

Alla prova pratica si dimostra poco efficace il meccanismo anticiclico previsto dalla normativa di Solvency II per contenere gli effetti indesiderati dei saliscendi dei mercati

Limiti e segreti del Volatility Adjustment

di Stefano Carlino (*)

ha un'efficacia limitata e un andamento molto discontinuo. Il volatility adjustment è il meccanismo nato per ridurre gli effetti della volatilità dei mercati, ed in particolare quella relativa ai prezzi dei titoli sovrani, sul Solvency Ratio delle imprese di assicurazioni. Nella realtà dei fatti, e soprattutto nell'attuale contesto di allargamento del differenziale tra Btp e Bund, sta però mostrando effetti che inducono perplessità da parte degli operatori circa la sua effettiva efficacia. Vediamo di capire come funziona il Volatility Adjustment e cosa si può fare, intanto, per comprenderne le dinamiche ed, in qualche misura, anticiparne gli effetti. Innanzitutto ricordiamone la finalità: come noto Solvency II prevede che il valore degli own funds dell'Impresa discenda, in prima approssimazione, dalla differenza tra il fair value degli

attivi e quello dei passivi dell'impresa.

Mentre per gli attivi il fair value è semplicemente misurabile, perlomeno per tutti i titoli quotati mediante l'utilizzo dei prezzi di mercato, per i passivi l'Impresa deve provvedere all'attualizzazione delle proprie passività in base ad un determinato tasso di riferimento.

In particolare, in prima approssimazione, la normativa dispone che l'attualizzazione dei passivi avvenga secondo una curva di tassi free risk, aumentata di un certo spread detto, appunto, Volatility Adjustment.

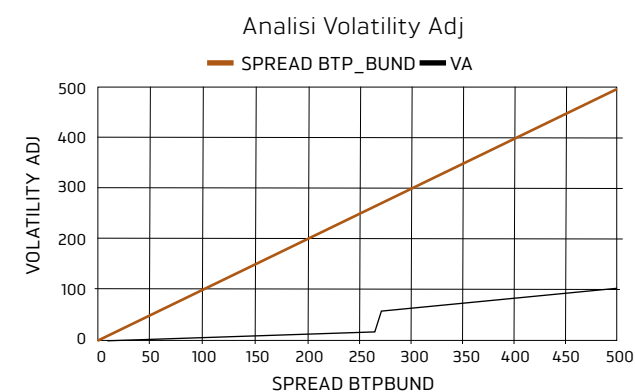
Tale spread ha, pertanto, la finalità di retrocedere alle passività una parte delle variazioni del fair value delle attività.

Il meccanismo di calcolo del Volatility Adjustment è tale per cui la retrocessione avviene nella misura del 65% della differenza,

detta Currency Spread, tra il tasso di rendimento espresso da un portafoglio investimenti considerato come benchmark delle imprese europee soggette alla regolamentazione Solvency, ed il medesimo portafoglio con rendimento al tasso del free risk. Inoltre, per tenere conto dei differenti andamenti che lo spread di ciascun Paese può avere rispetto a quello della media dei paesi europei, è consentito incrementare il Volatility Adjustment di una ulteriore componente, anche in tal caso considerata al 65%, detta Country Spread, che misura, con analogia metodologica, la differenza tra il tasso di rendimento espresso dal portafoglio investimenti considerato come benchmark per le imprese di un singolo Paese, rispetto al doppio del tasso di rendimento espresso dal portafoglio investimenti considerato come benchmark per il calcolo del Currency Spread.

Il Country spread verrà tuttavia considerato solo se esso è maggiore di 100 bp e maggiore del doppio del Currency Spread.

Ciò premesso, abbiamo provato a ricostruire, sulla base dei dati pubblicati sino ad oggi, l'andamento del Volatility Adjustment espresso in funzione dell'andamento dello Spread BTP - Bund.



Come si può notare, l'andamento del Volatility Adjustment presenta una discontinuità in prossimità di un livello dello Spread tra i 265 ed i 270 bp. Sotto tali livelli il Volatility Adjustment ha un andamento quasi piatto. Sopra tali livelli il Volatility Adjustment cresce in rapporto di circa 1 a 5. Per ogni 5 bp di aumento dello Spread BTP - Bund si ha un aumento del Volatility Adjustment di circa 1 bp.

E' opportuno sottolineare che tale funzione è stata costruita sulla base di ipotesi di mix dei portafogli sottostanti e di andamenti degli spread del comparto corporate e degli altri gover-

nativi europei non dissimili da quelli espressi dal mercato negli ultimi sei mesi.

Quali sono gli aspetti che generano le maggiori perplessità nel calcolo del Volatility Adjustment? Il Volatility Adjustment presenta un andamento la cui efficacia dipende dal livello dello Spread BTP - Bund, ma in modo poco lineare, rispetto alle dinamiche del mercato.

Infatti la massima efficacia si manifesta nell'area 275 - 300 bp di Spread, come ad esempio accaduto alla fine del mese di agosto. Bastano pochi bp di differenza in meno, come avvenuto invece alla fine del mese di settembre, per ridurne significativamente gli effetti.

Paradossalmente le Imprese si sarebbero trovate a mostrare, a invarianza di altre condizioni, un Solvency Ratio migliore a fine agosto, rispetto alla fine del mese di settembre, pur con tassi di mercato di fine agosto peggiori di quelli di fine settembre.

Un altro aspetto che aumenta le incertezze per gli operatori è il fatto che il criterio di calcolo consideri lo spread dell'ultimo giorno di ogni mese, anziché, ad esempio, il dato medio del mese, con significativi impatti sul valore del Solvency Ratio legati ai prezzi di un solo giorno.

Infine meriterebbe un approfondimento il fatto che, essendo parametrato ai valori dei portafogli medi delle imprese del mercato, esso genera effetti sulla singola Impresa, a prescindere dalla composizione del portafoglio investimenti della stessa. Per assurdo un'impresa che non investisse in BTP potrebbe beneficiare del Volatility Adjustment al pari di un'Impresa che investisse la totalità del proprio portafoglio in BTP.

Questi sono, a nostro avviso, tutti elementi su cui potrebbe essere utile continuare a riflettere qualora si dovesse ragionare su di una modifica del suo criterio di calcolo.

Cosa possono fare le Imprese? Per prima cosa esse dovrebbero attrezzarsi, ove non lo avessero già fatto, con tool di stima del parametro, in modo da essere in grado di computarne in via previsionale gli effetti negli algoritmi di Solvency. Inoltre, esse potrebbero valutare la possibilità di calibrare il proprio mix di portafoglio e la duration dello stesso, in modo anche da ottimizzare gli effetti stabilizzanti che il Volatility Adjustment si prefigge di generare

(*) Founding Partner di Carlino, Costanzo & associati