale fondo possono aderire tutti i lavoratori (pubblici e privati) impiegati nel Regno Unito e non iscritti a un piano pensionistico considerato idoneo (cosiddetto qualifying pension scheme) con un età compresa tra 22 anni e l'età prevista per il pensionamento
- Adozione di un modello che contempla la presenza di due schemi: 50% market cap, 50% smart beta
- «...*when seeking the best outcome – when it comes to questions of choosing between one option or another, the answer is actually to have both.*» (How to aim for the impossible, IPE, september 2012)

I cambiamenti in atto nel sistema di previdenza complementare italiano

- **Già a partire dal 2009, nel rivedere l'asset allocation strategica, alcuni fondi hanno introdotto alcuni interessanti novità**
 - Risk / currency overlay
 - GTAA
 - Rendimento assoluto
 - Life cycle / data target
- **In base ai dati contenuti in Previ|DATA, il database su Fpc, Fpa e Pip costruito da Mefop, 1 solo Fp (negoziale) ha adottato indici non tradizionali (FTSE Italia RAFI)**

- **Non dobbiamo «buttare via» il modello a benchmark**
- **Piuttosto dovremmo prendere atto delle sue problematicità**
- **Per poi ripartire da queste al fine di reinterpretare il modello, valutando l'integrazione di altri approcci gestionali, con l'obiettivo di efficientare la gestione finanziaria**