

Investment Insights 2024

Signatory of:



QUAESTIO
CAPITAL MANAGEMENT



Investment Insights 2024

2 Lettera agli Investitori

3 Rendimenti Attesi

5	Azioni
6	Tassi di Interesse
10	Credito
14	Debito Sovrano Emergente
15	Correlazione azioni-obbligazioni
17	Investimenti alternativi
22	Private Assets

27 Chi Siamo

Lettera agli Investitori

Gentili Investitori,

mentre ci apprestiamo a salutare il 2023, un anno con ingenti sfide ma anche ricco di opportunità, siamo a presentarVi **Quaestio Investment Insights**, la consueta analisi svolta dal nostro Team di Investimento e volta a definire l'allocazione strategica che guiderà le nostre scelte di investimento per il prossimo anno.

In questo 2023 abbiamo affrontato un contesto economico mutevole con determinazione, adattabilità e una posizione chiara, non necessariamente allineata al consensus, sulle sfide e opportunità emergenti. Ogni investimento, ogni decisione, è stata guidata dalla responsabilità nei vostri confronti, sapendo che il vostro successo è il nostro obiettivo primario.

Con la analisi che segue vogliamo offrirvi una panoramica approfondita delle dinamiche e delle aspettative per il prossimo anno, con la volontà di fornirvi una visione completa delle condizioni di mercato, delle sfide e delle opportunità da dover cogliere durante il periodo di riferimento.

Prima di lasciarvi alla lettura approfondita della nostra analisi, desidero con questa lettera, esprimere il nostro sincero ringraziamento per la vostra fiducia, la vostra collaborazione al nostro percorso comune.

Buona lettura!

Alessandro Potestà
Amministratore Delegato
Quaestio Capital SGR S.p.A.



Rendimenti Attesi

Il 2023 si è sviluppato in due fasi nettamente distinte. Una prima parte dell'anno caratterizzata da un crescente ottimismo, sull'onda di una crescita economica nettamente migliore delle aspettative di rallentamento che rappresentavano il consenso alla fine del 2022. Questo ottimismo si è riverberato soprattutto nell'andamento positivo del mercato azionario (si pensi alla *performance* delle società attive nel lusso prima e a quelle legate all'intelligenza artificiale poi), nonostante la breve parentesi negativa delle banche regionali statunitensi nel marzo 2023. Nella seconda parte dell'anno, l'ottimismo si è trasformato in un nuovo consenso sullo stato dell'economia e della politica monetaria, "*higher for longer*", con i tassi dei titoli governativi statunitensi a più lunga scadenza che hanno toccato il 5% di rendimento. Questo ha ovviamente portato una decisa correzione sul mercato dei titoli di Stato, intaccando anche i mercati azionari, che sono entrati in una fase di correzione. L'incertezza sui tassi di interesse sembra essersi perlomeno alleviata verso l'inizio di novembre, avendo probabilmente raggiunto una fase di stallo nel ciclo di rialzo dei tassi. D'altro canto, l'incertezza sul futuro andamento dell'economia - e di conseguenza sui mercati azionari - è tornata ad essere elevata: da un lato il rialzo dei mercati da inizio anno è stato significativo, riducendo lo spazio per ulteriori rialzi e sorprese positive, dall'altro le condizioni finanziario-credizie restrittive stanno sempre più facendo sentire la loro presenza in molti segmenti dell'economia. Su quest'ultimo punto, vi è però da notare la decisa divergenza tra gli Stati Uniti da una parte, che continuano a battere ogni aspettativa di crescita, e l'Europa dall'altra, con la Germania che sembra essersi ormai incagliata in una fase di deciso rallentamento.

Ci aspettiamo un 2024 dove la divergenza tra Europa e Stati Uniti possa ulteriormente inasprirsi, soprattutto alla luce del ciclo elettorale oltreoceano. Inoltre, temiamo che anche le tensioni geopolitiche possano acuirsi ulteriormente, data la complessità degli attori e delle loro relazioni nel panorama globale e la presenza di un numero di situazioni critiche particolarmente elevato. La nostra *asset allocation* strategica per il 2024, che riflette le nostre aspettative di rendimento prospettico, ben si colloca in questo contesto: una riduzione del peso degli *asset* creditizi più rischiosi a favore di titoli governativi privi di rischio, che beneficiano adesso di livelli di *carry* molto interessanti, oltre che di una forte opzionalità positiva in caso di scenari economici molto negativi. Quindi, da un lato manteniamo l'esposizione al mercato azionario, componente fondamentale per un'allocazione di lungo periodo, privilegiando l'area statunitense rispetto alle aree europee ed asiatiche per via delle maggiori difficoltà in termini di crescita economica e del difficile contesto geopolitico di queste ultime. Dall'altro, in questo contesto di "*higher for longer*", è venuta meno l'esigenza di esasperata ricerca di rendimento all'interno

delle diverse categorie del credito, che ci permette di ridurre il rischio favorendo i titoli governativi. Inoltre, rimane presente anche una quota minoritaria di investimenti alternativi, come *commodity* o oro, a beneficio della diversificazione di portafoglio. Per quanto riguarda infine l'allocazione verso gli investimenti illiquidi, come Private Equity e Private Debt, l'orizzonte temporale di riferimento si fa necessariamente più lungo: un *commitment* oggi si traduce in un periodo di investimento che copre i prossimi 4-6 anni circa, al contrario degli investimenti liquidi, in cui allocazione e investimento sono temporalmente coincidenti. Il mercato nel 2023 sta soffrendo un momento di particolare illiquidità, con relativamente poche transazioni da ormai 12-18 mesi: se da un lato questo potrebbe influenzare il rendimento raggiungibile nel prossimo futuro, dall'altro investire in un mercato illiquido (o meglio: più illiquido del solito) potrebbe offrire maggiori opportunità, soprattutto per gli operatori meglio strutturati e preparati.

Queste analisi sull'evoluzione dei mercati finanziari ed aspettative per il futuro nascono dall'aggiornamento che facciamo sullo stato dei rendimenti attesi per le principali classi di attivo che fanno parte dell'allocazione di portafoglio di un tipico investitore istituzionale, un *input* necessario per definire l'allocazione strategica di lungo periodo dei portafogli. Da un lato prendiamo come riferimento le valutazioni implicite nei prezzi di mercato, che ci suggeriscono quali siano le aspettative di rendimento "scontate". Dall'altro utilizziamo dei modelli interni, sviluppati in Quaestio nel corso degli anni, che hanno lo scopo di contestualizzare le informazioni raccolte dai mercati, di metterle in relazione tra di loro, di stabilire quali sono le condizioni di equilibrio che rendono sensato quanto si sta osservando e, in alcuni casi, anche di fare inferenza o previsioni. Si darà una spiegazione di quali sono i principali *input* osservati, come questi vengono utilizzati in un modello e/o approccio valutativo, quali sono le ipotesi applicate, e infine qual è l'*output*, in termini di quei parametri che poi potranno essere utilizzati in un qualsivoglia processo di allocazione di portafoglio. Si noti che le valute non compaiono come *asset class* indipendenti: adottiamo infatti l'approccio, diffuso nella prassi, di coprire il rischio cambio solo ove questo contribuisca in maniera significativa alla volatilità dell'*asset class* in esame. Per questo motivo, gli indici azionari utilizzati sono sempre a cambi aperti, mentre quelli obbligazionari, con l'eccezione di quelli relativi a Paesi emergenti denominati in valuta locale, sono a cambio coperto. In Figura 1 riportiamo la sintesi delle nostre aspettative di rendimento per le varie classi di attivo per il 2024, mentre nelle sezioni che seguono affronteremo nel dettaglio ciascuna classe di attivo. Insieme ai valori analitici puntuali di rendimento atteso, diamo anche una *view* di *consensus* di tutti i componenti dell'Area Gestione di Quaestio per evidenziare meglio in quali categorie vi sia più o meno ottimismo, oltre che più incertezza

e meno unanimità nella *view* stessa. Questo esercizio punta ad elicitarne una sorta di *wisdom of the crowd*, che può aiutarci ad integrare i valori di rendimento atteso analitici con aspettative per loro natura più qualitative e non quantificabili, che riescono forse a catturare me-

glio i rischi di *upside* o *downside* di ciascuna *asset class*. Come anticipato, in ambito azionario vi è decisamente più ottimismo per l'area statunitense, mentre a livello di *asset class* vi è più ottimismo per gli strumenti creditizi relativamente meno rischiosi.

Figura 1 - Sintesi dei rendimenti attesi per il 2024

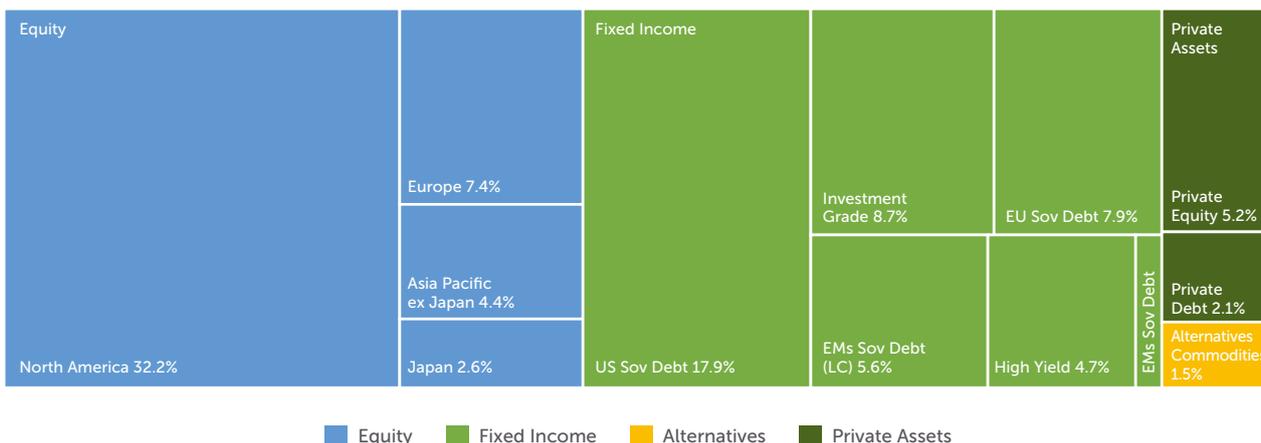
Asset Class		Rendimento Atteso	View	Incertezza
Azioni	Asia ex Japan	10.8%		
	Europa	9.5%		
	Giappone	7.7%		
	Stati Uniti	9.6%		
Tassi di interesse	Titoli di Stato Eurozona	5.5%		
	Titoli di Stato Stati Uniti (EH)	5.3%		
Credito	Global Corporate Investment Grade (EH)	6.3%		
	Global Corporate High Yield (EH)	6.8%		
	Debito Sovrano Emergente - valuta locale	6.0%		
	Debito Sovrano Emergente - valuta forte (EH)	6.7%		
Investimenti Alternativi	Commodity	4.4%		
	Oro	6.1%		
	Private Equity	10.4%		
	Private Debt	8.2%		

Fonte: elaborazioni Quaestio.

Dato l'obiettivo di allocazione strategica di lungo periodo, uno dei parametri a cui è sempre bene fare riferimento è il portafoglio globale di mercato, cioè quello che rispecchia il valore corrente di tutti gli strumenti investibili, liquidi e illiquidi. Questo portafoglio è per definizione l'allocazione dell'investitore rappresentativo a livello globale. Per dare una misura a questo portafoglio è ovviamente necessario fare alcune ipotesi, spesso semplificative: ad esempio, gli investimenti immobiliari rappresentano una quota sicuramente elevata della ricchezza globale complessiva, tuttavia, nell'ottica di un investitore istituzionale, risulta più semplice e naturale mantenere "indipendente" l'allocazione in proprietà immobiliari rispetto all'allocazione del patrimonio mobiliare. Utilizzando quindi alcune semplificazioni, il portafoglio

globale di mercato oggi da noi stimato si suddivide primariamente in strumenti azionari e creditizi, con ciascuno che rappresenta circa il 45% della capitalizzazione complessiva. In entrambe le categorie, gli Stati Uniti continuano a rappresentare il mercato più ampio e liquido, in particolar modo per quanto riguarda l'azionario. Tre le categorie residuali, troviamo gli investimenti alternativi: *commodity* e oro, oltre agli investimenti in *asset* illiquidi, *Private Equity* e *Private Debt*. Questi ultimi due rappresentano ormai sempre più una quota rilevante del mercato: circa il 5% per il *Private Equity* (circa 6.5 trilioni di USD: AUM al netto della *Dry Powder*) e 2% per il *Private Debt* (circa 2.5 trilioni di USD). Questo portafoglio di riferimento ci fornisce quindi la base di partenza per le analisi che affronteremo nelle prossime sezioni (Figura 2).

Figura 2 - La composizione dell'universo investibile al 2023; % su totale di ~130 trilioni di USD



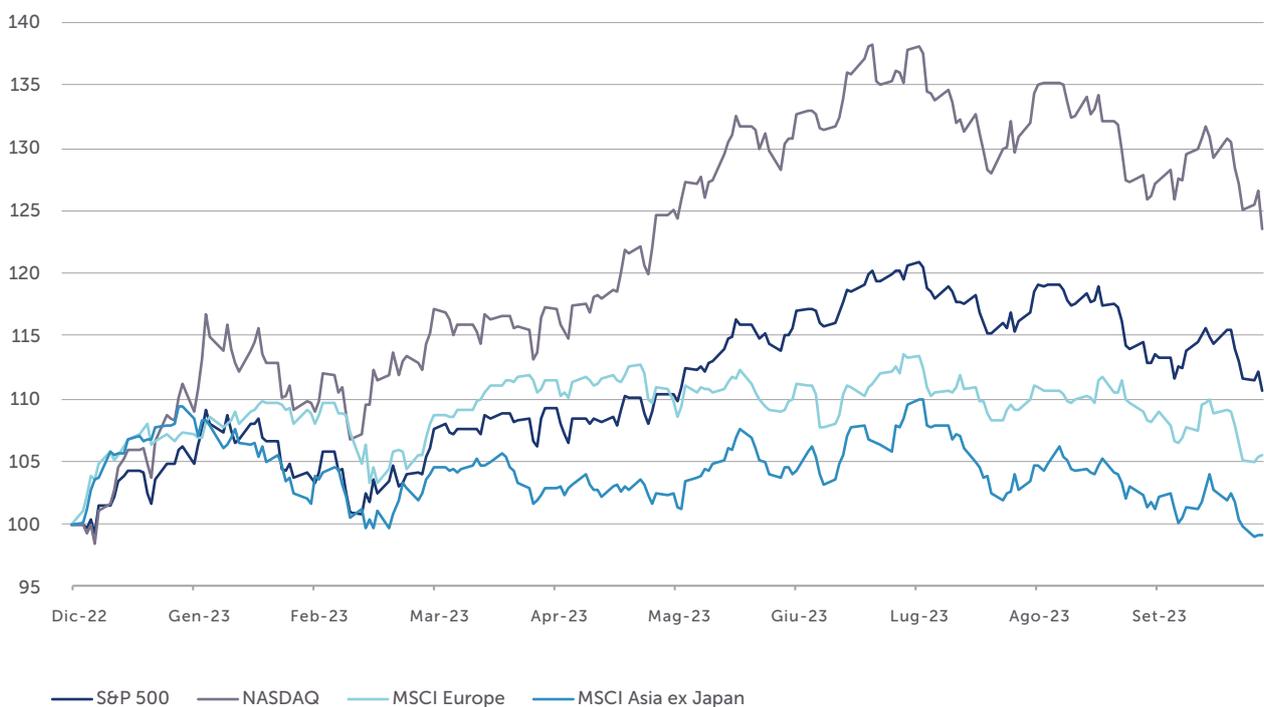
Azioni

Mercato e Prospettive

Il 2023 è stato un anno inatteso: nonostante il susseguirsi dei rialzi dei tassi per contrastare un'inflazione particolarmente persistente, l'economia è rimasta più robusta del previsto per buona parte dell'anno, spingendo i mercati azionari al rialzo. La prima parte dell'anno ha quindi vissuto di un crescente ottimismo, a tratti euforico, soprattutto sul mercato del NASDAQ trainato dai titoli legati all'intelligenza artificiale. Nella seconda parte dell'anno, in particolare da settembre, abbiamo invece assistito a

un sostanziale peggioramento dei corsi azionari, in concomitanza con una rinnovata spinta al rialzo dei tassi di mercato, in particolare dei titoli a più lungo termine, con alcuni dei titoli di Stato statunitensi che hanno superato il 5%. Tuttavia, la concreta possibilità di una pausa forse significativa nel ciclo di rialzo dei tassi di breve termine da parte delle maggiori banche centrali, concretizzatasi tra ottobre e novembre, che in ultima analisi dipende da un rallentamento economico - e decrescita dell'inflazione - ormai alle porte, sembra aver determinato un recupero di fiducia da parte degli investitori. In ogni caso, la fine di questo 2023 sembra proprio accompagnarsi da una rinnovata incertezza e cautela.

Figura 3 - Principali mercati azionari nel 2023



Metodologia

Il punto di partenza è la definizione di rendimento, a cui si aggiungono alcune considerazioni di natura contabile e altre di natura economica. In generale, il rendimento di un titolo azionario tra due date è pari alla somma del prezzo alla data finale e dei dividendi ottenuti su tutto il periodo, rapportata al prezzo alla data iniziale. Rappresentando il dividendo pagato in funzione di utili e variazione del patrimonio netto, si ha che il rendimento di un titolo è pari al rapporto tra utili conseguiti tra le due date e il prezzo alla data di partenza, più una frazione della crescita percentuale del valore "intangibile" del titolo tra le due date.

Per valore intangibile di una società si intende la differenza tra il valore di mercato e quello di libro del suo capitale azionario. La frazione menzionata è diretta-

mente proporzionale al multiplo Price-to-Book, come pura conseguenza dell'applicazione di identità contabili. Il punto successivo è quello di fissare la data iniziale ad oggi, e considerare tutto in termini di valore atteso a 12 mesi. Per quanto riguarda il Price-to-Book è sufficiente aggiornare il dato relativo all'ultimo patrimonio netto disponibile in funzione di utili e dividendi previsti per l'anno fiscale in corso. Il valore atteso degli utili a 12 mesi può essere ben approssimato utilizzando le aspettative di *consensus* degli analisti per gli utili dei prossimi 12 mesi (c.d. "NTM earnings"). La parte più difficile è quella legata al calcolo dell'apprezzamento del valore intangibile, in quanto non sono disponibili stime di *consensus*. Partendo dal presupposto che le aziende cerchino di creare valore per i propri azionisti e che i margini siano una conseguenza di elementi quale la "forza" dei *brand* e la concorrenza, l'apprez-

zamento atteso del valore intangibile di un titolo dovrebbe essere ben approssimabile dalla crescita attesa del fatturato aggregato per il settore/industria di riferimento nei cosiddetti "secondi 12 mesi" (STM), ovvero il periodo intercorrente tra 12 e 24 mesi da oggi. In primo luogo, questa metodologia non richiede di stimare elementi quali la redditività del capitale investito o il tasso di crescita del fatturato nel lungo periodo. In secondo luogo, permette di catturare i rendimenti attesi per uno specifico periodo di tempo e che includono tutto il set informativo di *consensus* sul mercato. Inoltre, a queste stime NTM affianchiamo delle stime di rendimento atteso nel lungo termine, utilizzando come *input* principali i multipli correnti di mercato e le stime di crescita globale nel lungo termine: questo ci permette di avere sempre un doppio confronto, oltre che di offrire anche una *view* più strategica pensata per un investitore che guarda realmente al lungo periodo.

Nei prossimi 12 mesi, ci aspettiamo dei valori di rendimento atteso di poco inferiori al 10%, sulla base dei

multipli correnti e delle aspettative di *consensus* per utili, RoE e crescita del fatturato, in linea con la media storica degli ultimi anni. Tuttavia, la volatilità del mercato azionario non permette di fare affidamento puntuale su questo tipo di previsioni, in quanto nell'arco di 12 mesi si possono verificare eventi o variazioni nelle stime che hanno un impatto sui prezzi estremamente rilevante. Proprio per questo motivo, insieme alle stime sui prossimi 12 mesi, calcoliamo anche una stima di rendimento più orientata al lungo termine, che fa invece affidamento sulle aspettative di *consensus* (fonte FMI) per quanto riguarda crescita del PIL reale e tasso di inflazione nel lungo periodo a livello globale: rispettivamente 2,1% e 2% per le economie avanzate e 3,3% e 3% per le economie emergenti. Data l'esposizione globale della maggior parte delle società quotate, prendiamo questi valori di crescita di lungo termine come riferimento per ricavare, a partire dai multipli correnti, il tasso di rendimento atteso del mercato azionario: anche qui ci attendiamo un valore tra il 9% e il 10%, in linea con i valori storici e con i rendimenti attesi sui prossimi 12 mesi.

Tabella 1 - Rendimenti attesi nel mercato azionario e principali determinanti; per area

Area	Rendimento atteso NTM	Rendimento atteso LT	Crescita fatturato NTM	Crescita fatturato STM	Crescita EPS NTM	Crescita EPS STM	RoE NTM	Margine Ebit NTM	P/E NTM	P/B NTM
Asia-Pacific ex JP	10.8%	10.3%	7.0%	8.1%	14.0%	15.4%	15.6%	16.2%	15.44x	2.61x
Europe	9.5%	10.9%	1.5%	2.6%	4.4%	7.8%	16.3%	16.4%	16.03x	2.82x
Japan	7.7%	8.7%	2.5%	2.4%	7.3%	7.8%	11.2%	14.8%	12.90x	1.60x
USA	9.6%	9.8%	4.5%	5.4%	9.4%	12.3%	14.2%	16.3%	12.02x	1.83x
EM	11.6%	11.0%	6.8%	8.3%	12.6%	15.7%	9.2%	9.4%	14.36x	1.43x

Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet.

Tassi di Interesse

Suddividiamo la nostra analisi sul reddito fisso in due categorie distinte, che sono poi i due principali *driver* di rendimento: tassi di interesse e credito. Per quanto riguarda i tassi di interesse, nella sezione che segue, ci concentreremo separatamente sulle aree euro e dollaro, rappresentative dei due maggiori mercati globali di titoli governativi.

Mercato e Prospettive

Il 2023 è stato nuovamente un anno molto turbolento per il mercato del reddito fisso governativo. Dopo una prima metà dell'anno caratterizzata più che altro da

una accentuata volatilità, determinata da un lato dalla resilienza del tasso di inflazione su valori elevati ma dall'altro dalla improvvisa crisi delle banche regionali statunitensi, culminata con l'acquisto forzato di Credit Suisse da parte di UBS, si è poi passati a un regime di consistente risalita dei tassi a più lungo termine, particolarmente accentuato soprattutto nel mese di settembre, che ha visto il superamento del valore del 5% per alcune scadenze a lungo termine. Questo ciclo di rialzi dei tassi, uno dei più veloci della storia moderna, si è ovviamente tradotto in rendimenti negativi per questa *asset class*.

Cosa ci aspettiamo quindi per il prossimo futuro? Oggi le prospettive sembrano molto più bilanciate rispetto a un anno fa: la probabilità che i tassi rimangano elevati o addirittura subiscano un ulteriore rialzo rimane ben

presente, ma almeno sembra oggi essere controbilanciata dalla possibilità di un assestamento o di una futura diminuzione. Questo trova riscontro anche nelle nostre stime quantitative, che indicano appunto una tendenza di possibile revisione al ribasso dei tassi di interesse. Inoltre, in questo tipo di previsione, vi è uno sbilanciamento dei rischi favorevole: cioè una previsione di deciso ribasso in caso di scenario economico negativo, a fronte di una previsione di rialzo meno deciso in caso di scenario economico positivo e inflattivo. Quindi, dal punto di vista di un investitore, una prospettiva di maggior stabilità e rendimenti attesi favorevoli.

Metodologia

Per stimare il rendimento delle obbligazioni governative delle aree dollaro ed euro, per prima cosa partiamo dal valore di rendimento a scadenza corrente dei rispettivi indici ICE BofA Euro Government e ICE BofA US Treasury. Questo è il rendimento che, al netto del costo di copertura del cambio, si potrebbe teoricamente realizzare mantenendo il paniere di titoli fino a scadenza. Si rende tuttavia opportuno anche definire un'aspettativa sull'andamento futuro dei tassi, in quanto rilevante per decisioni di investimento inevitabilmente legate ad un orizzonte di investimento di medio-lungo periodo. Quindi andremo ad aggiungere (risp., sottrarre) al rendimento a scadenza corrente anche il contributo stimato derivante dal guadagno (perdita) addizionale in funzione del movimento atteso dei tassi: questo contributo viene parametrizzato sia dall'incertezza della previsione sia dall'incertezza temporale di tale previsione, in quanto stimare una tendenza al rialzo o al ribasso è molto

più plausibile rispetto a stimare un valore puntuale in un qualsiasi istante temporale futuro. Ne risulta quindi un rendimento atteso per il 2024, per entrambe le aree, intorno al 5.25-5.5%, lievemente maggiore dello *yield to maturity* corrente proprio per via di un'aspettativa di riduzione dei tassi.

Tabella 2 - Rendimenti attesi per aree USD e EUR

	YTM corrente	Yield 10Y stimato	Costo di hedging	Rendimento atteso
Euro	3.56%	2.43%	0%	5.52%
Dollaro	4.86%	4.15%	1.70%	5.33%

Note: stima effettuata il 30 settembre 2023.

Come possiamo definire una stima sui tassi di interesse futuri? Negli anni abbiamo sviluppato un modello macroeconomico che ha l'obiettivo di quantificare analiticamente il legame tra il tasso di interesse decennale e alcune principali variabili macroeconomiche. Più di recente abbiamo aggiornato ulteriormente la metodologia di stima: abbiamo deciso di esplicitare le nostre ipotesi riguardo l'evoluzione futura delle variabili indipendenti del modello, in modo da legarle direttamente alla stima del tasso di interesse. In altre parole, definiamo dei valori attesi futuri per tali variabili macroeconomiche, partendo sempre dalle stime di *consensus* (FMI o FactSet), e da questi ricaviamo il tasso di interesse futuro che è coerente con tali variabili.

Tabella 3 - Variabili indipendenti del modello macroeconomico: ipotesi sulla loro evoluzione futura (2024E), confronto con ultimo valore disponibile, e valore medio dei coefficienti stimati (OLS) in relazione al tasso di interesse decennale; Europa e Stati Uniti

Variabile Esplicativa	Europa		Stati Uniti		Coefficienti	
	valore atteso NTM (2024E)	vs valore corrente	valore atteso NTM (2024E)	vs valore corrente	beta std	t-stat
Real GDP (%)	1.2%	0.7%	1.5%	-0.9%	↑ 0,06	4,96
Employment ratio	70.3%	0.7%	61.0%	0.7%	↑ 0,04	2,31
Old Age Dependency ratio	34.6%	0.4%	26.0%	0.4%	↓ -0,12	8,48
Capacity utilization	80.0%	-0.2%	79.0%	0.1%	↓ -0,05	8,44
Real Govt Consumption (%)	-1.0%	-0.1%	1.4%	-2.7%	↓ -0,09	3,23
Current Account	0.0%	-0.8%	-2.8%	0.4%	↑ 0,07	2,20
CPI Inflation rate	3.30%	-1.0%	2.80%	-0.3%	↑ 0,03	1,91
3M rate	3.75%	0.0%	4.50%	-0.8%	↑ 0,21	15,87

Note: stima effettuata il 30 settembre 2023; modello di regressione OLS su dati trimestrali dal 1Q1967 al 3Q2023 (dal 1Q1999 per l'Europa).

Per fare un esempio, il tasso di occupazione (*Employment ratio*) ha una correlazione marginale positiva con il tasso di interesse decennale: una maggior percentuale della popolazione lavorativamente attiva implica una minor domanda (relativa) di strumenti finanziari utilizzati come riserva di valore e quindi un tasso di interesse più elevato. Un caso interessante è la bilancia dei pagamenti (*Current Account*): qui l'effetto è dominato dagli Stati Uniti, dove si vede una relazione positiva tra deficit (i.e. maggiori importazioni vs. esportazioni) e tassi di interesse più bassi: una conseguenza dell'"*exorbitant privilege*" del dollaro e del suo ruolo di bene rifugio. Utilizziamo anche il tasso di breve periodo (3M) come variabile indipendente, che ha ovviamente un elevato potere esplicativo, in linea con la teoria delle aspettative: i tassi di lungo termine sono in parte determinati dalle aspettative sui tassi di breve termine correnti e futuri. Per dare una stima sull'evoluzione futura di queste variabili, ci affidiamo alle stime del FMI o di *consensus* FactSet per il 2024, che ci consentono quindi di determinare quale sia il tasso di interesse decennale coerente con tali aspettative: 2.43% per l'area euro e 4.15% per l'area dollaro, entrambi in diminuzione rispetto al valore corrente.

Per affinare ulteriormente questo tipo di analisi, abbiamo anche definito due scenari di coda: un *Bear Scenario*, dove ipotizziamo un'evoluzione futura plausibile delle variabili esplicative che porti a una diminuzione dei tassi, e un *Bull Scenario*, dove invece ipotizziamo l'opposto. Ovviamente è un esercizio arbitrario, che però ci consente di indagare la sensibilità delle nostre ipotesi e di vederne l'impatto sulla stima del tasso di interesse. Il risultato che otteniamo è un range che risulta informativo in termini di rischio: se nello scenario Bear arriviamo a stimare un

tasso decennale inferiore di più del 50% rispetto al tasso corrente, nello scenario Bull arriviamo a stimare un rialzo limitato a circa la metà (+17% per l'Europa e +27% per gli Stati Uniti). In altre parole, vediamo un rischio favorevole: una possibile discesa dei tassi di interesse che ha una magnitudine più consistente rispetto a un possibile rialzo.

Tabella 4 - Previsioni del tasso di interesse negli scenari di coda: *Bear* e *Bull*

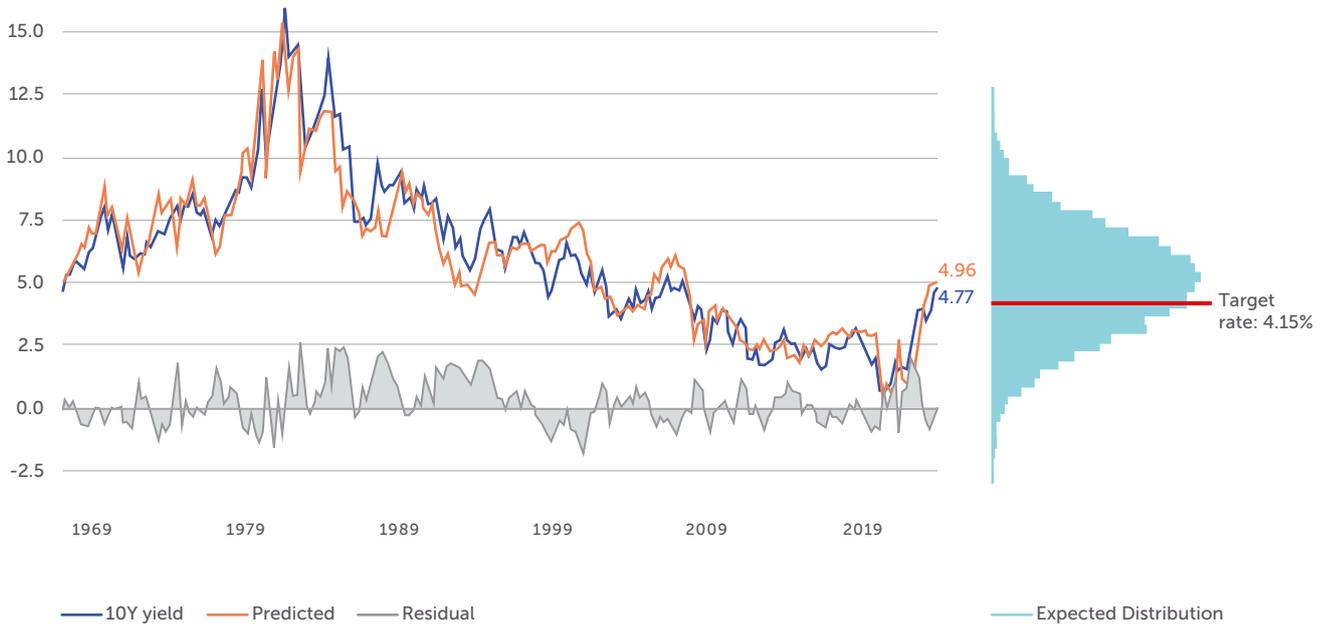
	Europa	Stati Uniti
Tasso di interesse 10Y corrente	3.56%	4.86%
Tasso di interesse 10Y previsto	2.43% -32%	4.15% -15%
Bear scenario	1.55% -57%	2.09% -57%
Bull scenario	4.17% 17%	6.19% 27%

Note: stime ed elaborazioni Quaestio.

Riportiamo infine, sia per gli Stati Uniti sia per l'Eurozona, l'andamento storico del tasso decennale insieme al suo valore stimato, oltre al valore residuo per evidenziare la bontà del fit del modello di stima (**Figura 4** e **Figura 5**). Sulla parte destra del grafico si può anche osservare la distribuzione attesa del tasso di interesse futuro, sulla base della variabilità storica delle variabili esplicative e con indicato il valore atteso data l'evoluzione ipotizzata.

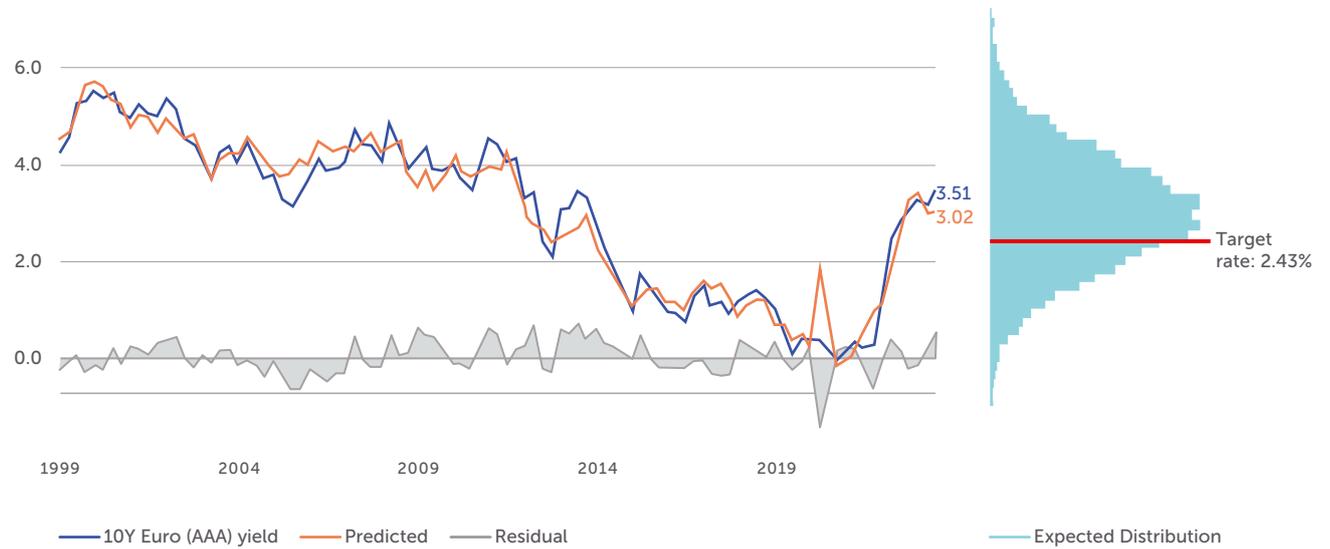


Figura 4 - Tasso di interesse 10Y per gli Stati Uniti: valore stimato e intervallo di previsione



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FRED; dati aggiornati al 30-sett-2023.

Figura 5 - Tasso di interesse 10Y per Europa: valore stimato e intervallo di previsione



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FRED; dati aggiornati al 30-sett-2023.

Credito

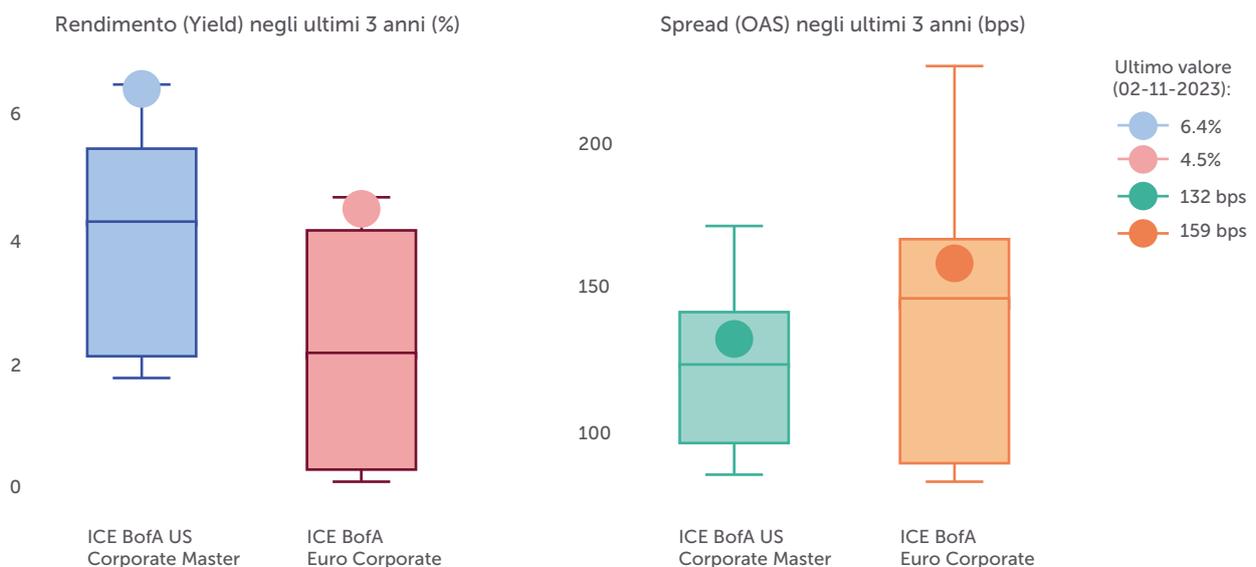
Il 2023 è stato un anno relativamente positivo per il mercato del credito, soprattutto per i titoli a maggior rischio: beneficiando infatti di una *duration* strutturalmente più ridotta, che li ha isolati maggiormente dal rialzo dei tassi, e di un livello di *default* che è stato decisamente contenuto per buona parte del 2023, i rendimenti di questa *asset class* ne hanno giovato. Anche gli indici dei titoli di stato dei mercati emergenti hanno generato rendimenti positivi, soprattutto se in valuta locale, e quindi più isolati dalla contrazione delle condizioni creditizie globali rispetto ai titoli in valuta forte, che infatti hanno sofferto un numero di *default* (due paesi, Argentina e Mozambico) che, seppur in diminuzione rispetto al 2022 (sette paesi in *default*), rimane comunque sopra la media storica. Il mercato dei titoli *investment grade* ha invece visto un'evoluzione dei rendimenti molto più simile ai titoli governativi, come è naturale che sia.

Prenderemo ora in considerazione quattro diverse tipologie di titoli di credito: *investment grade* (IG) e *high yield* (HY) globale, oltre al debito sovrano dei Paesi emergenti, sia in valuta locale sia in valuta forte (dollaro o euro).

Investment Grade

Il mercato delle obbligazioni *investment grade* si prepara ad iniziare il 2024 con un livello di yield ai massimi degli ultimi tre anni. Con i margini e la leva finanziaria delle imprese che hanno ormai lasciato alle spalle le perturbazioni indotte dalla pandemia di Covid-19 del 2020, il credito *investment grade* è oggi fondamentalmente stabile; gli *spread* creditizi offrono una certa sicurezza, anche in caso di un eventuale rallentamento dell'economia che usualmente coincide con un allargamento degli stessi (cfr. **Figura 6**).

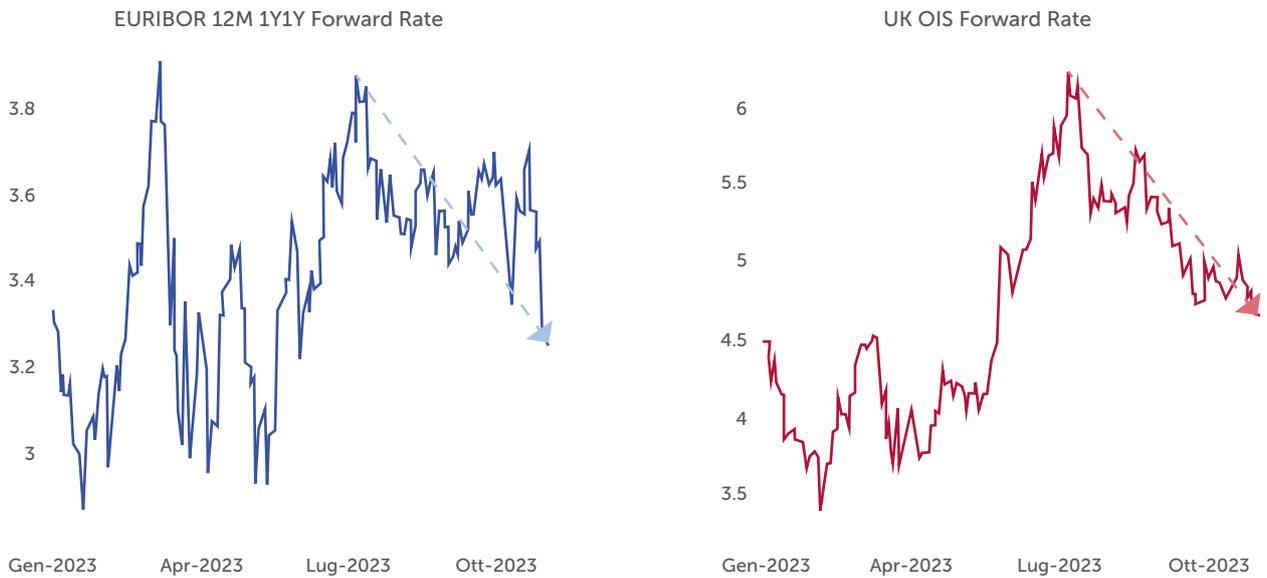
Figura 6 - Rendimenti e *spread* del credito rispetto alla distribuzione triennale



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati ICE.

Se guardiamo inoltre ai valori impliciti di mercato per i tassi di interesse di breve maggiormente influenzati dalle politiche monetarie di BCE e BoE, potremmo raggiungere un picco del 3-3.5% nell'Eurozona e del 4.5-5% nel Regno Unito nel prossimo futuro (cfr. **Figura 7**). Una stabilizzazione dei tassi di breve, che porterebbe una minore volatilità, sarebbe sicuramente favorevole agli *asset* a più alto rendimento e ovviamente anche al segmento IG.

Figura 7 - Tassi di interesse forward 1Y-1Y in Eurozona e UK

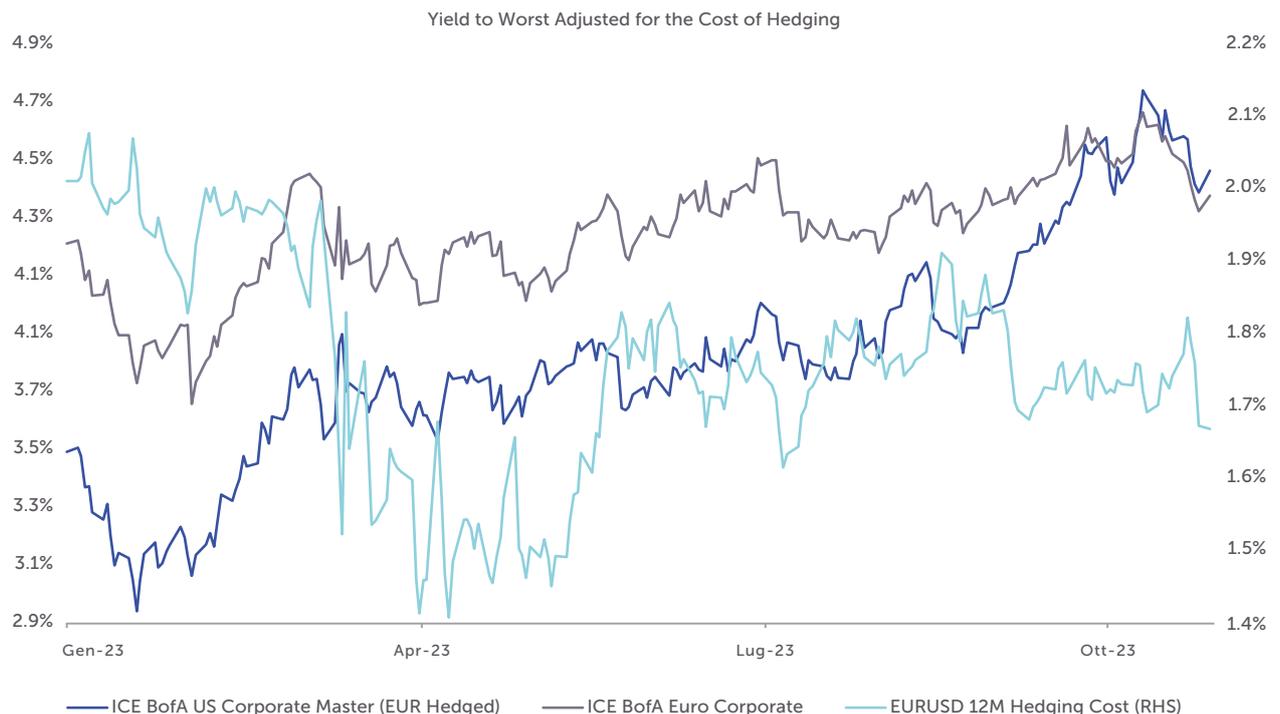


Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet.

Dopo aver vissuto l'elevata volatilità degli ultimi due anni, ogni investitore dovrebbe essere ormai ben conscio dei rischi associati all'investimento nel reddito fisso: le decisioni di politica monetaria alla luce dei valori dell'inflazione hanno un impatto sui prezzi, così come l'evoluzione delle condizioni macroeconomiche, soprattutto oggi in Eurozona dove stiamo assistendo a un deterioramento. Tuttavia, per il 2024 le proiezioni per il mercato obbligazionario globale *investment grade* sono quelle di fonda-

mentali che continueranno a essere solidi, nonostante i segnali contrastanti provenienti dalle varie economie. Di fronte a queste prospettive, un investitore europeo dovrà per prima cosa confrontare gli *yield to worst* delle rispettive aree geografiche, tenendo conto del costo di copertura del cambio (cfr. **Figura 8**): oggi i valori sono molto simili tra Europa e Stati Uniti, nonostante l'elevato costo di copertura del cambio, alla luce anche della maggior forza dell'economia statunitense.

Figura 8 - Yield to Worst: mercato del credito IG US (a cambi coperti) vs. Eurozona



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Reuters, ICE.

Metodologia

La stima di rendimento atteso per le obbligazioni *investment grade* si suddivide in tre elementi principali. Il primo è il rendimento derivante dalla componente *risk-free*: cioè il rendimento atteso di un equivalente paniere di titoli governativi, con un'allocazione geografica coerente con il paniere IG (i.e. il peso degli Stati Uniti è pari al 70%) e che incorpora già le nostre aspettative di variazione dei tassi di interesse e tiene conto del costo di copertura del cambio EUR/USD. Questo valore è pari a 5.39%. Il secondo elemento è il valore di *Option Adjusted Spread* (OAS): il differenziale di rendimento rispetto al tasso privo di rischio offerto da un'obbligazione *investment grade*, che tiene conto di un rischio di credito aggiuntivo e di eventuali opzioni incorporate come le opzioni *call* o *put*, anche qui calcolato in base alle relative proporzioni geografiche de-

gli indici di riferimento ICE BofA Euro Corporate e ICE BofA US Corporate Master. Questo valore è pari a 1.49% per l'area Euro e a 1.24% per l'area dollaro: globalmente corrisponde a un valore di 1.32%. Il terzo elemento è la variazione attesa dell'OAS in funzione dell'evoluzione attesa dei tassi di interesse. Storicamente vi è una correlazione inversa tra questi: quando le banche centrali riducono i tassi di interesse per stimolare l'economia, l'OAS in media aumenta, a causa delle maggiori preoccupazioni sulla salute finanziaria degli emittenti di obbligazioni in una fase di rallentamento economico. Queste forze opposte hanno entrambe un effetto sul costo dell'obbligazione e quindi sul rendimento, e devono essere prese in considerazione nel calcolo del rendimento atteso: attribuiamo un contributo di -0.41% a quest'ultimo elemento. Il rendimento atteso complessivo per il credito IG è quindi: $5.39\% + 1.32\% - 0.41\% = 6.29\%$.

Tabella 5 - Rendimenti attesi per credito IG

Area geografica	YTM corrente	OAS corrente	Rendimento risk-free* (EUR hedged)	d(spread)/d(interest rate)	Rendimento atteso
Euro	4.52%	1.49%	5.39%	-0.41%	6.29%
Dollaro	6.08%	1.24%			

Note: stima effettuata il 30 settembre 2023; (*) corrisponde al rendimento globale del corrispettivo paniere di titoli di stato, pesato per area geografica; il valore $d(\text{spread})/d(\text{interest rate})$ corrisponde al contributo globale di rendimento stimato derivante dalla variazione attesa degli spread in funzione della variazione attesa dei tassi di interesse: storicamente vi è una correlazione negativa.

High Yield

Il segmento *high yield* (HY) necessita di particolare attenzione per quanto riguarda il tasso di *default* atteso, che è determinante fondamentale del rendimento *ex post*. In **Figura 9** riportiamo il livello dello *spread* HY per Europa e Stati Uniti per gli ultimi 20 anni: momenti di relativa calma intervallata da momenti di elevato *stress* sul mercato. Questo si traduce in un'accentuata *skewness* nella distribuzione dello *spread*: il valore mediano (425 bps) è nettamente più basso del valore medio (505 bps).

Figura 9 - Credit spread dei titoli HY in Europa e Stati Uniti (bps)



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; dati aggiornati al 25-ott-2023.

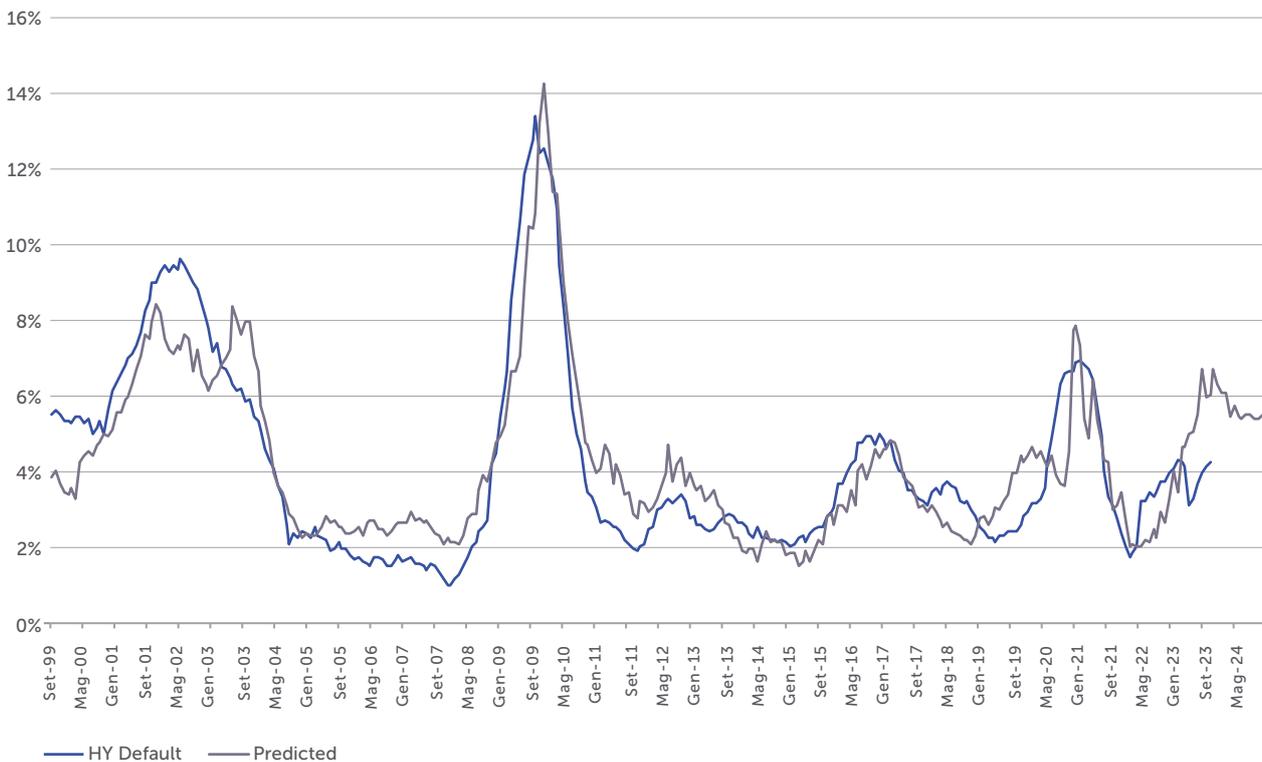
Metodologia

Per definire il rendimento atteso di questa *asset class*, abbiamo sviluppato un modello macroeconomico utile a stimare la probabilità di *default* nei prossimi 12 mesi, e quindi valutare se lo *spread* pagato sul mercato sia adeguato o meno. Si tratta di un modello econometrico in cui il tasso di *default* storico (Moody's) viene messo in relazione con alcune variabili macro-finanziarie con un lag temporale tra i 6 e i 12 mesi. In questo modo possiamo definire una previsione per il tasso di *default* atteso in futuro. Queste variabili sono volte a catturare le condizioni di finanziamento delle imprese e sono: *spread* HY, YTW al netto del *par-weighted* coupon, indice VIX e indici di Leading Indicators, Chicago Credit Conditions e Financial Stress Index. L'approccio consente di modellare accuratamente l'andamento storico del tasso di

default (Figura 10) con una regressione Elastic Net¹. È interessante notare come questo modello è oggi allineato con le previsioni relativamente pessimiste che perdurano ormai da un anno: tanti indicatori macroeconomici prevedevano infatti una recessione già all'inizio del 2023. Da un lato, questo è un "errore" del modello previsionale, perché nell'ultimo anno il tasso di *default* è stato più basso di quanto previsto; dall'altro, potrebbe essere solo un ritardo nel verificarsi della previsione.

In termini quantitativi, ci aspettiamo quindi un tasso di *default* al 5.67% cumulato nei prossimi 12 mesi, che ipotizziamo vada a convergere al tasso di *default* mediano di lungo termine del 3.5% su un orizzonte di cinque anni, con un *recovery rate* pari al 45%: calcoliamo quindi il rendimento atteso *default-adjusted* di un investimento HY su questo scenario previsionale.

Figura 10 - Tasso di *default* storico (HY globale) e tasso stimato



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet; dati aggiornati al 25-ott-2023.

1. L'uso di una Elastic Net con *cross-validation* da un lato stima i coefficienti per le variabili che sono davvero significative e dall'altro migliora la robustezza del modello previsionale. Questo processo avviene in termini di affinamento dei coefficienti tramite validazioni ripetute *out-of-sample*.

In sintesi, dato un valore corrente di OAS di 4.36%, che corrisponde ad un rendimento YTW di 8.87%, ci aspettiamo che i *default* riducano il *carry* effettivamente ottenibile dall'OAS al 1.55%. Questo valore si andrà poi a sommare al rendimento atteso dell'investimento governativo *risk-free*, che incorpora già al suo interno le nostre aspettative di variazione dei tassi di interesse espresse in precedenza, in modo da rendere coerenti tra loro le stime che facciamo sull'intera *asset class* del reddito fisso: la composizione geografica è già coerente con il

paniere HY (i.e. il peso degli Stati Uniti è pari all'80%) e tiene conto del costo di copertura del cambio EUR/USD. Infine, valutiamo anche il contributo della possibile variazione dello *spread* condizionatamente alla variazione attesa dei tassi: storicamente, periodi di tassi di interesse in diminuzione sono accaduti in concomitanza di *spread* in aumento; perciò, ci attendiamo un ulteriore piccolo contributo in negativo. Ne deriva un rendimento atteso del 6.80%, superiore di 1.44% al corrispettivo investimento *risk-free*.

Tabella 6 - Rendimenti attesi per credito HY

YTW corrente	OAS corrente	OAS default adjusted	Rendimento risk-free (EUR hedged)	d(spread)/d(interest rate)	Rendimento atteso
8.87%	4.36%	1.55%	5.37%	-0.12%	6.80%

Note: stima effettuata il 30 settembre 2023; il valore $d(\text{spread})/d(\text{interest rate})$ corrisponde al contributo di rendimento stimato derivante dalla variazione attesa degli *spread* in funzione della variazione attesa dei tassi di interesse: storicamente vi è una correlazione negativa.

Debito Sovrano Emergente

Per le stime di rendimento atteso del debito dei mercati emergenti, partiamo sempre dalle stime *market-implied*, quindi dai valori di *yield to worst* (YTW) correnti. Seguiamo poi due approcci differenti, in base alla valuta di denominazione.

Hard Currency Debt

Il debito in valuta forte (generalmente in dollaro o euro) da un lato non è soggetto ad incertezza sul tasso di cambio, al netto della copertura del cambio EUR/USD, ma dall'altro è soggetto a un rischio di *default*. Per quantificarlo, utilizziamo la distribuzione più recente degli emittenti in termini di *rating* (Moody's) e, dati i valori storici del tasso di *default* per ogni classe di *rating*, stimiamo il tasso di *default* atteso per i prossimi 12 mesi. Questo è generalmente determinato dalla quota di emittenti con *rating* "Caa" o inferiore, che hanno una probabilità di *default* storica del 12.6%: oggi circa il 17% degli emittenti si trova in questa categoria. Ne consegue un tasso di *default* atteso al 2.85%.

Oltre al tasso di *default*, dobbiamo definire anche una stima del tasso di *recovery*: questo valore storico si situa tra il 39% e il 50%, a seconda se consideriamo valori *value-weighted* o *issuer-weighted*. Dato il contesto geopolitico corrente e le maggiori difficoltà in termini di *rule-of-law* che sussistono in un contesto sovranazionale, preferiamo ipotizzare il minore dei due, in via precauzionale.

Tabella 7 - Rendimento atteso debito mercati emergenti in hard currency

YTM corrente	OAS corrente	OAS default adjusted	Risk-free return (EUR hedged)	Rendimento atteso
7.62%	3.21%	1.31%	5.36%	6.68%

Note: stime ed elaborazioni Quaesio su dati FactSet, Moody's; valori al 30 settembre 2023.

Local Currency Debt

Il debito sovrano in valuta locale rappresenta una sfida unica in termini di rendimenti attesi: se da un lato possiamo considerare marginale l'impatto dei *default*, dall'altro non possiamo ignorare la variabilità del tasso di cambio. Una delle poche relazioni relativamente stabili e robuste nel tempo, soprattutto su orizzonti temporali di medio-lungo periodo, rimane la parità reale dei tassi di interesse: tale relazione implica che, in presenza di mobilità internazionale dei capitali e parità dei poteri d'acquisto, il tasso di interesse reale deve essere uguale a livello globale. In altre parole, il tasso di interesse di ciascun Paese deve essere coerente con il tasso di interesse estero al netto delle aspettative di inflazione differenziale all'estero; se vi è maggior inflazione attesa estera, allora il tasso di interesse estero deve adeguatamente compensare il deprezzamento atteso della valuta estera:

$$i = i - \mathbb{E}[p - p]$$

dove l'apice indica variabili estere e p la variazione percentuale dei prezzi.

Possiamo quindi partire dalle stime di *consensus* (FactSet) per l'inflazione attesa nel periodo 2023-2025, sia nell'area euro sia nel paniere di Paesi emergenti rappresentativi dell'indice ICE BofA Emerging Markets Sovereign: vi è un differenziale di maggiore inflazione estera pari a 0.54%. Da qui, possiamo poi valutare la parità reale dei tassi di interesse da entrambe le prospettive, sia estera sia domestica:

prospettiva estera:

$$i = i - \mathbb{E}[p - p] = (5\% + 1.53\%) - 0.54\% = 5.99\%$$

prospettiva domestica:

$$i = i + \mathbb{E}[p - p] = 5.52\% + 0.54\% = 6.06\%$$

dove la prospettiva domestica parte dal rendimento atteso governativo in Eurozona e vi somma il differenziale di inflazione attesa per calcolare il rendimento atteso estero. Simmetricamente, la prospettiva estera parte dal rendimento atteso governativo estero, calcolando a partire dal valore YTM corrente nei mercati emergenti corretto per l'aspettativa di variazione dei tassi (ipotizzata allineata alle nostre aspettative sui tassi in euro e dollaro: i tassi di interesse dei Paesi emergenti di fatto seguono la Fed e la BCE), a cui sottraiamo il differenziale di inflazione. Ne risultano due tassi molto simili: 5.99% e 6.06%. Per arrivare alla definizione di un rendimento atteso consideriamo il valor medio, pari a 6.03%.

Tabella 8 - Rendimento atteso del debito dei mercati emergenti in local currency

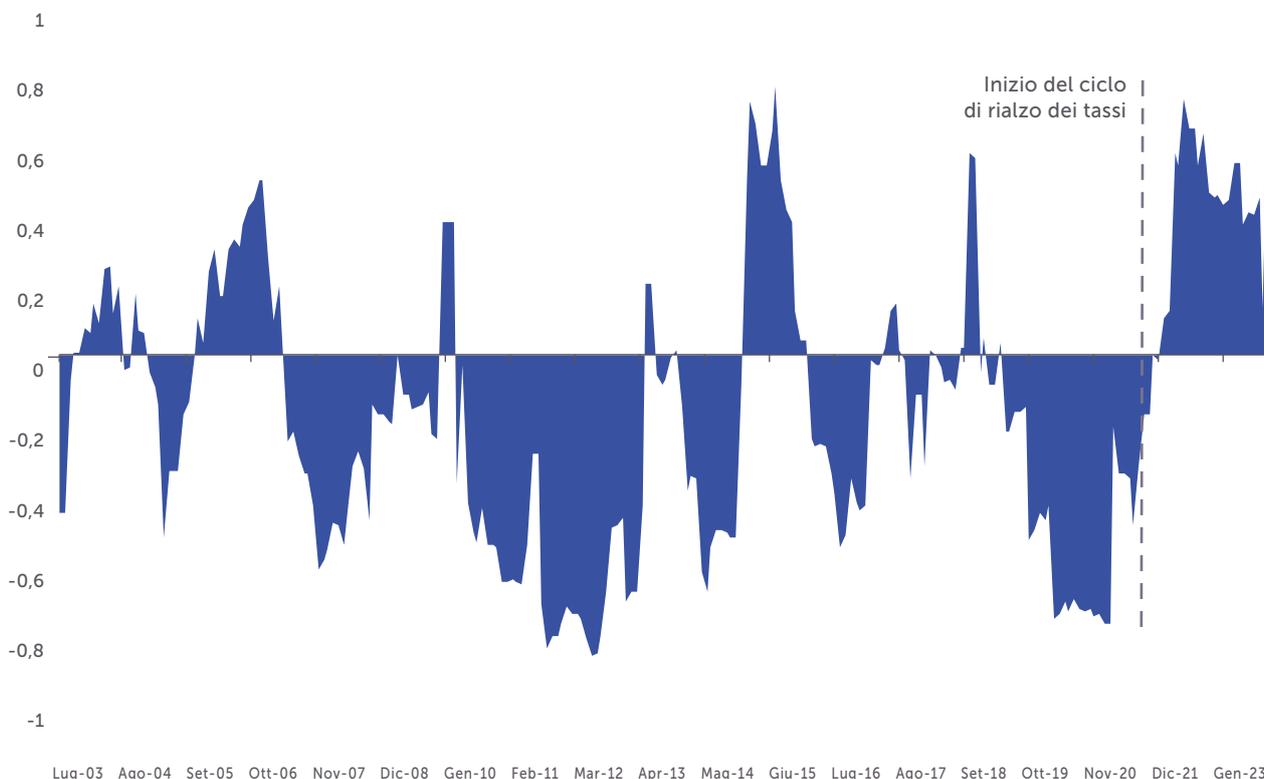
YTM corrente	Rendimento atteso Δ YTM	Aspettative di inflazione differenziale	Risk-free return (EUR hedged)
5.00%	1.53%	0.54%	6.03%

Note: si ipotizza che l'evoluzione dei tassi segua l'evoluzione stimata per le aree euro e dollaro; "Aspettative di inflazione differenziale" è definita come differenziale di inflazione attesa sul triennio 2023-2025 tra mercati emergenti ed Eurozona; stime ed elaborazioni Quaestio su dati FactSet; valori al 30 settembre 2023.

Correlazione azioni-obbligazioni

Negli ultimi due decenni, la correlazione tra obbligazioni governative e azioni è stata negativa per la maggior parte del tempo, costituendo una base importante per molte delle strategie di *asset allocation* più diffuse, come la "60:40" e la *risk parity*. Infatti, la correlazione negativa ha fornito un valido elemento di diversificazione, in quanto l'*asset class* "protettiva" (nel caso più comune i Treasury) forniva una copertura contro il rischio azionario e al tempo stesso una fonte di *carry* alimentata dal ribasso dei rendimenti. Tuttavia, questo elemento di diversificazione è scomparso in seguito all'aumento dell'inflazione e ai rialzi dei tassi d'interesse operati in risposta dalle banche centrali (cfr. **Figura 11**).

Figura 11 - Correlazione storica su 12 mesi tra S&P 500 e T-Note a 10Y

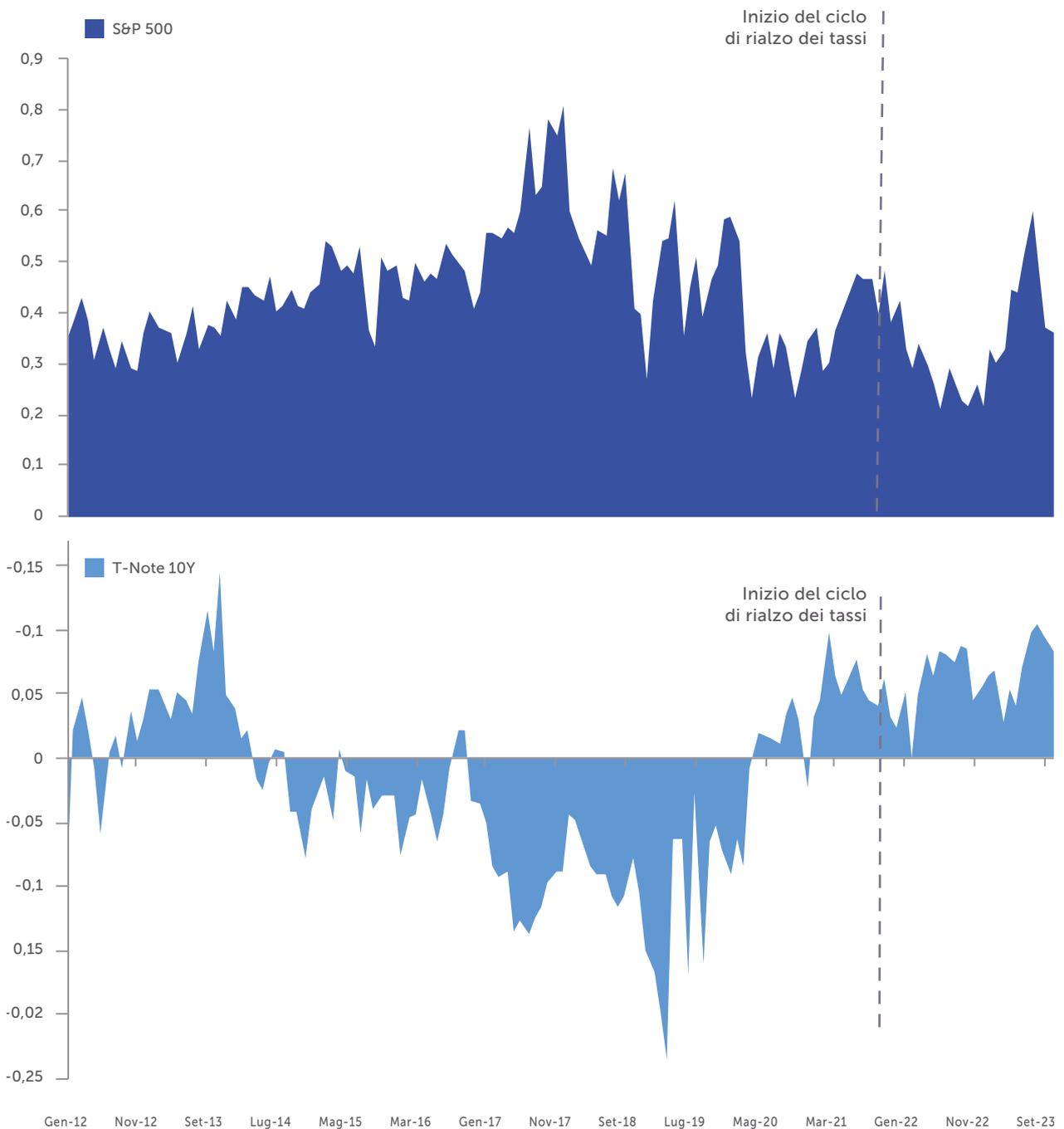


Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet, S&P Global, ICE.

Definiamo un modello di previsione della correlazione tra obbligazioni e azioni che sia *forward looking*, guardando alle informazioni estratte dalle opzioni su S&P 500 e T-Note 10Y. In particolare, la *skewness* delle distribuzioni dei rendimenti impliciti delle opzioni ci dà un'informazione implicita sulle aspettative di correlazione. Gli investitori sono generalmente avversi alle perdite e quindi tendono a comprare fin troppa protezione tramite le opzioni che li proteggo-

no da un rischio sistemico. Ciò determina a sua volta un'asimmetria nella distribuzione dei rendimenti impliciti delle opzioni. La distribuzione dell'indice S&P 500 è quasi sempre asimmetrica a sinistra, il che indica che la domanda di opzioni *put* è sovrabbondante e che gli investitori associano il ribasso dello S&P 500 al rischio di crollo sistemico. Dall'altra parte, l'asimmetria del T-Note 10Y oscilla da destra a sinistra (cfr. **Figura 12**).

Figura 12 - *Skewness* implicita a 12M nelle opzioni su S&P 500 e T-Note 10Y

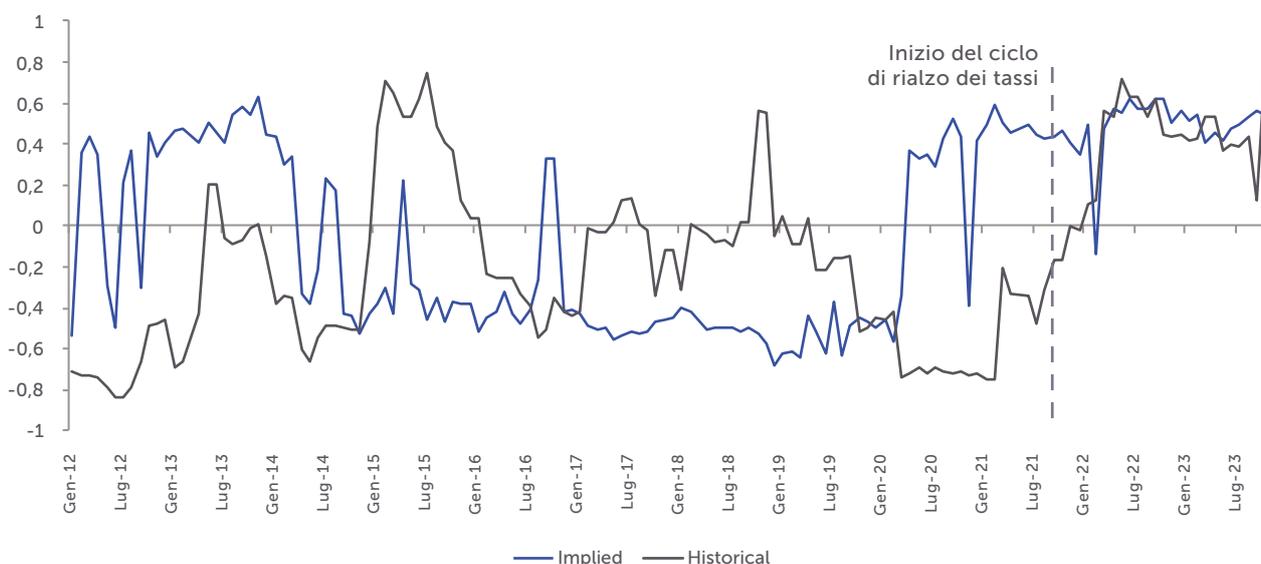


Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet, CBOE.

Quando la *skewness* implicita del T-Note 10Y è negativa, significa che gli investitori hanno comprato una maggior quantità di opzioni *put*, associando il ribasso del T-Note 10Y al rischio di crollo sistemico. Questo implica a sua volta una correlazione positiva tra il T-Note 10Y e lo S&P 500. Quando la *skewness* implicita del T-Note 10Y è invece positiva, significa che gli investitori associano il rialzo del T-Note 10Y al rischio di crollo sistemico, il che implica una correlazione negativa tra T-Note 10Y e S&P 500.

La relazione tra *skewness* e correlazione è valida ovviamente se l'unico *driver* della *skewness* è il fattore di rischio sistemico, il che sembra essere un'ipotesi ragionevole per queste due enormi *asset class*². Usando opzioni con scadenza 12 mesi, per il prossimo anno possiamo prevedere una correlazione tra azionario e obbligazionario positiva, e quindi ben poca possibilità di sfruttare appieno i benefici della diversificazione tramite un portafoglio bilanciato come il tipico "60:40" (cfr. **Figura 13**).

Figura 13 - Correlazione storica vs. implicita tra S&P 500 e T-Note 10Y



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet, CBOE, S&P Global, ICE.

Investimenti alternativi

Definiamo le aspettative di rendimento anche per alcune *asset class* alternative. Data la maggior aleatorietà di questa tipologia di *asset*, l'approccio che utilizziamo è duplice: da un lato utilizziamo i rendimenti storici, con un approccio statistico, dall'altro utilizziamo un rendimento prospettico, definito sulla base di ipotesi e modelli *ad hoc*. La media di questi valori ci dà il rendimento atteso per ciascuna *asset class*.

Tabella 9 - Rendimenti attesi per asset class alternative

	Rendimento storico	Rendimento prospettico	Rendimento medio atteso
Commodity	5.11%	3.63%	4.37%
Oro	6.56%	5.60%	6.08%

2. Si veda: Chang, Bo Young e Christoffersen, Peter e Jacobs, Kris e Vainberg, Gregory, *Option-Implied Measures of Equity Risk* (1 giugno 2009).

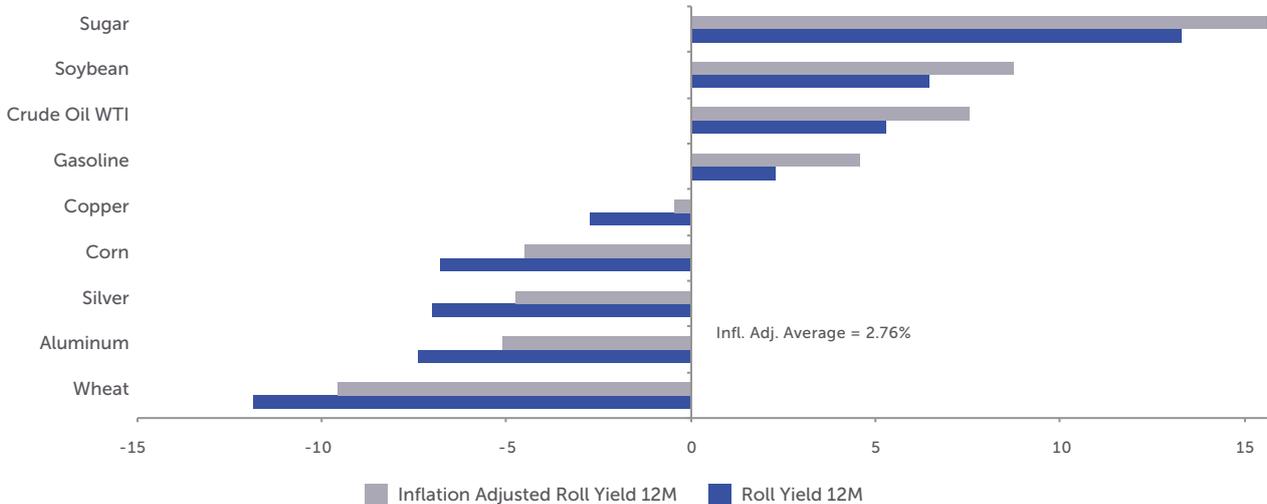
Commodity

Le *commodity* sono spesso considerate come un elemento di diversificazione e protezione all'interno di un portafoglio. Rispetto ad altre *asset class*, dove domina un *risk factor* comune, i prezzi delle varie *commodity* hanno andamenti molto più eterogenei. Questa diversificazione all'interno dell'*asset class* ha fatto sì che gli indici di *commodity* siano caratterizzati da una *skewness* molto elevata: rari casi di rendimenti estremamente elevati che "allungano" la distribuzione dei rendimenti verso destra, alzando così il valore della media al di sopra della mediana. Per confronto, il mercato azionario è invece caratterizzato da una dinamica opposta, con il valore medio abbassato rispetto alla mediana da rari eventi negativi. In altre parole, nonostante il fatto che le *commodity* non paghino alcun dividendo, questa esposizione a rari eventi di *performance* molto positiva, insieme ad una correlazione con il mercato azionario che è stata storicamente molto bassa (seppur con forte ciclicità), ha garantito una certa notorietà all'*asset class*. Tuttavia, la presenza di una evidente ed accentuata ciclicità nei rendimenti storici, i cosiddetti "supercicli" delle *commodity* degli anni 70 e degli anni 2000, rende la stima di un rendimento atteso futuro estremamente dipendente dallo scenario che si verificherà nel prossimo decennio.

Per quanto riguarda il rendimento storico delle *commodity*, facciamo affidamento su due metriche: la prima è il rendimento calcolato su un paniere di contratti *futures* negli ultimi 150 anni³, pari in media al 6%. Questo valore ci dà un riferimento su un orizzonte temporale molto elevato. La seconda metrica è invece il rendimento dell'indice Bloomberg Commodity dal 1995 ad oggi, pari al 4.2%, per avere invece un valore di riferimento di medio periodo, focalizzato sugli ultimi 30 anni. Quindi, consideriamo un valore medio del 5.1%.

Per quanto riguarda invece un orizzonte temporale prospettico di 12 mesi, ci focalizziamo sul rendimento atteso derivante esclusivamente dalla detenzione di un paniere di contratti *futures* su *commodity*, ipotizzando che la nostra selezione sia sufficientemente diversificata da limitare la volatilità di prezzo. In primo luogo, approssimiamo il rendimento atteso utilizzando il *roll yield* delle *curve* dei *futures*⁴. In secondo luogo, dato che le *commodity* sono attività reali prezzate in dollari, ipotizziamo di aggiungere anche il tasso di inflazione in dollari sui prossimi 12 mesi, per compensare il deprezzamento nominale del dollaro. Quindi, aggiungiamo il tasso di inflazione *breakeven* 1Y al rendimento del *roll*, ottenendo così un valore di rendimento atteso pari a 2.76% (cfr. **Figura 14**).

Figura 14 - Rendimento atteso nei prossimi 12 mesi per una selezione di *futures* su materie prime



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati CME e FactSet.

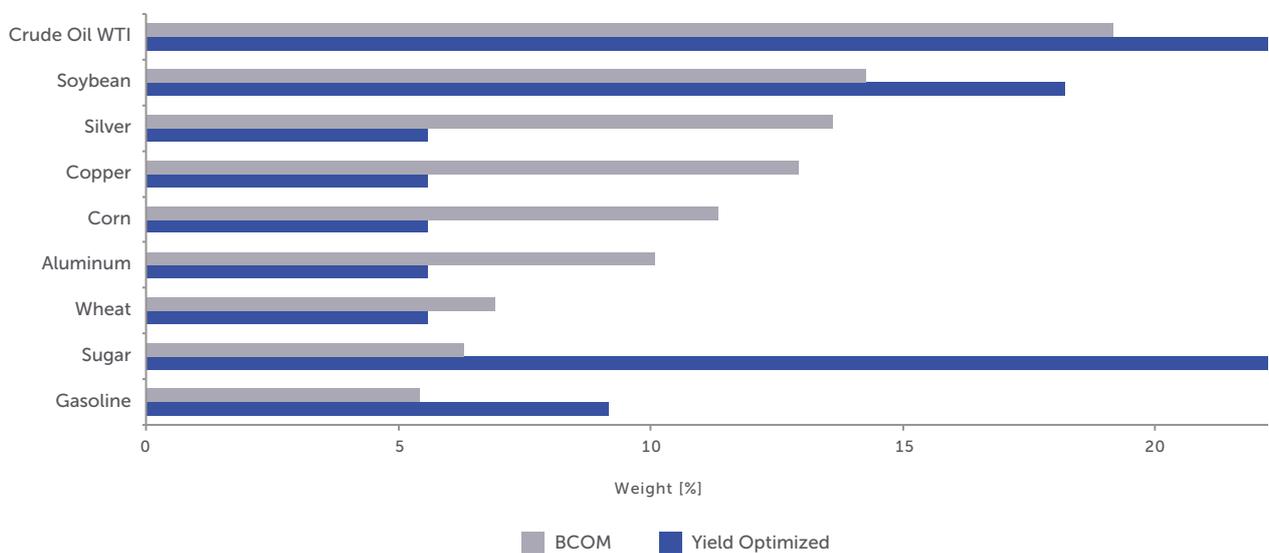
3. Si veda: Bhardwaj, Geetesh e Janardanan, Rajkumar e Rouwenhorst, K. Geert, *The Commodity Futures Risk Premium: 1871-2018* (18 settembre 2019).

4. Il termine "roll" si riferisce al passaggio da un contratto del mese precedente o "vicino" a un contratto "lontano". Mantenere la propria esposizione nei confronti di una *commodity* senza entrarne effettivamente in possesso richiede di "rollare" la propria posizione su contratti *futures* con una data di scadenza successiva. Man mano che i contratti si avvicinano alla data di scadenza, il prezzo dei *futures* e il prezzo *spot* tendono ad avvicinarsi, al fine di annullare ogni opportunità di arbitraggio. La differenza tra questi prezzi deriva sia dal costo del denaro, sia dalle dinamiche specifiche della singola *commodity*, come i costi di stoccaggio e il *convenience yield*. Questo rendimento derivante dalla semplice detenzione dei contratti è unico per le *commodity* ed è spesso noto come "rendimento da rollover" (*roll yield*) della *commodity*. A seconda della struttura della curva dei *futures*, il *roll yield* può essere positivo o negativo: negativo quando la curva dei *futures* è in contango (inclinazione verso l'alto, cioè i contratti lontani sono più costosi di quelli vicini), mentre positivo quando la curva dei *futures* è in *backwardation*.

In terzo luogo, è importante ricordare che assegnare semplicemente pesi uguali a ciascuna *commodity* all'interno del portafoglio potrebbe non essere l'allocazione più efficiente. Infatti, sarebbe possibile ottimizzare lo Sharpe ratio regolando dinamicamente le ponderazioni del portafoglio, orientandosi quindi verso le materie prime che offrono rendimenti attesi più elevati per unità di rischio (ossia, volatilità). Per evitare una sovraesposizione a una specifica *commodity*, imponiamo anche che la *commodity* meno pesata del portafoglio abbia almeno un quarto del peso della

commodity più sovrappesata. Il portafoglio così ottenuto ha oggi un rendimento prospettico del 6.22% nei prossimi 12 mesi, accompagnato tuttavia da una volatilità annua del 11.9% (cfr. Figura 15). Un'alternativa è usare una metodologia simile a quella del Bloomberg Commodity Index che, avendo una composizione relativamente più stabile nel tempo, determina un rendimento atteso nei prossimi 12 mesi un po' meno elevato, pari al 2% con volatilità annua del 13.2%. La media di questi tre valori ci porta a definire un rendimento atteso prospettico pari al 3.63%.

Figura 15 - Composizione di un portafoglio diversificato di materie prime che assegna i pesi (a) proporzionalmente a quelli del Bloomberg Commodity Index e (b) per massimizzare lo Sharpe ratio in base alle stime correnti di *roll yield* e inflazione attesa come misura di rendimento atteso a 12 mesi



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati CME e FactSet.

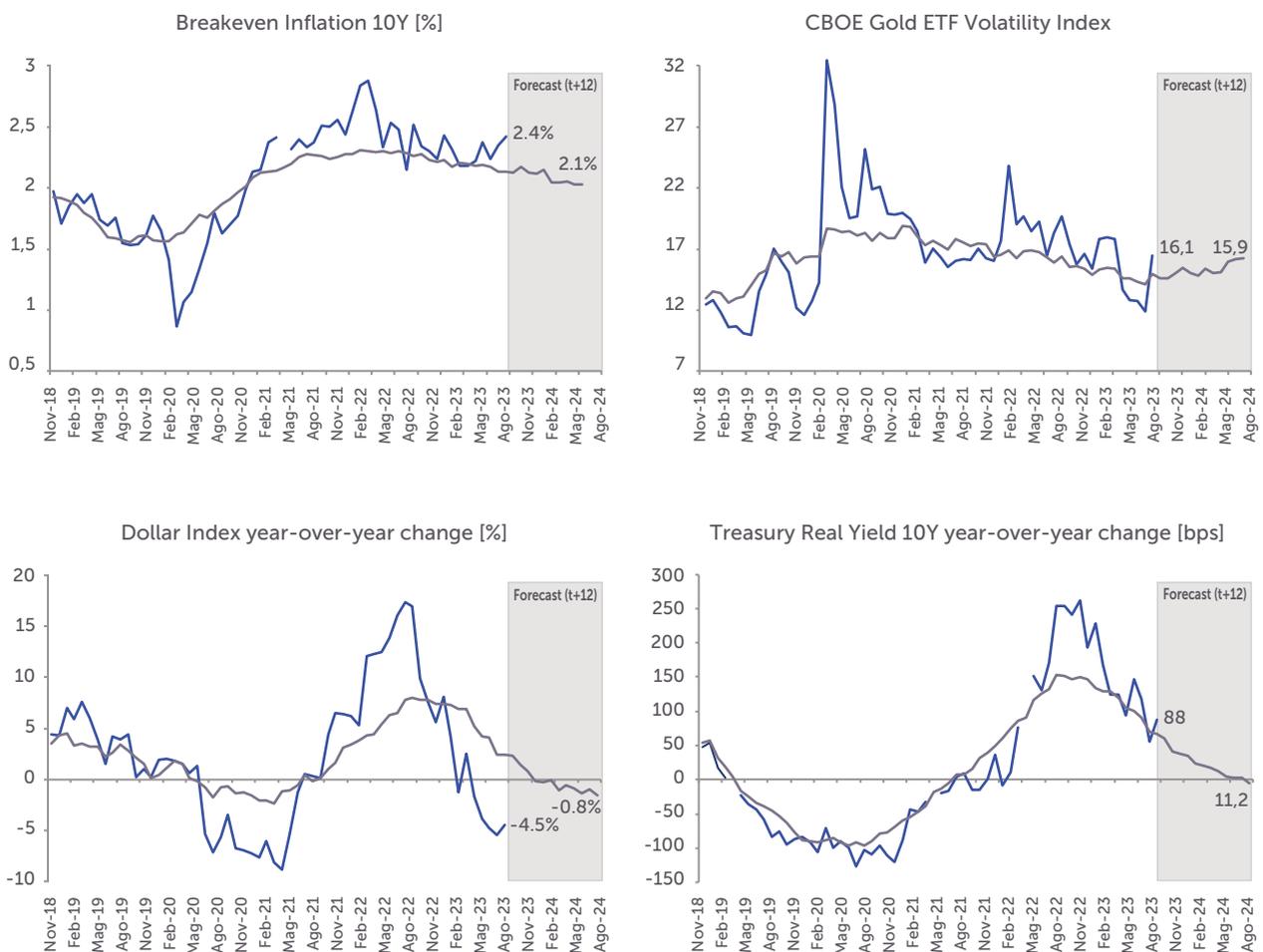


Oro

L'oro si distingue dalle varie *commodity* per aver ricoperto per molti anni il ruolo di riserva di valore, oltre che metodo di pagamento. Quindi merita un'analisi dedicata. Purtroppo, non vi è un modello teorico sufficientemente condiviso ed accettato per definire quale sia il prezzo di equilibrio dell'oro e quindi il suo rendimento atteso. Per cercare di definire tale valore, abbiamo messo a punto un modello econometrico che considera diversi indicatori finanziari direttamente collegati ai prezzi dell'oro:

- il tasso di inflazione di *breakeven* a 10 anni, che riassume le aspettative di inflazione a lungo termine, dato il ruolo dell'oro come riserva protettiva contro l'inflazione;
- Il rendimento dei Treasury US a 10 anni, poiché i prezzi dell'oro sono influenzati dal costo del denaro in termini di costo opportunità;
- l'indice VIX del CBOE, perché l'oro è percepito come un bene rifugio nei momenti di turbolenza del mercato;
- l'indice CBOE della volatilità implicita dell'oro ("CBOE Gold ETF Volatility Index"), che cattura il livello di an-

Figura 16 - Fit econometrico del modello previsionale sugli ultimi cinque anni per quattro delle variabili in *input*: inflazione di *breakeven* 10Y; CBOE Gold ETF Volatility Index; variazione annua percentuale del Dollar Index; variazione annua del rendimento reale del Treasury 10Y



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Federal Reserve System, CBOE, S&P Global, LBMA, FactSet; il modello è stato stimato su dati mensili dal 2003 in poi (quindi 240 osservazioni per 7 variabili).

sia degli investitori per le fluttuazioni future dei prezzi dell'oro;

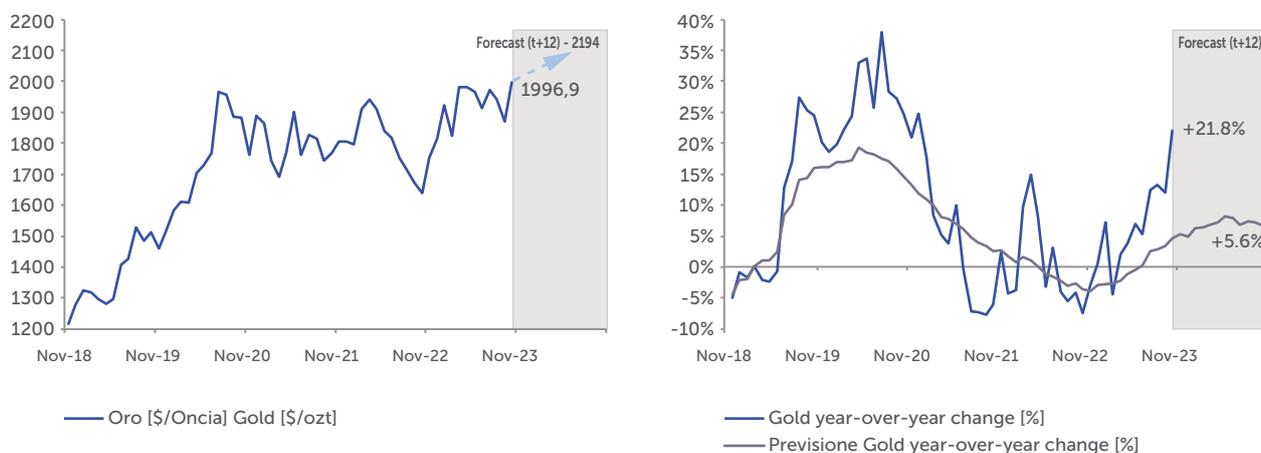
- l'indice azionario S&P Global 1200 Gold, che cattura le dinamiche globali di domanda e offerta di oro legandosi all'andamento di mercato dei produttori e dei minatori;
- il Dollar Index, dato che la forza o la debolezza del dollaro hanno in genere una relazione inversa con i prezzi dell'oro;
- il tasso di interesse reale statunitense a 10 anni, considerando che i prezzi dell'oro mostrano storicamente una correlazione negativa con i tassi reali.

Partendo dal presupposto che queste variabili e il prezzo *spot* dell'oro rispondano a una serie di "fattori latenti" non osservabili, influenzati da specifici cicli economici e dal sentiment di mercato prevalente, possiamo stimare questi fattori sulla base dei dati storici. Con l'aiuto del nostro modello econometrico, estraiamo questi fattori latenti e simuliamo il comportamento di ciascuna variabile nei prossimi 12 mesi, proiettando così la *performance* dell'oro⁵. Dato il breve orizzonte di previsione di 12 mesi, è essenziale sottolineare che questi fattori

latenti, indicativi del *sentiment* del mercato, sono probabilmente più determinanti dei fattori industriali di domanda e offerta. In **Figura 16** illustriamo come si è comportato questo modello di previsione negli ultimi cinque anni rispetto a quattro variabili prese a campione dall'insieme che abbiamo definito in precedenza.

Data la precisione soddisfacente, possiamo sfruttare questo modello per fornire una previsione sul prezzo spot dell'oro: un moderato aumento nel 2024, sostenuto da una serie di fattori. Da un lato, le aspettative di inflazione dovrebbero stabilizzarsi in un contesto di *higher for longer*, fornendo così un sostegno ai prezzi dell'oro. Anche il dollaro USA dovrebbe rimanere relativamente stabile rispetto alle altre principali valute, rendendo l'oro più attraente dal punto di vista global. Infine, tra gli altri fattori che potrebbero favorire la domanda di oro nel 2024 vi sono le tensioni geopolitiche (catturate dalla dinamica del VIX) e gli acquisti delle banche centrali. Negli ultimi anni le banche centrali sono infatti state acquirenti netti di oro e pensiamo che questa tendenza possa continuare anche nel 2024. Sulla base di questa analisi, definiamo un'aspettativa di aumento dei prezzi dell'oro per il 2024: +5.6% (cfr. **Figura 17**).

Figura 17 - Variazione attesa del prezzo dell'oro nei prossimi 12 mesi



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati LBMA.

5. Per un riferimento metodologico più rigoroso, si vedano nell'ordine: Stock, J.H., e M.W. Watson (2002), *Forecasting using principal components from a large number of predictors*, Journal of the American Statistical Association, 97, 1167-1179; Bañbura, Marta, Domenico Giannone, e Lucrezia Reichlin (2011), *Nowcasting*, The Oxford Handbook of Economic Forecasting; Bañbura, Marta, e Michele Modugno (2014), *Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data*, Journal of Applied Econometrics 29, no. 1: 133-160; Morel, Rudy, Stéphane Mallat, e Jean-Philippe Bouchaud (2023), *Path Shadowing Monte-Carlo*.

Private Assets

Gli investimenti illiquidi hanno notevolmente incrementato la propria presenza nelle allocazioni di molti investitori (istituzionali e non) nel corso degli ultimi anni, favoriti principalmente dal contesto di *zero interest rate policy* (ZIRP). La categoria merita quindi uno spazio autonomo in questa analisi. Tuttavia, preferiamo mantenere separata questa *asset class* in termini di ottimizzazione di portafoglio: i modelli "classici" infatti non sono adatti a gestire correttamente *asset class* per cui non vi sono metriche di *performance* storiche comparabili tra loro, come appunto i *private asset* che riportano valori a frequenza soltanto trimestrale o minore⁶ in mancanza di valorizzazioni liquide di mercato.

Private Equity e Venture Capital

Mercato e Prospettive

I volumi di investimenti, vendite e fundraising si sono tutti significativamente ridotti da ormai più di un anno, in concomitanza con il ciclo di rialzo dei tassi. A livello globale, il volume di investimenti da parte dei fondi di *buyout* potrebbe aggirarsi a circa 400 miliardi di dollari nel 2023, un declino di circa il 40% rispetto ai valori⁷ del 2022 ed ancor maggiore rispetto al 2021, anno record con 1 trilione di dollari. Bisogna tornare al 2017 per trovare un livello di investimenti così basso. Oltre alla numerosità delle transazioni, è in particolare il valore medio delle transazioni ad essere crollato.

Una dinamica di riduzione ancor più drastica si trova nelle exit delle società in portafoglio da parte dei fondi alternativi. I fondi di *buyout* hanno oggi circa 26000 società in portafoglio, per un valore di circa 2.8 trilioni di dollari: di questi investimenti, circa un quarto ha superato la soglia dei 6 anni di vita, mentre più della metà i 4 anni di vita - quando la vita tipica di un investimento di questo tipo è storicamente di 5 anni. Questa riduzione di attività si riflette anche nelle valutazioni del mercato secondario: lo sconto medio rispetto al NAV si aggira ancora intorno al 10-15%, un numero molto

elevato, seppur leggermente in ripresa rispetto ai valori del 2022. In quest'ambito sono soprattutto i fondi di *Venture Capital* che continuano a soffrire maggiormente, con sconti rispetto al NAV che arrivano al 30%. Infine, l'ammontare di *Dry Powder*, cioè il capitale non ancora richiamato, ha raggiunto il valore record di 3.7 trilioni di dollari, nonostante la riduzione nella raccolta di capitale che, seppur significativa, è stata però meno forte rispetto alla riduzione dei volumi di attività.

Se prendiamo come riferimento l'andamento dei mercati azionari, che sono un benchmark naturale per le valutazioni del capitale azionario del *Private Equity*, possiamo conciliare queste dinamiche in maniera relativamente naturale: se nel 2022 i manager di *Private Asset* non hanno ridotto le valutazioni dei loro investimenti in maniera consistente con i mercati azionari, nel 2023 gli stessi investimenti sono rimasti fermi, nonostante un mercato azionario in rialzo, proprio per recuperare il gap creatosi nel 2022. Se e quanto di questo gap sia ancora da recuperare è una domanda molto difficile a cui rispondere. La lezione principale è che la ridotta volatilità di questa *asset class* non è soltanto questione di *accounting*, ma riflette anche la relativa illiquidità del mercato, soprattutto oggi: poche transazioni da parte degli operatori e valutazioni di conseguenza spesso bloccate, illiquide, e quindi anche senza volatilità.

In termini di prospettive future, un fattore che potrà creare alcune difficoltà a questo settore anche nei prossimi anni è il livello dei tassi di interesse: valori elevati rendono infatti più costosa questa strategia di investimento. Il livello medio di leva finanziaria per i fondi di *buyout* finanziari nel mercato dei *leveraged loan* è di circa 5.9x EBITDA (valori Pitchbook 2022): valori nettamente superiori ai corrispettivi dei mercati azionari liquidi (circa 3-3.5x). In altre parole, i fondi di *buyout* hanno fatto spesso affidamento sulla leva finanziaria per generare rendimenti, strategia che in un contesto di tassi bassi e decrescenti ha funzionato molto bene. Ora che il livello dei tassi si è alzato e rischia di rimanere elevato a lungo, questa strategia rischia di subire un notevole ridimensionamento: le ultime operazioni sembrano infatti realizzarsi con livelli di leva tra il 3x e il 4x, riducendo sì il costo del debito, ma allo stesso tempo impattando sui

6. Per un tentativo di integrazione tra asset liquidi e illiquidi all'interno della medesima asset allocation si veda ad esempio: Ang, A., Papanikolaou, D., Westerfield, M. M. (2014). Portfolio choice with illiquid assets. *Management Science*, 60(11), 2737-2761.

7. Fonte: Stuck in Place: *Private Equity Midyear Report 2023*, Bain & Company (2023).

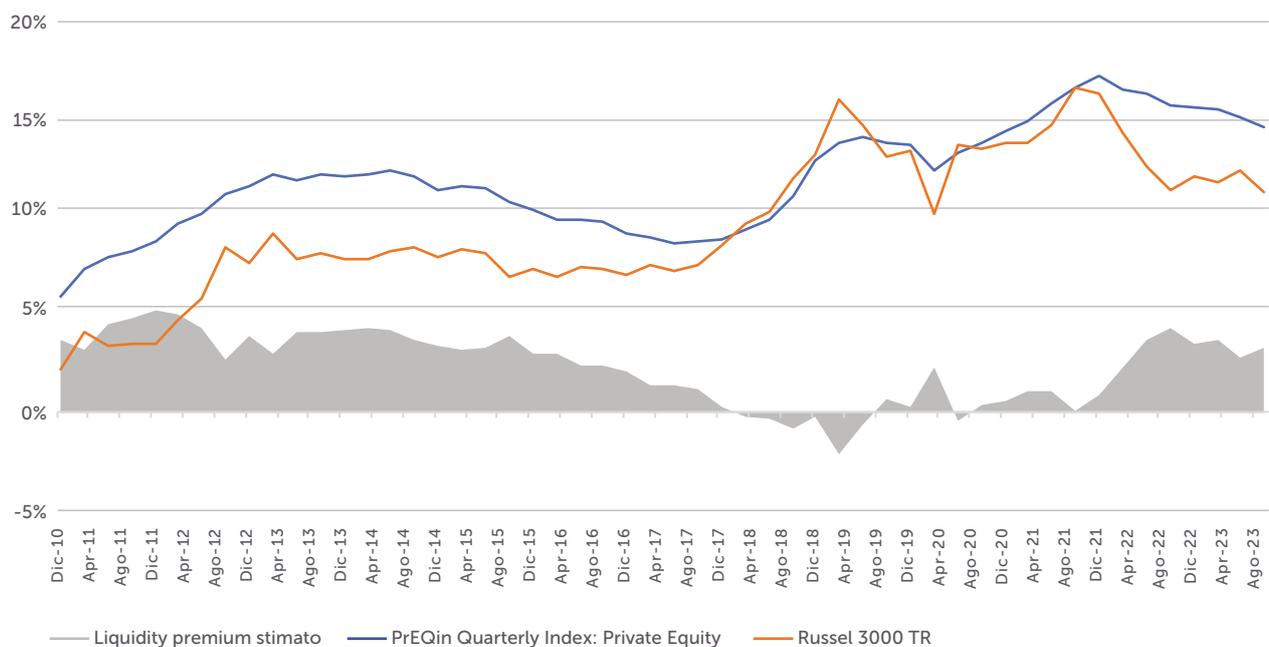
rendimenti attesi del capitale. Tuttavia, oggi vi sono due importanti fattori che potranno giocare a favore dei rendimenti futuri: (i) vi è una consistente *knowledge* accumulata negli anni dai principali managers ed operatori del settore, e (ii) le valutazioni di molte società Small-Cap sono a livelli storicamente molto contenuti, se guardiamo ai principali indici nei mercati liquidi, e questo potrebbe offrire notevoli opportunità agli operatori del settore in termini di possibili acquisizioni, andando così a utilizzare il notevole *Dry Powder* accumulato con investimenti profittevoli.

Metodologia

Per stimare il rendimento atteso che ci possiamo attendere dagli investimenti in Private Equity, possiamo

partire da un'analisi dei rendimenti passati. L'orizzonte temporale di un investimento in Private Equity è di almeno dieci anni: dobbiamo quindi confrontarlo con un investimento azionario di simile durata. In Figura 18 riportiamo il rendimento (annualizzato) calcolato su una finestra scorrevole di 10 anni dell'indice PrEQin Private Equity e dell'indice azionario Russell 3000, che offre un grado di rappresentatività sufficiente delle società in cui investono i fondi di Private Equity. In altre parole, possiamo osservare il rendimento ottenuto *ex post* (dopo 10 anni di investimento) dal 2010 ad oggi. La differenza tra le due serie temporali ci può dare un'indicazione implicita sul premio di liquidità: cioè la remunerazione aggiuntiva che si potrebbe ottenere bloccando l'investimento per un periodo di tempo considerevole, rispetto all'avere l'opzione di liquidarlo velocemente. Tale premio

Figura 18 - Rendimenti rolling su una finestra di 10 anni: indice PrEQin Private Equity vs Russell 3000



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati PrEQin e FactSet.

si aggirava intorno al 4% nel periodo 2010-2016, per poi mantenersi intorno allo 0% nel 2017-2021, e poi risalire nuovamente dal 2022 in poi.

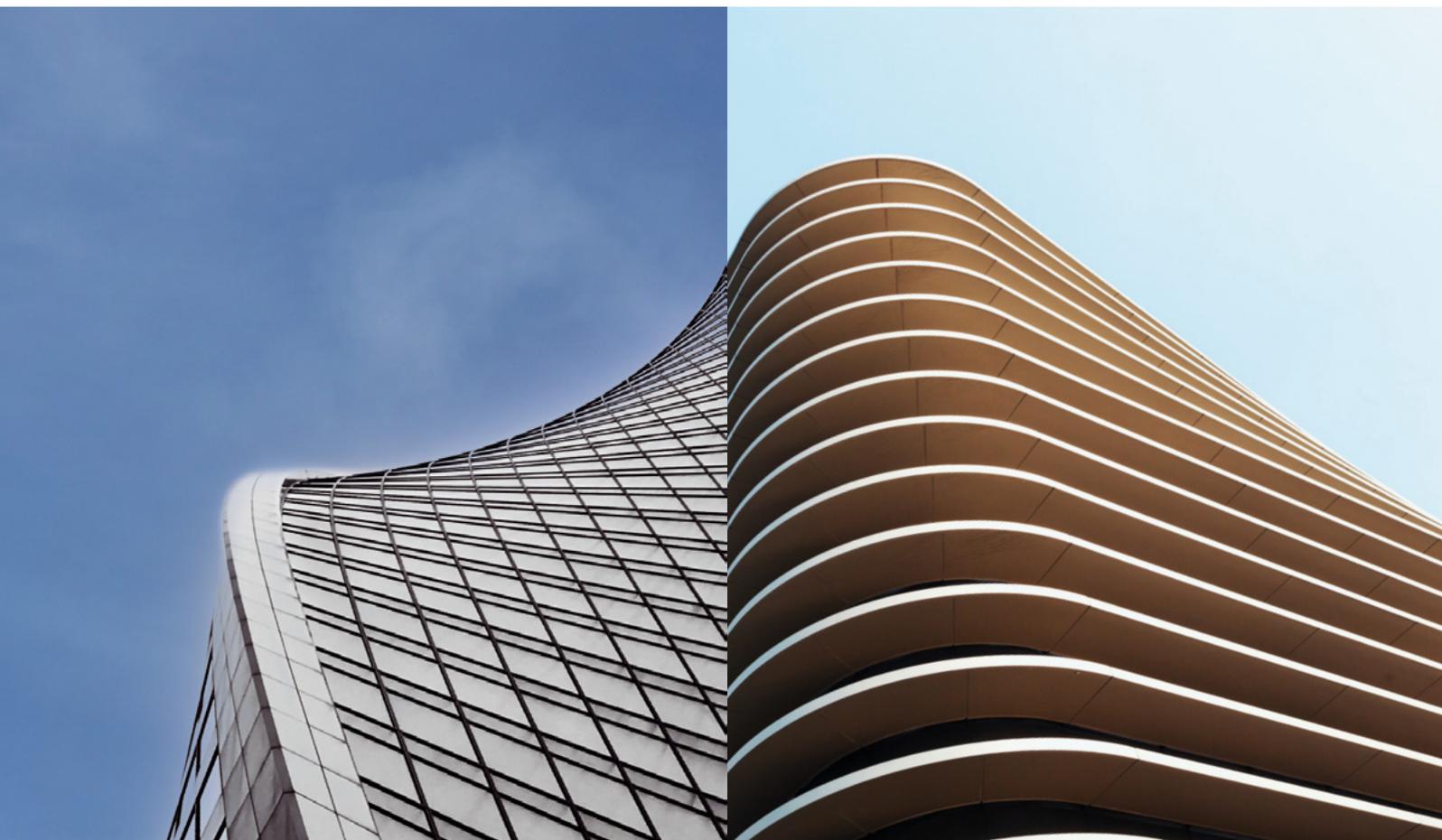
Il confronto implica ovviamente alcune importanti semplificazioni. Prima di tutto, l'investimento (e disinvestimento) nel mercato azionario avviene in un unico istante temporale, mentre l'indice di PrEQin è costruito basandosi sui valori di NAV, distribuzioni e richiami di capitale spalmati sui diversi trimestri, cioè con un profilo di investimento molto più continuo nel tempo, così come il profilo di distribuzioni. Questo aspetto ha una fondamentale implicazione in termini di gestione: investire in Private Equity richiede di adeguarsi al profilo temporale dei richiami e delle distribuzioni di ciascun fondo, quindi necessità di un "cuscinetto" di liquidità che, seppur possa essere ottimizzato, non è però possibile eliminare, creando così un costo implicito: il premio di liquidità serve anche a compensare questo costo. In secondo luogo, la minor volatilità della serie di Private Equity deriva sostanzialmente dall'utilizzo del NAV come input, che per sua natura è meno volatile dei prezzi di mercato quotati in borsa. Infine, gli investimenti sottostanti sono simili, ma non uguali: vi sono differenze in termini di dimensioni, settori e geografie, oltre che di tipologia di società e di struttura del capitale utilizzata. Su quest'ultimo punto, è un fatto piuttosto consolidato che i fondi di Private Equity facciano uso di leva finanziaria in misura maggiore rispetto alle società quotate: da un lato questo aumenta meccanicamente il rendimento del capitale, dall'altro potrebbe aumentarne il rischio - anche se su questo punto vi è notevole dibattito, in quanto i fondi di Private Equity hanno delle leve gestionali e finanziarie probabilmente più efficaci per affrontare questo maggior rischio.

Nonostante tutto, possiamo utilizzare questa evidenza come base per costruire la nostra stima di rendimento atteso. Quindi, partendo dal rendimento atteso di lungo periodo stimato per il mercato azionario nel suo complesso (8.9% per il mercato globale), possiamo aggiungere la nostra stima del premio di liquidità che si attese a 1.5%, leggermente minore della media semplice (2.3%) calcolata sul periodo a nostra disposizione proprio alla luce dell'azzeramento del premio nel periodo 2017-2021 e del momento particolare che stanno vivendo i mercati dal 2022 in poi (quotazione azionarie al ribasso e forte contrazione delle transazioni nel mercato privato). Ne otteniamo un rendimento prospettico di 10.4% che però, come anticipato precedentemente, non tiene conto dei costi impliciti di investimento in questo tipo di asset class, che richiede una notevole capacità di gestione ed ottimizzazione dei flussi e della liquidità.

Tabella 10 - Rendimento atteso per Private Equity

	Rendimento atteso equivalente liquido*	Premio di liquidità	Rendimento atteso
Private Equity	8.9%	1.5%	10.4%

Note: () rendimento atteso per un indice azionario globale (mercati sviluppati) di lungo termine.*



Private Debt

Mercato e Prospettive

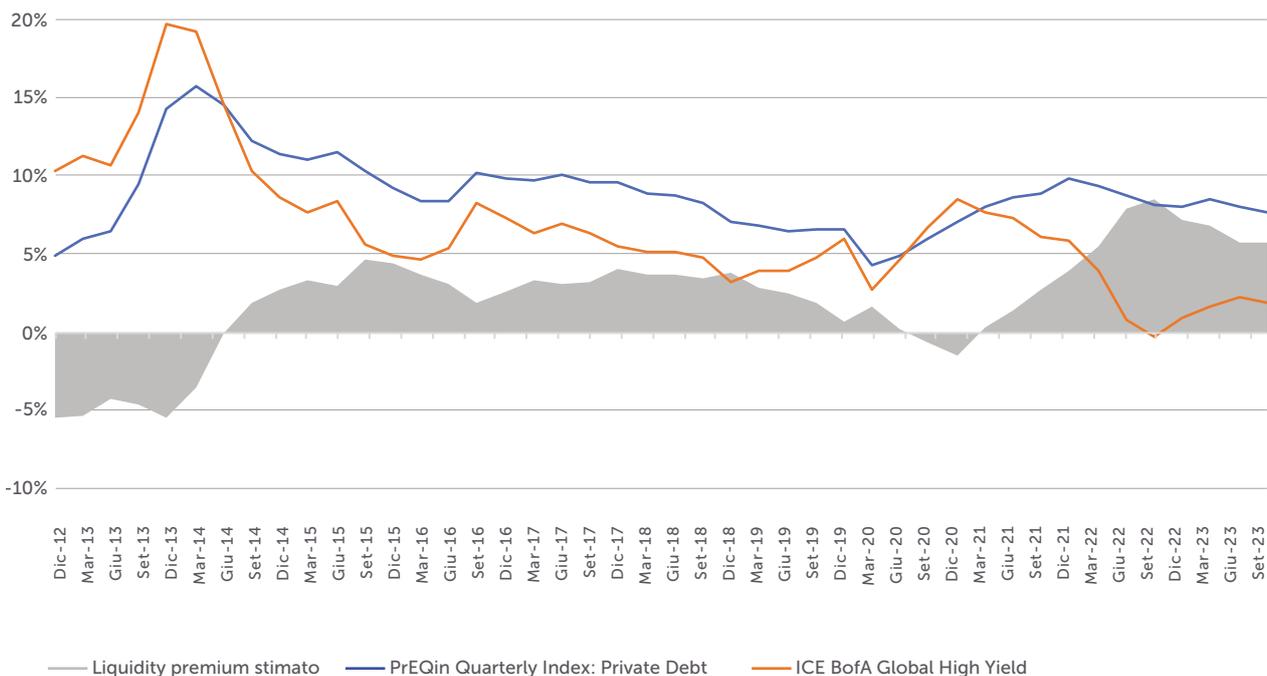
Il mercato del Private Debt ha continuato invece con successo la sua crescita in termini di attivi in gestione e operazioni realizzate. Da un lato, le caratteristiche del debito - a tasso variabile e con scadenze relativamente limitate - hanno permesso di far fronte al forte rialzo dei tassi di interesse. Dall'altro, gli operatori di Private Debt svolgono un ruolo sempre più cruciale nelle operazioni di *buyout*: sia le banche sia il mercato dei *syndicated loan* hanno subito una fortissima contrazione negli ultimi 12-18 mesi, lasciando un vuoto che gli operatori di Private Debt erano pronti a occupare, nonostante la riduzione assoluta dei volumi e delle transazioni. In vista del 2024 il mercato globale del Private Debt dovrebbe quindi continuare a crescere in modo significativo, aspettativa che si riflette anche nell'andamento della raccolta di capitale, nettamente più promettente rispetto a quasi tutte le altre classi di investimenti illiquidi. Le conversazioni che abbiamo condotto con i vari operatori e investitori in Private Debt ci suggeriscono una prospettiva ottimistica per questo mercato, anche a fronte del disgelo del panorama dell'*origination*. Non per questo non esistono sfide e rischi: uno dei principali venti contrari per il mercato del Private Debt nel 2024 riguarda la distribuzione. Il volume delle nuove operazioni per i finanziatori privati si sta riducendo a causa del rallentamento

del mercato M&A. Il settore immobiliare commerciale (CRE), in particolare quello degli uffici, è destinato a diventare un'area di attenzione fondamentale per tutta la fine del 2023 e nel 2024. Data la sua sensibilità ai tassi d'interesse e le considerevoli *maturity wall* a breve termine, il settore riceverà un'attenzione particolare. Apparentemente, le protezioni strutturali insite nel debito privato lo rendono sempre più interessante per gli investitori che cercano stabilità nel corso del ciclo economico. In periodi di elevata incertezza, questa classe di attivi ha il potenziale per preservare e persino far crescere i portafogli. Ma non dimentichiamo che in ultima istanza anche il Private Debt risponde ai medesimi fattori di rischio del mercato obbligazionario tradizionale.

Metodologia

Adottiamo qui un approccio simile a quanto fatto per il Private Equity. Quindi, partiamo da un'analisi storica dei rendimenti conseguiti in passato, su un orizzonte temporale però di cinque anni, più allineato a questo tipo di investimento, per ottenere una stima del premio di liquidità. La problematica maggiore sta qui nella scelta dell'indice liquido comparabile: la nostra scelta è caduta sull'indice obbligazionario *high yield* globale, per via della sua notorietà e della disponibilità storica di dati. Tuttavia, è purtroppo una approssimazione molto grezza, data principalmente dalle

Figura 19 - Rendimenti rolling su una finestra di 5 anni: indice PrEQin Private Debt vs ICE BofA Global High Yield



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati PrEQin e FactSet.

differenze negli strumenti di credito sottostanti: nel Private Debt si effettuano finanziamenti quasi sempre a tasso variabile, mentre nell'indice *high yield* il tasso è fisso - e questo ne amplifica ulteriormente la volatilità. In Figura 19 vediamo come infatti il rendimento conseguito sul mercato liquido sia nettamente più volatile, oltre ad aver subito il rialzo dei tassi del 2022-23 in maniera molto più significativa, con la stima del premio di liquidità che cresce fortemente proprio in questi ultimi due anni.

Per ottenere un rendimento atteso, partiamo prima dal valore dello spread creditizio (OAS) per l'indice obbligazionario globale *high yield*, corretto per il livello di default atteso, ed a questo aggiungiamo il premio di liquidità: il valore stimato su tutto l'orizzonte temporale è pari a 2.1%, che consideriamo una buona approssimazione al netto appunto del forte movimento dei tassi nel periodo più recente. Ne consegue quindi un rendimento atteso di 8.2%, con gli stessi caveat già descritti in precedenza.

Tabella 11 - Rendimento atteso per Private Debt

	Rendimento atteso equivalente liquido*	Premio di liquidità	Rendimento atteso
Private Debt	6.1%	2.1%	8.2%

Note: (*) *expected default-adjusted OAS per l'indice obbligazionario globale high yield.*





Chi Siamo

Quaestio Capital SGR S.p.A. è una SGR italiana indipendente che ha l'obiettivo di investire per i propri clienti coniugando capacità di ricerca ed esperienza diretta sui mercati.

Quaestio offre ai propri clienti un'ampia gamma di **soluzioni di investimento** nelle **principali asset class**. Grazie alle sue competenze, Quaestio è in grado di offrire **soluzioni** e **servizi su misura** diversificate e all'avanguardia per rispondere alle **esigenze** di gestione del patrimonio degli **investitori**.

IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI

Materiale di Marketing.

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo esclusivamente informativo, di natura non pubblicitaria né promozionale. Il messaggio riflette il punto di vista di Quaestio Capital SGR S.p.A. ed è soggetto a eventuali modifiche. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, sollecitazione al risparmio o collocamento di strumenti finanziari.

Copyright © 2023/2024 Quaestio Capital SGR S.p.A. - Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione totale o parziale del presente materiale senza previa autorizzazione scritta del proprietario del copyright.



Quaestio Capital SGR S.p.A.

Corso Como 15 - 20154 Milano

Tel. +39 02 3676 5200

commerciale@quaestiocapital.com

www.quaestiocapital.com