

STUDIO ATTUARIALE VISINTIN &
ASSOCIATI - SAVA SRL

LUGLIO 2023

White Paper

IORP II

Il rischio di tasso d'interesse
nei Fondi Pensione

STEFANO VISINTIN

ANDREA TAMARO

LUCA MAIO

Introduzione

Tra i principali rischi associati ai Fondi Pensione vi è il rischio di mercato, che rappresenta una “macro-classe” di rischi strettamente legati alla gestione degli investimenti e delle passività del Fondo. Il rischio di mercato, in questo contesto, può essere inteso come il rischio legato alla dipendenza del valore delle quote del Fondo all’andamento dei mercati finanziari: le fluttuazioni dei prezzi degli strumenti finanziari detenuti possono infatti influenzare negativamente il valore (prospettico) della prestazione pensionistica per i Fondi a contribuzione definita o l’equilibrio tecnico del Fondo, in caso di prestazione definita.

Una gestione attenta, proattiva e anticiclica del rischio di mercato è dunque uno degli obiettivi fondamentali per i Fondi Pensione, sia per il ruolo cruciale all’interno dei mercati finanziari, essendo tra i principali investitori istituzionali, sia per il ruolo sociale nei confronti della collettività, in quanto fornitore di prestazioni previdenziali.

È doveroso ricordare che in funzione della struttura del Fondo Pensione, il rischio di mercato nelle fasi di accumulo contributivo e di erogazione delle rendite è detenuto dagli aderenti, dal Fondo o dalle Compagnie di assicurazione a cui è esternalizzata la gestione del Fondo con polizze assicurative, secondo lo schema rappresentato nella seguente tabella.

	Fase di accumulo contributivo	Fase di erogazione rendite
Fondo a contribuzione definita – pagamento rendite mediante stipula polizze assicurative	1A. Rischio di mercato sopportato da iscritti e beneficiari	1B. Rischio di mercato sopportato dalla Compagnia di assicurazione
Fondo a contribuzione definita – pagamento rendite gestito dal Fondo	2A. Rischio di mercato sopportato da iscritti e beneficiari	2B. Rischio di mercato sopportato dal Fondo
Fondo a prestazione definita con pagamento rendite gestito dal Fondo	3. Rischio di mercato sopportato dal Fondo	

Tabella 1: soggetti che sopportano il rischio di mercato nelle varie fasi (accumulo / erogazione) in funzione della struttura organizzativa

In questo documento verrà trattato uno dei rischi di mercato a cui i Fondi Pensione sono maggiormente esposti ovvero il rischio derivante dalle fluttuazioni dei tassi di interesse. Infatti, date le caratteristiche delle passività (in particolare l’elevata duration) e degli investimenti a copertura (buona parte obbligazionari) è sicuramente uno dei principali rischi di mercato.

L’impatto sulle attività e passività del Fondo

Qualora il rischio di mercato venga sopportato dal Fondo (vedasi tabella 1), una fluttuazione dei tassi d’interesse può impattare significativamente sia le attività che le passività del Fondo.

In particolare, nei Fondi a prestazione definita, l’equilibrio tecnico è definito sulla base del valore attuale degli impegni previdenziali del Fondo. Un abbassamento dei tassi comporta un aumento in valore attuale dei contributi e delle prestazioni pensionistiche. Complessivamente, data la duration maggiore delle prestazioni future rispetto ai contributi, un abbassamento dei tassi comporta un aumento del valore attuale delle prestazioni, impattando negativamente sull’equilibrio del Fondo.

Relativamente ai Fondi a contribuzione definita, una riduzione dei tassi di interesse impatterebbe sull'equilibrio del Fondo nel caso 2B della tabella 1. Nella situazione 2B., infatti, un abbassamento dei tassi porta ad un incremento del valore attuale degli impegni pensionistici detenuti, peggiorando, in relazione alle passività, la situazione di equilibrio del Fondo.

La variazione dei tassi d'interesse, inoltre, impatta significativamente anche sugli investimenti del Fondo, in quanto detentore di diversi asset interest-sensitive. A titolo esemplificativo, per i titoli obbligazionari a tasso fisso, un rialzo dei tassi di interesse comporta una riduzione del valore di mercato, coerentemente con la durata del titolo. Al contempo, il reinvestimento della liquidità beneficerà di rendimenti più alti.

In funzione della struttura organizzativa del Fondo, una riduzione del valore di mercato degli investimenti impatterà sull'equilibrio del Fondo (se a prestazione definita) o sull'ammontare della prestazione pensionistica dell'aderente (se a contribuzione definita).

Come misurare il rischio di tasso d'interesse?

Per quanto riguarda le passività del Fondo, uno dei metodi più utilizzati per monitorare l'esposizione delle passività al rischio di tasso d'interesse è l'analisi di sensitività sui movimenti (upward e downward) del tasso di interesse. Inoltre, di fondamentale importanza è anche il calcolo della duration e della modified duration delle passività ed il confronto con quella degli attivi a copertura degli obblighi verso i beneficiari (duration gap). Infatti, la volatilità del valore di uno strumento finanziario al variare dei rendimenti di mercato è proporzionale alla duration dello stesso: tanto maggiore è la duration e **tanto maggiore è la variazione percentuale del valore**, data una certa variazione nel tasso di rendimento.

Un'accurata analisi del *duration gap* (inteso come la differenza tra la duration degli attivi e dei passivi) fornisce un'indicazione dell'esposizione del Fondo al rischio di tasso: un gap positivo rappresenta una situazione in cui il valore degli attivi decresce in maniera maggiore del valore dei passivi in conseguenza di un aumento dei tassi (causando una riduzione del *surplus*, inteso come la differenza tra il valore degli attivi e dei passivi), mentre un gap negativo indica una esposizione del Fondo a movimenti downwards del tasso d'interesse.

Come mitigare il rischio di tasso d'interesse?

Come è dunque intuibile, al fine di mitigare adeguatamente il rischio derivante dai movimenti del tasso d'interesse è fondamentale cercare di ridurre il duration gap, operando opportune strategie di Asset Liability Management. Essendo la struttura delle passività del Fondo un elemento indipendente, gli approcci di ALM più diffusi sul mercato sono approcci Liability Driven: sulla base degli obblighi previdenziali del Fondo viene identificata l'Asset Allocation più adatta a limitare il rischio, sia esso in capo al Fondo o all'aderente.

Resta inoltre molto importante applicare la cosiddetta "gestione attiva" del portafoglio d'investimento del Fondo, che consiste nell'apportare regolarmente modifiche al portafoglio in base alle previsioni sulle fluttuazioni delle passività prospettiche e dei tassi d'interesse. Per quanto riguarda i tassi, ad esempio, in un contesto macroeconomico come quello odierno (tassi e volatilità molto alti), una corretta modifica del portafoglio permette di sfruttare le peculiarità del mercato.

Un'ulteriore azione di hedging contro il rischio di tasso d'interesse può essere rappresentata dall'investimento in strumenti finanziari derivati, al fine di proteggere gli asset particolarmente interest-sensitive (per esempio obbligazioni a tasso fisso di lunga duration) dai movimenti della curva dei tassi. Tuttavia, come ci mostra la recente crisi di liquidità dei Fondi a prestazione definita in Inghilterra, tale strategia deve essere ben ponderata, valutando adeguatamente la relazione tra i rischi di mercato, di liquidità e di reinvestimento.

Conclusioni

Il rischio di tasso è sicuramente tra i rischi di mercato più impattanti per i Fondi e gli aderenti, in quanto (data la lunga duration delle passività) anche piccole oscillazioni della curva dei tassi impattano sensibilmente sugli equilibri del Fondo e sulle prestazioni future degli aderenti. Risulta dunque di fondamentale importanza rappresentare e quantificare al meglio l'esposizione ai movimenti dei tassi, tramite per esempio l'utilizzo di metriche come la modified duration, il duration gap e le analisi di sensitività. Per la gestione efficiente del rischio possono essere applicate (e combinate) diverse strategie d'investimento come l'Asset Liability Management, la gestione attiva del portafoglio d'investimento o anche l'utilizzo di strumenti finanziari derivati. I rendimenti dei Fondi italiani nell'anno 2022, in questo senso, hanno evidenziato come una forte variazione dei tassi d'interesse possa impattare sui portafogli e sulle prestazioni, rendendo particolarmente attuale il problema della gestione e della mitigazione del rischio di tasso per la sostenibilità / stabilità dei piani pensionistici, indipendentemente dalla struttura di gestione.

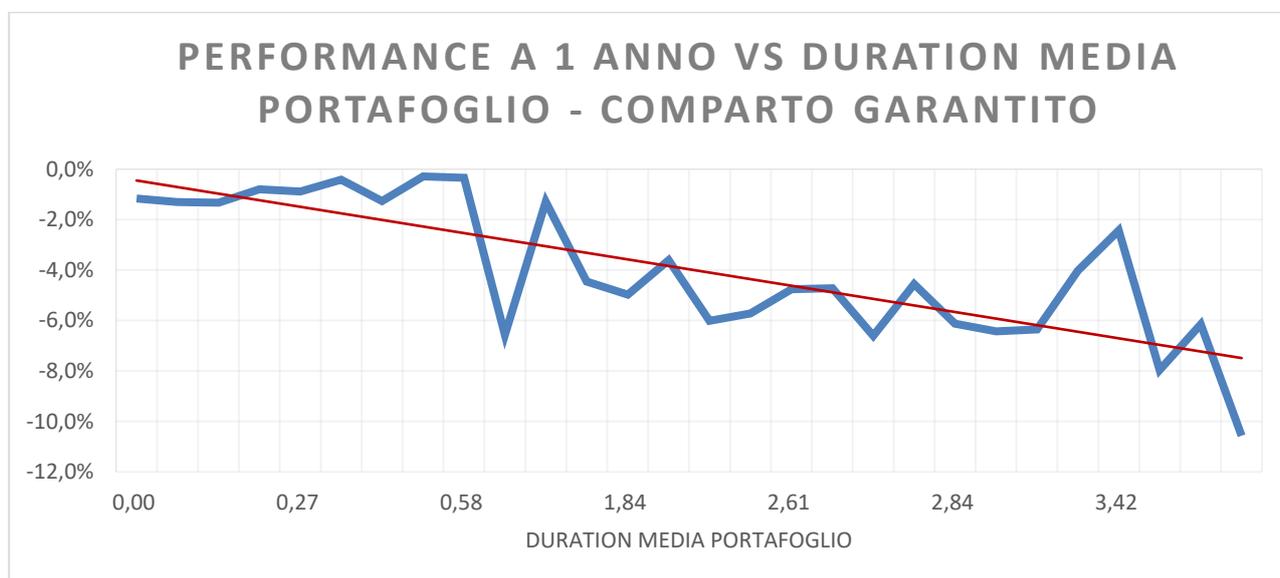
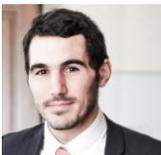


Figura 1: Rendimenti annuali (al 31/12/2022) dei comparti garantiti dei Fondi Pensione in Italia in relazione alla duration media dei portafogli (fonte: rielaborazione dati dalle Note informative dei Fondi Pensione negoziali italiani).

*Per ulteriori informazioni riguardo la gestione del rischio nei Fondi
Pensione*



Luca Maio
Junior Actuary
maio@studio-visintin.it



Andrea Tamaro
Senior Actuary
tamaro@studio-visintin.it



Stefano Visintin
Senior manager
stefano@studio-visintin.it

STUDIO ATTUARIALE

Visintin & Associati



Trieste sede Legale e Operativa

Via San Lazzaro, 2
34122 Trieste
Telefono +39 040 36.17.03
Fax +39 040 37.20.432

Milano sede Operativa

Via Monferrato, 1
20144 Milano
Telefono e Fax +39 02 76.31.70.40

Email: attuari@studio-visintin.it