

Stai prendendo in considerazione gli attivi illiquidi?

...In quale misura?

Olivier Clapt

Head of Multi-Asset
Quantitative Research

LUGLIO 2022

Comunicazione di marketing

Come sentirti più a tuo agio in un nuovo ambiente d'investimento

Ne hai abbastanza della volatilità dei mercati?

All'inizio del 2022 pensavamo tutti a Covid, guerra, prezzi del petrolio, inflazione transitoria.... E ora, cosa vedi all'orizzonte? Crisi dell'offerta di grano? Stretta quantitativa? Inflazione sostenuta?

Eppure, alcuni asset stanno performando. La risposta ovvia è diversificare. Dopo quattro decenni di calo dei tassi del Treasury, asset finanziari liquidi quali azioni e titoli di Stato erano la risposta migliore a lungo termine. Eppure, questi titoli potrebbero non rappresentare più la risposta adatta per il domani.

La Grande Crisi Finanziaria (GFC) è l'esempio più evidente della maggiore correlazione tra asset class durante i periodi di illiquidità. Anche se la GFC è forse il più memorabile, è solo uno di una serie di casi, in aumento, in cui è presente una correlazione tra asset class durante un periodo di stress. Il crollo del settore tecnologico e delle IPO del 2001, la crisi asiatica del 1997 e il crollo della gestione del capitale a lungo termine hanno anche prefigurato le crescenti complessità all'interno della volatilità del mercato. La tendenza a lungo termine sembra essere quella che, durante le dislocazioni del mercato, gli investitori siano penalizzati da crescenti correlazioni tra asset class finanziarie normalmente "non correlate".

Oltre le obbligazioni e le azioni di base

Secondo un vecchio proverbio dei mercati, il Toro fa guadagnare denaro, l'Orso fa guadagnare denaro, ma i Maiali vengono macellati.

Che tu ti senta Toro od Orso, avverti probabilmente che questo *non* è il momento di essere avidi e puntare tutto sulla prossima novità del mercato finanziario.

I *quattro decenni* di calo dei rendimenti dei Treasury USA rinfrescano la memoria, nel caso in cui si stia investendo già da allora. Questo è stato di fatto il traino degli asset finanziari in tutta la nostra vita adulta. In *che modo* stai cambiando il tuo approccio agli investimenti?

Figura 1: Rendimenti dei Treasury USA a dieci anni



Fonte: St Louis Fed

Asset class illiquidi, meno liquidi o fisici

Non si tratta di nuove categorie di investimento: nel corso della storia abbiamo avuto esempi di investimenti illiquidi ma trasportabili come gemme e oro.

Più di recente, anche prima che il Covid rendesse più attraente la vita fuori città, il costo della nuova casa che speravi di acquistare stava già aumentando. Ti rammarichi di non avere più immobili nel tuo mix di investimento?

Ma quali attivi? E in *quale* misura?



Il problema dei dati

L'analisi degli investimenti illiquidi solleva un'altra preoccupazione per gli investitori, vale a dire la disponibilità, la raccolta, la coerenza dei dati e i rendimenti artificialmente regolari.

Il crescente interesse per gli attivi illiquidi significa che gli investitori e i responsabili della asset allocation devono valutarne attentamente rischi e rendimenti. L'identificazione dei dati per le classi di attivi illiquidi rimane una difficoltà ben documentata, che richiede un trattamento per gli orientamenti intrinseci, come i bias di backfilling e di sopravvivenza.

Diversi elementi aumentano le difficoltà presenti nella modellazione degli attivi illiquidi.

- La **mancanza di dati** rappresenta uno dei principali **fattori di rischio**
- L'assenza di benchmark ben **riconosciuti**
- L'**eterogeneità degli indicatori di rendimento** (Internal Rate of Return vs Total Return)
- La **valutazione dell'indice** (basata sulla valutazione o sulle transazioni)
- **Prezzi non frequenti** e scarsità di dataset disponibili

Può essere problematico trovare indici rilevanti per ciascuna asset class, soprattutto in alcune regioni. Abbiamo scelto di analizzare direct lending, private equity, infrastrutture, infrastructure equity, infrastructure debt, real estate debt e risorse naturali quali i terreni destinati al legname e i terreni agricoli.

Due fatti sono evidenti: gli attivi illiquidi sono tangibilmente più volatili di quanto si possa stimare dai prezzi fissati trimestralmente o con altre periodicità inferiori; in secondo luogo, le basse correlazioni incrociate con attivi più liquidi li rendono dei diversificatori interessanti all'interno di un portafoglio bilanciato.

La volatilità è quindi molto più appetibile quando le classi di attivi non sono correlate...

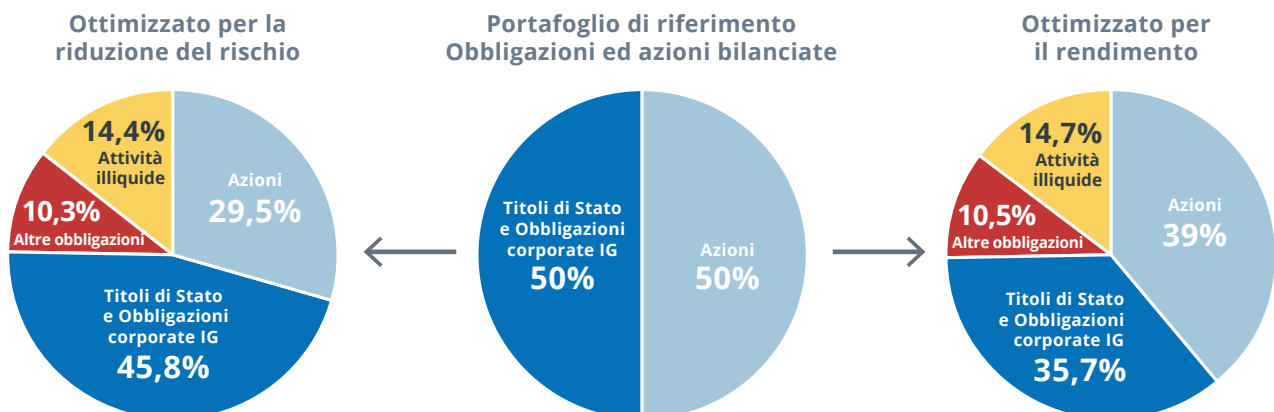
Molto meglio se le tue azioni salgono mentre il tuo immobile è in calo, o l'immobile si apprezza mentre gli investimenti obbligazionari sono deboli.

Ma immagina di cercare di calcolare le correlazioni storiche delle asset class quando alcuni di questi attivi sono illiquidi e quindi raramente prezzati. E se pensavi che la lezione di matematica fosse noiosa... provaci senza senza numeri! Fortunatamente, possiamo contare su metodi statistici per rendere meno "regolare" la rendicontazione poco frequente dei rendimenti degli attivi illiquidi,^{1,2} e ottenere pertanto una migliore stima delle loro volatilità.

Nel nostro "articolo accademico per il resto di noi", semplifichiamo il tutto presentando alcuni scenari.

Costruiamo portafogli campione di base per investitori prudenti, moderati e aggressivi. A questi aggiungiamo obbligazioni meno liquide (ad esempio, high yield) più un'allocazione ai titoli illiquidi, come quelli del settore immobiliare. Sulla base dei rendimenti storici, delle correlazioni e della volatilità, mostriamo il mix ottimale per massimizzare il rendimento o ridurre il rischio. Spoiler alert: la tua allocazione ottimale ad altre asset class dipende dal tuo trade-off tra rischio e rendimento.

Figura 2: Ottimizzazione degli scenari campione per l'aggiunta di altre obbligazioni e attivi illiquidi



Fonte: Candriam (al 21 dicembre 2021)

Cosa aggiungere?

Cosa potrebbe essere interessante? Forse delle spade magiche depositate presso un caveau della Banca dei Maghi Gringott? O forse l'acquisto di un'azienda agricola o alcuni magazzini e gestiti personalmente nel tempo libero?

I beni fisici, come le opere d'arte, possono una possibilità. I pool gestiti professionalmente, come quelli immobiliari, di private equity o di obbligazioni meno liquide, possono potenzialmente offrire i rendimenti degli investimenti illiquidi insieme a qualche elemento di valutazione periodica e semi-indipendente. Investendo in un pool si diluiscono le spese dei gestori professionali, che a loro volta possono migliorare il potenziale di rendimento ponderato per il rischio.

Un ulteriore vantaggio dell'introduzione di asset class illiquide non può essere dimostrato con il nostro semplice modello di previsione di rendimento unico e con il nostro approccio a lungo termine. Durante i periodi di turbolenza sul mercato, se è vero che gli investitori presi dal panico possono precipitarsi a vendere gli attivi quotati facendo scendere i prezzi, le classi di attivi illiquidi potrebbero evitare alcune delle pressioni ribassiste derivanti da una rapida liquidazione.

Vuoi maggiori dettagli, ma non hai una laurea in statistica? Visualizza il nostro documento didattico, [Introduzione agli asset illiquidi in un portafoglio multi-asset globale](#).

Riferimenti

[1] D. Geltner, *Estimating Market Values from Appraised Values without Assuming an Efficient Market*, 1993.

[2] M. Getmansky, A. Lo et I. Makarov, *An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns*, 2004.



158 Mld di €

di attivi in gestione
al 31 dicembre 2021



600

esperti al
vostro servizio



25 anni

Apprendo la strada agli
investimenti sostenibili

Questo materiale di marketing é fornito a scopo esclusivamente informativo, non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio di investimento o una conferma di transazione di alcun genere, eccetto laddove non sia espressamente così convenuto. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto da parte della stessa.

Attenzione: i rendimenti passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di risultati passati, e le previsioni di rendimenti futuri non sono indicativi di rendimenti futuri. Le performance lorde possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. I risultati espressi in una divisa diversa da quella del Paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui rendimenti. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY