

Costruzione di portafogli di investimento previdenziale glidepath personalizzati per gli investitori in Europa

Authors: Lucas Baynes e Dimitris Korovilas, Ph.D.

Per molti investitori gli obiettivi finanziari di lungo termine più importanti sono di natura previdenziale. Disporre di sostanze per sostenere il proprio stile di vita negli anni in quiescenza o da lasciare in eredità, ai propri figli o ad altri, sono tra gli obiettivi di lungo termine più comuni nell'investimento del risparmio a fini previdenziali. Stabilità e regolarità del reddito, senza grandi fluttuazioni, tendono inoltre ad essere prioritari per la tranquillità di vita delle persone anche negli anni in cui si è in pensione.

Soddisfare questi obiettivi richiede un piano di investimento ben concepito, che molti investitori non hanno tempo o interesse a elaborare, stando alle ricerche di Vanguard e ad altri studi¹. Da qui nasce l'esigenza di una soluzione che semplifichi loro la vita con un processo di investimento che realizzi l'asset allocation più appropriata in ogni momento del percorso attraverso una variazione progressiva del mix di attivi nel tempo, quello che in gergo prende il nome di *glidepath*. Un portafoglio glidepath con una asset allocation legata all'età dell'investitore e finalizzata a obiettivi previdenziali offre agli investitori una soluzione semplice e convincente.

In questo documento, condividiamo le conoscenze di Vanguard nella costruzione di portafogli glidepath per assistere i consulenti nello sviluppo di questo tipo di portafogli personalizzati per i clienti. Illustreremo uno dei pilastri alla base dei glidepath, ossia la teoria del capitale umano, e come incida sull'approccio di Vanguard alla costruzione di questi portafogli, le ragioni per cui possono essere opportuni differenti glidepath nei diversi paesi, segnatamente l'Italia e la Germania, e concluderemo presentando i benefici che la personalizzazione dei glidepath può offrire.

Teoria del capitale umano: un pilastro alla base dei glidepath

Tradizionalmente, per investire con successo anche a fini previdenziali, occorre ripartire l'allocation del risparmio tra diverse asset class che offrano crescita (ad esempio l'azionario) e stabilità (ad esempio l'obbligazionario). Secondo la teoria del capitale umano, il mix di attivi deve evolvere nel tempo a mano a mano che ci si avvicina all'età di pensionamento, al suo raggiungimento e anche oltre².

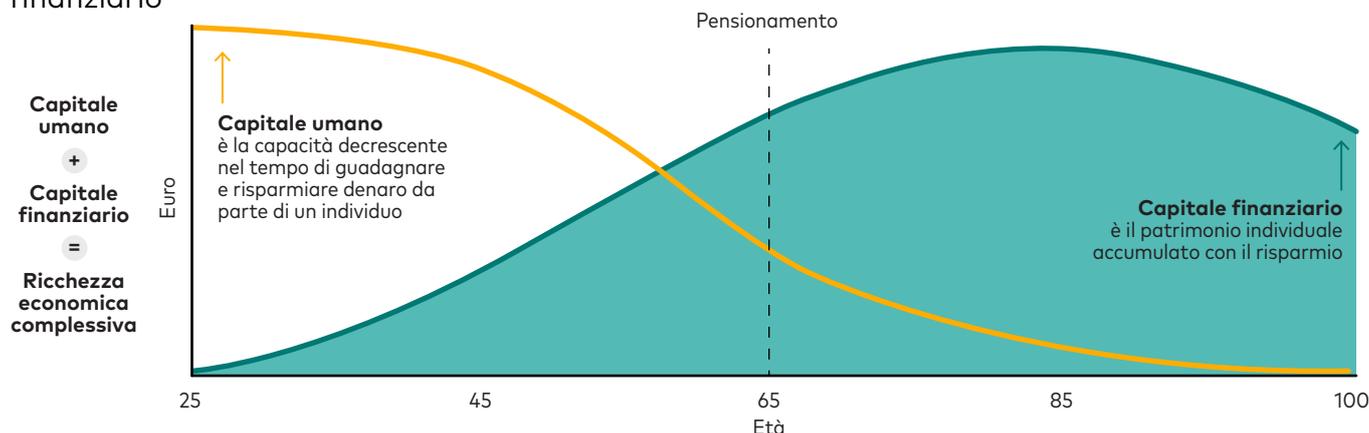
Va considerato infatti che gran parte del patrimonio di un investitore di giovane età è di solito costituito da *capitale umano*, in altre parole, dal suo potenziale di generazione di reddito futuro. In un tipico percorso di carriera, la retribuzione di un individuo aumenta nel tempo e consente di risparmiare per la pensione. Il capitale umano può dunque essere visto come un attivo sicuro, assimilabile a un'obbligazione, che produce flussi reddituali per l'investitore. Viceversa, l'investitore in giovane età di solito dispone relativamente di poco *capitale finanziario* in quanto non ha ancora percepito quel reddito futuro. La predominanza di capitale umano (assimilabile

a un'obbligazione) rispetto al capitale finanziario in età giovanile implica che gli investitori in quella fase di vita possono permettersi di assumere maggiore rischio nell'investire i propri risparmi, tipicamente attraverso un'allocazione più cospicua in azionario.

Sempre secondo la teoria del capitale umano, man mano che l'investitore va avanti negli anni e riceve i propri guadagni, trasformando il capitale umano in capitale finanziario, il potenziale di generazione di reddito

futuro si riduce, e quella riduzione di capitale umano va compensata aumentando l'allocazione in attivi stabili, come le obbligazioni. In altri termini, l'allocazione azionaria diminuisce nel tempo. In una strategia glidepath, dall'inizio alla fine del percorso di investimento, l'esposizione complessiva al rischio resta grosso modo costante ma, se vista attraverso la lente del capitale finanziario, l'esposizione al rischio sembra decrescere in ragione della riduzione dell'allocazione azionaria nel tempo. La **Figura 1**³ illustra graficamente la *teoria del capitale umano*.

Figura 1. La ricchezza economica complessiva è data dalla somma di capitale umano e capitale finanziario



Fonte: Vanguard.

È importante osservare che senza considerare una serie di ipotesi e caveat, la teoria del capitale umano di per sé non indica con quale velocità o in che proporzione vada ridotta l'esposizione azionaria dell'investitore nel corso della sua vita. Questo in definitiva dipenderà dall'atteggiamento dell'investitore nei confronti del rischio e dalle sue circostanze individuali nonché da altri aspetti specifici del Paese quali il livello delle prestazioni previdenziali ed eventuali restrizioni normative. Gli studi di Vanguard tuttavia indicano che gli investitori tipicamente stanno finanziariamente meglio se mantengono un certo livello di esposizione azionaria per l'intera durata del percorso di investimento, compreso quando sono già in pensione, in quanto l'esposizione azionaria aumenta le probabilità di riuscire a finanziare il tenore di vita dell'investitore e di disporre anche di ragionevoli somme da lasciare in eredità.⁴

Il quadro di riferimento di Vanguard per la costruzione dei glidepath

Per assistere i consulenti nella costruzione di portafogli glidepath tagliati su misura per l'investitore, in questo capitolo esaminiamo il processo in quattro fasi di Vanguard per la costruzione dei glidepath. Si tratta di un processo concepito per gestire gli aspetti complessi e interconnessi che vanno considerati nella pianificazione dell'investimento a fini previdenziali, tra cui il tasso di risparmio, il livello di spesa e l'asset allocation. Il processo valuta i differenti obiettivi, rischi e risorse che possono condurre alle diverse asset allocation e strategie di spesa.

Il processo in quattro fasi di Vanguard è illustrato in **Figura 2**.

Figura 2. Poiché gli investitori presentano obiettivi, propensioni al rischio e fonti di reddito differenti non c'è un'unica soluzione di investimento previdenziale che vada bene per tutti



Stabilire gli obiettivi

- Spese basilari di vita
- Riserva per imprevisti
- Spese voluttuarie
- Eredità da devolvere



Conoscere i rischi

- Salute
- Longevità
- Evento
- Mutamenti normativi e di imposte
- Incertezza del rendimento



Valutazione patrimoniale

- Prodotti a rendita vitalizia
- Pensione a benefici definiti
- Investimenti
- Livello di spesa
- Reddito da lavoro
- Proprietà immobiliari
- Assicurazioni



Sviluppare un piano per conseguire gli obiettivi e mitigare i rischi

- Piano previdenziale

Fonte: Vanguard.

La combinazione di tutti i vari fattori consente di determinare la strategia previdenziale ottimale, di cui la scelta del percorso di investimento è una parte cruciale. Per stabilire come dovrebbe essere il glidepath dello specifico investitore, Vanguard si serve di uno strumento quantitativo, il Vanguard Lifecycle Investing Model® (VLCM)⁵, il cui scopo principale è massimizzare l'utilità attesa della spesa e del patrimonio per la durata di vita. In altre parole, il VLCM valuta i trade-off tra la previsione di un più alto livello di spesa e di patrimonio disponibile, anche da lasciare in eredità, e l'incertezza di quel risultato in ragione del rischio di mercato. Il VLCM elabora una serie di input, valuta migliaia di percorsi potenziali e seleziona quello con più alta probabilità di conseguire il migliore risultato possibile per l'investitore, fornendo in tal modo un rigoroso modello per la costruzione del glidepath sulla base di specifici input demografici.

Il VLCM non solo valuta i trade-off tra rischio e rendimento, ma include anche considerazioni di finanza comportamentale in termini di avversione all'insufficienza del reddito (il timore dell'investitore di calo del reddito al di sotto di un determinato livello) e l'avversione alle perdite (la contrarietà dell'investitore rispetto alla volatilità del rendimento anche se non incide sul risultato di lungo termine). Soprattutto, il glidepath viene selezionato per offrire il giusto equilibrio tra rischio e remunerazione dell'investimento; l'obiettivo non è mai quello di massimizzare il rendimento atteso senza considerare il rischio. Per ottenere successo nell'investimento con un portafoglio glidepath, una soluzione bilanciata può offrire all'investitore una più alta probabilità di conseguire i propri obiettivi previdenziali.

Come e perché le soluzioni glidepath per l'Europa possono differire rispetto a quelle per altre aree geografiche

In Europa, i portafogli glidepath sono particolarmente idonei per gli investitori che cercano una soluzione previdenziale integrativa rispetto alle prestazioni erogate dall'ente pubblico e dal fondo aziendale, in cui investire una quota dei risparmi. Dalle ricerche di Vanguard⁶ risulta che in Europa la pensione pubblica spesso copre una percentuale elevata del reddito da lavoro percepito prima del pensionamento, necessario per mantenere il tenore di vita negli anni in quiescenza. Ad esempio in Germania la pensione pubblica copre in media il 59% delle esigenze di spesa del pensionato, mentre in Italia ben il 91%. Entrambi i paesi presentano un tasso di copertura più favorevole rispetto al Regno Unito e agli Stati Uniti in cui tipicamente tale rapporto è compreso tra il 40% e il 50%. I consistenti importi erogati dalla previdenza pubblica in Europa fanno sì che sia necessario attingere in misura più contenuta ad altre fonti di reddito quali ad esempio i fondi pensione aziendali o portafogli di investimento.

Oltre ai generosi trattamenti della previdenza pubblica, il tasso di risparmio dei tedeschi e degli italiani è in media più elevato di quello di americani e inglesi. Le ricerche di Vanguard⁷ indicano che in media il tasso di risparmio degli italiani aumenta gradualmente con l'età sino ai 65 anni. In Germania, il tasso di risparmio è superiore al 15% del reddito annuo lordo per gran parte della

vita delle persone. Il tasso di risparmio è invece molto inferiore negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nell'ordine dell'8-12% del reddito annuo lordo. La combinazione dei consistenti importi erogati dalla pensione pubblica e del più alto tasso di risparmio, oltre all'ulteriore integrazione di eventuali trattamenti pensionistici di fondi aziendali, accresce notevolmente le probabilità di conseguire gli obiettivi previdenziali desiderati per gli investitori tedeschi e italiani. Pertanto i tedeschi e gli italiani che investono a fini previdenziali hanno una maggiore opportunità di mantenere una moderata allocazione in azionario anche dopo il pensionamento al fine non solo di mantenere il proprio tenore di vita in pensione ma anche di migliorarlo o lasciare un patrimonio più sostanzioso agli eredi.

Analisi di sensibilità e benefici della personalizzazione

Come menzionato, sono molteplici gli input che Vanguard considera per stabilire il percorso ottimale del glidepath dell'investitore. In generale, si possono classificare in quattro principali categorie:

- Obiettivi dell'investitore
- Preferenze di stampo razionale e comportamentale dell'investitore in termini di rischio
- Caratteristiche demografiche dell'investitore
- Proiezioni di rendimento delle asset class ottenute con il Vanguard Capital Markets Model® (VCMM)⁸

In questo capitolo, illustriamo come può cambiare la curva e il livello del glidepath ottimale sulla base delle diverse ipotesi assunte per gli input selezionati per ciascuna delle prime tre categorie e l'incidenza che possono avere le differenze tra un paese all'altro.

Per quantificare i benefici della personalizzazione del glidepath, Vanguard impiega il parametro del *certainty fee equivalent* (CFE). Il CFE è la commissione, espressa in punti base (pb), che un investitore sarebbe disposto a pagare per avere un glidepath personalizzato che si prevede offrirà loro risultati migliori rispetto a un glidepath generico. Valori più elevati di CFE indicano maggiore beneficio della personalizzazione per il glidepath. Come illustrato negli esempi che seguono, il VLCM può ottenere glidepath personalizzati con CFE positivo rispetto a un benchmark alternativo.

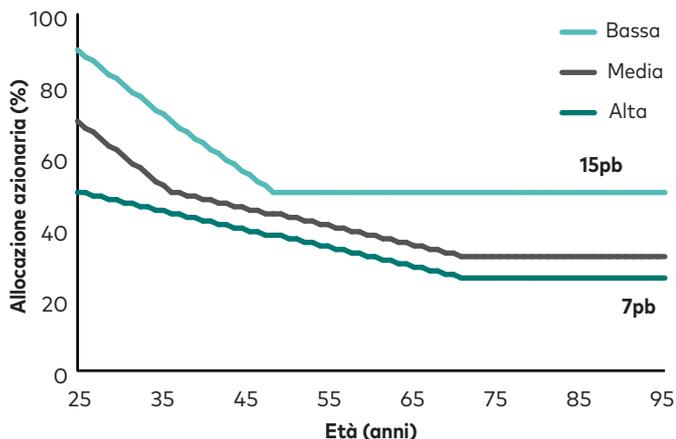
Il CFE è un'importante metrica da usare per il confronto fra glidepath in quanto quantifica il beneficio che il glidepath personalizzato è atteso offrire rispetto a un glidepath generico. Il glidepath personalizzato è costruito considerando input specifici del paese e ottiene risultati positivi dal punto di vista del CFE. Può essere difficile differenziare fra i glidepath considerando solamente il rischio e il rendimento atteso in quanto sono molteplici i trade-off che un investitore a fini previdenziali deve valutare, compreso l'orizzonte temporale d'investimento. Il CFE sintetizza tutte queste considerazioni in un dato unico riassuntivo di facile comprensione, espresso in punti base.

Sensibilità all'avversione al rischio

L'avversione al rischio può essere definita come avversione all'incertezza dei risultati. Un investitore con bassa avversione al rischio tollera più incertezza se mediamente i risultati finanziari previsti sono migliori. Viceversa, un investitore con elevata avversione al rischio mirerà a ridurre l'incertezza e sarà soddisfatto di risultati finanziari più modesti. Di conseguenza, se l'avversione al rischio dell'investitore aumenta, tipicamente si ridurrà il rischio (o il livello di esposizione azionaria) nel suo glidepath.

La **Figura 3** riporta gli esempi di tre differenti glidepath idonei per investitori con bassa, media e alta avversione al rischio. Come prevedibile, una maggiore avversione al rischio comporterà un portafoglio più conservativo. I punti base indicati nei riquadri indicano il CFE che l'investitore sarebbe disposto a pagare per passare a un diverso portafoglio rispetto a quello con media avversione al rischio. Nell'esempio riportato, l'investitore con alta avversione al rischio sarebbe disposto a pagare ben sette punti base su base annua per passare dal glidepath con un'avversione media al rischio al glidepath con elevata avversione al rischio in quanto per questo investitore il glidepath con avversione media al rischio sarebbe troppo rischioso.

Figura 3. Glidepath per tolleranze maggiori o minori al rischio



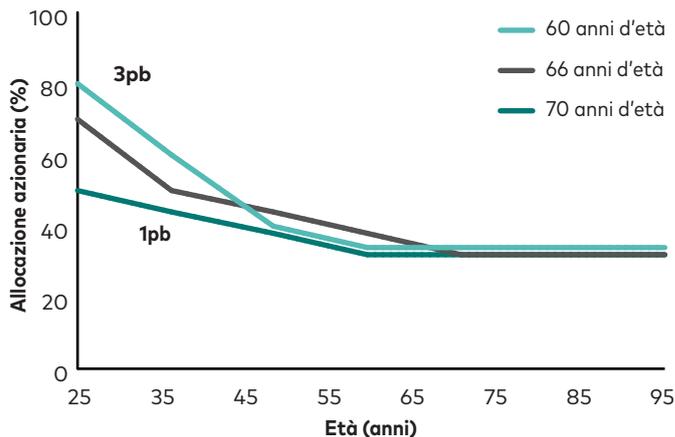
Note: i punti base indicati nei riquadri indicano il CFE per passare dal glidepath con avversione media al rischio a un portafoglio personalizzato che soddisfi la tolleranza al rischio dell'investitore. Ulteriori dettagli sulle ipotesi assunte dal modello sono riportati in appendice.

Fonte: Vanguard.

Sensibilità all'età di pensionamento

Un'importante considerazione nella costruzione di un glidepath finalizzato a contribuire a soddisfare l'obiettivo di spesa negli anni in pensione, è l'allineamento all'età di pensionamento dell'investitore. Chi va in pensione prima dovrà fare affidamento sul portafoglio di investimento per un numero maggiore di anni per finanziare le proprie esigenze di spesa. Chi invece va in pensione più tardi avrà più tempo per accumulare patrimonio finanziario. Il VLCM considera l'età di pensionamento come un input essenziale nella sua modellizzazione del comportamento dell'investitore e i glidepath ottimali possono essere imperniati su questo aspetto. Tipicamente, il glidepath ottimale per chi va in pensione prima avrà una maggiore componente di rischio nella fase di accumulo, mentre quello per chi va in pensione più tardi sarà più conservativo, come illustrato nella **Figura 4**.

Figura 4. Glidepath per chi va in pensione prima e dopo i 66 anni d'età



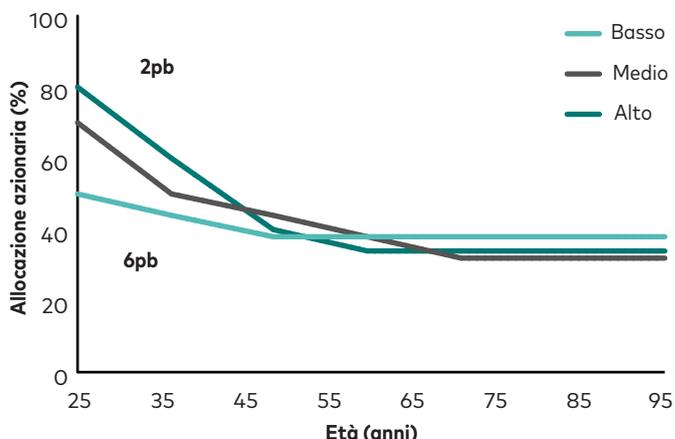
Note: i punti base indicati nei riquadri indicano il CFE per passare al glidepath personalizzato in base all'età di pensionamento rispetto al benchmark con età di pensionamento pari a 66 anni. In questo caso si osserva sovrapposizione dei glidepath nella parte finale in quanto l'asset allocation ottimale nella fase iniziale di accumulo ha effetti per l'asset allocation nella fase più avanzata del ciclo di vita.

Fonte: Vanguard.

Sensibilità al tasso di sostituzione

Determinare il livello di spesa dell'investitore è un passo fondamentale nella pianificazione di una strategia previdenziale di successo. La spesa negli anni in quiescenza può essere vista dalla prospettiva del tasso di sostituzione (ossia la percentuale del reddito da lavoro prima del pensionamento stimata necessaria per mantenere il tenore di vita negli anni in quiescenza). Come illustra la **Figura 5**, un livello inferiore di spesa (o un tasso di sostituzione target inferiore) comporta un glidepath più conservativo nella fase di accumulo in quanto l'investitore ha bisogno di ottenere un patrimonio meno elevato.

Figura 5. Glidepath per differenti livelli di spesa da sostenere in pensione



Note: i punti base indicati nei riquadri indicano il CFE per passare a un glidepath personalizzato rispetto al benchmark con tasso di sostituzione medio. Ulteriori dettagli sulle ipotesi assunte dal modello sono riportati in appendice.

Fonte: Vanguard.

Conclusioni

L'investimento del risparmio a fini previdenziali ha come principali obiettivi poter disporre di risorse economiche sufficienti a sostenere e mantenere il tenore di vita desiderato negli anni in quiescenza dal lavoro oltre a disporre di somme da lasciare eventualmente in eredità. Un portafoglio glidepath può assicurare che l'esposizione al rischio sia correttamente allineata all'età dell'investitore, in base della teoria del capitale umano, e la sua personalizzazione può migliorarne ulteriormente gli esiti.

In Italia e in Germania, aspetti specifici del Paese come il livello delle prestazioni della previdenza pubblica, possono incidere notevolmente sul glidepath appropriato per gli investitori che risparmiano a fini previdenziali, o per quelli che stanno entrando o sono già in pensionamento. In questo documento ci siamo focalizzati su tre principali input per il modello, ossia l'avversione al rischio, l'età di pensionamento e il tasso di sostituzione, per illustrare come cambia il tracciato del glidepath ottimale al variare di questi tre parametri nonché i benefici che la personalizzazione di questi portafogli è prevista apportare agli investitori.

Bibliografia e note

1. Young, Jean A., and Galina Young, 2018. *TDF Adoption in 2017*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group; and Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, and Andrew Metrick, 2006. Saving for Retirement on the Path of Least Resistance. *Behavioral Public Finance: Toward a New Agenda*. New York: Russell Sage Foundation, 304–51.
2. Bodie, Zvi, Robert C. Merton, and William F. Samuelson, 1992. Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 16(3): 427–44; and Gomes, Francisco J., and Laurence J. Kotlikoff, 2008. Optimal Life-Cycle Investing With Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds. *American Economic Review (Papers and Proceedings)* 98: 297–303.
3. Viceira, Luis M., 2001. Optimal Portfolio Choice for Long-Horizon Investors with Nontradable Labor Income. *Journal of Finance* 56: 433–70; and Cocco, João F., Francisco J. Gomes, and Pascal J. Maehout, 2005. Consumption and Portfolio Choice Over the Life Cycle. *Review of Financial Studies* 18: 491–533.
4. Daga, Ankul, CFA; Todd Schlanger CFA; Scott Donaldson CFP, CFA; Peter Westaway PhD, 'Vanguard's approach to target retirement funds in the UK', Vanguard Research, February 2016.
5. Aliaga-Díaz, Roger, Harshdeep Ahluwalia, Victor Zhu, Scott Donaldson, Ankul Daga, and David Pakula, 2021. *Vanguard's Life-Cycle Investing Model (VLCM): A General Portfolio Framework for Goals-Based Investing*, Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
6. Dati sui tassi di sostituzione di fonte House of Commons Library, 2023.
7. Dati sui tassi di risparmio di fonte Eurostat, 2023.
8. Il Vanguard Capital Markets Model® è uno strumento di simulazione finanziaria proprietario, sviluppato e gestito da esperti di ricerca e consulenti qualificati di Vanguard. Il modello prevede le distribuzioni dei rendimenti futuri di una vasta gamma di classi di attivi. Per maggiori informazioni si veda Davis, Joseph, Roger Aliaga-Díaz, Harshdeep Ahluwalia, Frank Polanco, and Christos Tasopoulos, 2014. *Vanguard Global Capital Markets Model*, Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Appendice

Le ipotesi assunte con riguardo alle caratteristiche degli investitori per le analisi di sensibilità negli esempi presentati nel documento sono le seguenti:

Caratteristica	Ipotesi*
Avversione al rischio	Bassa, Media , Alta
Tasso di risparmio	Dal 13% al 23%
Retribuzione iniziale	€33.000
Età di pensionamento	60, 66 , 70
Livello di spesa	Spesa fissa in termini reali salvo il caso in cui le disponibilità economiche scendano al di sotto di una determinata soglia, nel qual caso la spesa viene convertita in una percentuale del portafoglio
Tasso di sostituzione	72%, 85% , 105%
Previsione del Vanguard Capital Markets Model® (VCMM)	Simulazioni in regime stazionario di lungo termine in euro

* Nei casi in cui le ipotesi siano più di una, il valore di default è evidenziato in grassetto.

Informazioni Importanti

IMPORTANTE: Le proiezioni e le altre informazioni ottenute col Vanguard Capital Markets Model per quanto riguarda la probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica non rispecchiano risultati di investimenti reali e non sono garanzia di rendimenti futuri. I risultati del VCMM variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo. Le proiezioni ottenute col VCMM sono basate su un'analisi statistica di dati storici. I rendimenti futuri possono avere un andamento diverso dai modelli storici catturati nel VCMM. È importante notare che il VCMM potrebbe sottostimare gli scenari negativi non osservati nei periodi storici nei quali è basato il modello di stima.

Il Vanguard Capital Markets Model® è uno strumento di simulazione finanziaria proprietario, sviluppato e gestito da esperti di ricerca e consulenti qualificati di Vanguard. Il modello prevede le distribuzioni dei rendimenti futuri di una vasta gamma di classi di attivi. Tra le classi di attivi figurano i mercati azionari statunitensi e internazionali, buoni del tesoro statunitensi e mercati dei titoli societari obbligazionari con diverse scadenze, mercati obbligazionari internazionali, mercati monetari statunitensi, materie prime e alcune strategie d'investimento alternative. Il fondamento teorico ed empirico del Vanguard Capital Markets Model è che i rendimenti delle diverse classi di attivi rispecchiano la contropartita richiesta dagli investitori per assumersi diversi tipi di rischio sistematico (beta). Al centro del modello vi sono le stime del rapporto statistico dinamico tra fattori di rischio e rendimenti degli attivi, ottenute da analisi statistiche basate sui dati finanziari ed economici mensili disponibili a partire dagli inizi degli anni Sessanta del secolo scorso. Tramite un sistema di equazioni stimate, il modello applica un metodo di simulazione Monte Carlo per proiettare i rapporti stimati tra i fattori di rischio e le classi di attivi, come pure l'incertezza e la casualità nel tempo. Il modello produce un'ampia serie di risultati simulati per ogni classe di attivi su diversi orizzonti temporali. Le previsioni si ottengono attraverso misure di tendenza centrale in tali simulazioni. I risultati ottenuti con lo strumento variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.

Informazioni sui rischi d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

Per ulteriori informazioni sui rischi del portafoglio modello consultare la sezione "Fattori di Rischio" del prospetto dei fondi sottostanti disponibile sul nostro sito web all'indirizzo <https://global.vanguard.com>.

Informazioni Importanti

Il presente materiale è destinato agli investitori professionali e non va distribuito agli investitori al dettaglio, i quali non devono farvi affidamento.

Le informazioni contenute nel presente materiale non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a soggetti cui non sia lecito effettuare tali offerte o sollecitazioni né possono essere effettuate soggetti non qualificati. Le informazioni contenute nel presente materiale sono di carattere generale e non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o di investimento. Si invitano i potenziali investitori a rivolgersi a consulenti professionali per quanto riguarda le implicazioni degli investimenti in [azioni/quote], del possesso e della cessione delle stesse e del ricevimento delle distribuzioni di utili di eventuali investimenti.

Pubblicato in EEA da Vanguard Group (Irlanda) Limited, autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

© 2024 Vanguard Group (Irlanda), Limited. Tutti i diritti riservati. 1715/0324

Connect with Vanguard®
global.vanguard.com

Vanguard®