

Secondo trimestre 2025

Il capitale naturale come elemento stabilizzatore dei portafogli di investimento



Gwen Busby

PhD., Head of Research and Strategy,
Nuveen Natural Capital



Skye Macpherson

CAIA, Head of Global Asset Management,
Nuveen Natural Capital

INTRODUZIONE

La volatilità storica e l'incertezza dei mercati azionari globali richiedono attenzione. L'escalation della guerra commerciale e i timori inflazionistici inducono gli investitori a riconsiderare l'allocazione patrimoniale. È imperativo ottimizzare il posizionamento nell'attuale contesto economico. Le allocazioni con funzione di cuscinetto assumono priorità strategica per mitigare il rischio complessivo del portafoglio e ridurre l'impatto delle fluttuazioni di mercato.

Il reddito fisso è spesso descritto come un cuscinetto contro gli shock in un portafoglio di investimento e la nostra ricerca dimostra che il capitale naturale può svolgere un ruolo simile, fornendo:

- Vantaggi di diversificazione, grazie alla sua de-correlazione con i mercati azionari e obbligazionari pubblici;
- Rendimenti costanti nei periodi di elevata volatilità;
- Preservazione del capitale, soprattutto in caso di drawdown.

Come asset class, il capitale naturale si è sviluppato negli ultimi trent'anni ampliando la propria portata e gamma di opportunità nell'universo investibile per gli investitori istituzionali. Attualmente, l'universo degli investimenti istituzionali in terreni agricoli e boschivi raggiunge oltre \$600 miliardi a livello globale¹.

I risultati di performance riportati dal NCREIF per i terreni agricoli e boschivi statunitensi sono stati fondamentali per dimostrare i vantaggi a livello di portafoglio offerti da questa asset class. Hanno infatti confermato i vantaggi strategici di questa asset class nella costruzione del portafoglio. Tale evidenza ha validato gli investimenti in capitale naturale, catalizzando maggiori allocazioni. Recentemente, l'interesse verso i benefici climatici e ambientali ha ulteriormente rafforzato l'attrattiva di investimenti in terreni boschivi e agricoli.

PEZZO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | PUÒ COMPORTARE UNA PERDITA DI VALORE

I portafogli istituzionali includono tipicamente un mix di asset tradizionali e alternativi, con circa il 33% di obbligazionario, il 44% di azionario e il 17% di alternativi². Gli asset alternativi possono includere private equity, real estate, infrastrutture, terreni agricoli e boschivi. Sebbene l’allocazione ottimale del portafoglio per asset class vari a seconda dell’investitore istituzionale, esiste un desiderio comune di diversificazione, stabilità e gestione del rischio di ribasso. Analizziamo i dati storici di performance di una serie di asset class alternative e tradizionali per valutare in che modo il capitale naturale possa contribuire al raggiungimento di questi tre obiettivi, concentrandoci sui periodi di elevata volatilità e di significativi drawdown.

DIVERSIFICAZIONE

La correlazione storicamente bassa o negativa tra gli asset reali e le asset class tradizionali e i relativi vantaggi in termini di diversificazione del portafoglio sono stati ampiamente documentati. Analizzando i dati disponibili alla fine del 2024, abbiamo riscontrato che questa relazione rimane saldamente intatta, con i bene reali illiquidi che si muovono in modo indipendente sia dai mercati azionari sia da quelli obbligazionari. Infatti, confrontando la correlazione dei rendimenti dei terreni agricoli e boschivi con i mercati azionari, riscontriamo una relazione negativa più forte negli anni successivi al 2008 e alla crisi finanziaria globale (GFC). Anche le obbligazioni statunitensi rimangono in gran parte non correlate ai mercati azionari statunitensi.

Figura 1: Correlazioni basse o negative del capitale naturale con le asset class tradizionali

Correlazioni a lungo termine, 1991–2024

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
Terreni agricoli	1.00						
Terreni boschivi	0.27	1.00					
Immobiliare	0.42	-0.02	1.00				
Infrastrutture	0.32	0.37	0.34	1.00			
Azioni USA	-0.06	0.11	0.08	0.44	1.00		
Obbligazioni USA	-0.18	0.12	-0.20	-0.39	0.07	1.00	
Oro	0.08	-0.15	-0.08	0.28	-0.11	0.11	1.00

Correlazioni dopo la Crisi Finanziaria Globale, 2008–2024

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
Terreni agricoli	1.00						
Terreni boschivi	0.30	1.00					
Immobiliare	0.30	0.16	1.00				
Infrastrutture	-0.28	0.07	0.60	1.00			
Azioni USA	-0.21	-0.20	0.09	0.61	1.00		
Obbligazioni USA	-0.10	-0.59	-0.30	-0.32	0.16	1.00	
Oro	-0.56	-0.53	-0.28	0.01	0.10	0.57	1.00

FONTE: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research. NOTE: I dati si basano sui rendimenti totali a un anno calcolati su base trimestrale per i periodi chiusi dal 31 dicembre 1991 fino al 31 dicembre 2024. Le asset class riflettono i seguenti indici: Azioni USA - Indice Russell 3000; Obbligazioni USA - Indice Bloomberg Barclays U.S. Aggregate; Terreni boschivi - Indice NCREIF Timberland; Terreni agricoli - Indice NCREIF Farmland; Real estate - Indice NCREIF Property; Infrastrutture - Indice Cambridge Associates Developed Markets Infrastructure (dal 1998); Oro - World Gold, New York Close USD.

STABILITÀ

Oltre ai vantaggi della diversificazione del portafoglio, la stabilità del capitale naturale è da tempo considerata una caratteristica interessante di questa asset class, soprattutto rispetto ai mercati azionari. Il profilo di rendimento costante deriva dalla combinazione dei rendimenti degli asset reali, sostenuti dalla crescita biologica delle colture agricole e degli alberi, dai fattori fondamentali che determinano la domanda di prodotti alimentari e di legno e dall'apprezzamento del capitale derivante dal terreno sottostante. L'illiquidità degli asset reali può attenuare artificialmente la volatilità su intervalli di tempo più brevi, tuttavia la nostra attenzione ai rendimenti annuali corrisponde alla frequenza delle valutazioni della maggior parte degli asset statunitensi di proprietà istituzionale.

Come mostra la Figura 2, negli ultimi trent'anni circa, la performance delle azioni statunitensi ha registrato una volatilità (misurata dalla deviazione standard) circa doppia rispetto a quella dei terreni boschivi e agricoli e, quasi quadrupla, dopo la crisi finanziaria globale.

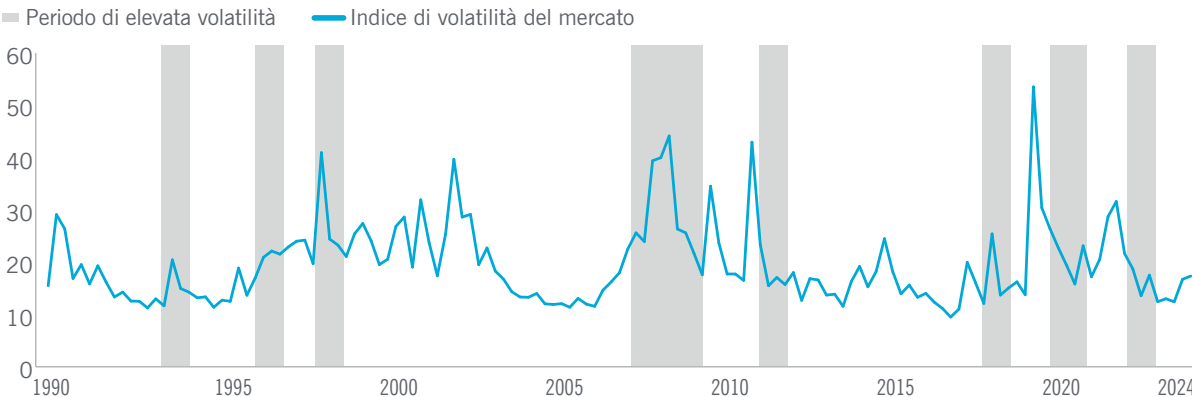
Oltre a dimostrare semplicemente la bassa volatilità media del capitale naturale, esaminiamo anche la stabilità dei suoi rendimenti durante rialzi e ribassi del mercato, in particolare nei periodi di elevata volatilità. Come misura della volatilità del mercato azionario, utilizziamo l'Indice di Volatilità S&P 500 (VIX). La figura 3 mostra l'andamento del VIX nel tempo, con i periodi di elevata volatilità (definiti come quelli in cui la variazione percentuale del VIX supera una deviazione standard della sua media) evidenziati nella figura 3.

Figura 2: Confronto tra rendimenti medi annui, volatilità dei rendimenti e Sharpe ratio

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
1991–2024							
Rendimento medio	0.10	0.09	0.08	0.07	0.12	0.05	0.07
Volatilità (dev. std.)	0.07	0.09	0.08	0.12	0.17	0.05	0.15
Sharpe ratio	1.16	0.72	0.58	0.36	0.53	0.42	0.28
2008–2024							
Rendimento medio	0.10	0.05	0.06	0.08	0.12	0.03	0.07
Volatilità (dev. std.)	0.05	0.05	0.10	0.08	0.18	0.05	0.15
Sharpe ratio	1.29	0.50	0.32	0.63	0.53	0.03	0.32

FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research. NOTE: Sharpe ratio calcolato utilizzando un tasso privo di rischio pari al rendimento medio dei titoli del Tesoro a 1 anno. Si veda la Figura 1 per i dettagli sui dati.

Figura 3: Volatilità del mercato azionario



FONTI: Indice di volatilità S&P 500 (VIX) – Macrobond; NNC Research. NOTE: I dati sulla volatilità del mercato sono i valori di chiusura trimestrali del VIX per i periodi chiusi al 31 dicembre 1991 fino al 31 dicembre 2024. I periodi di elevata volatilità sono quei trimestri in cui la variazione percentuale della media mobile su quattro trimestri del VIX calcolata su base trimestrale supera una deviazione standard dalla sua media.

Utilizzando questi dati temporali sulla volatilità del mercato, esaminiamo la correlazione tra il VIX e i rendimenti dello stesso gruppo di asset class alternative e tradizionali. Come previsto, le azioni statunitensi sono correlate negativamente alla volatilità di mercato, il che significa che i mercati tendono a registrare performance negative quando la volatilità aumenta. Al contrario, non vi è alcuna correlazione tra il capitale naturale e la volatilità dei mercati azionari. Analogamente, l'immobiliare, le obbligazioni statunitensi e l'oro sono in gran parte non correlati alla volatilità del mercato in generale. Dalla crisi finanziaria globale, sembra esserci un modesto livello di correlazione negativa tra le infrastrutture e il VIX.

Tra il 1991 e il 2024, ci sono stati 13 periodi che classifichiamo ad alta volatilità, come mostrato nella Figura 3. Confrontando i rendimenti delle diverse asset class durante questi periodi di alta

volatilità con i rendimenti medi complessivi, emerge la sensibilità dei rendimenti ai periodi più estremi di turbolenza dei mercati. In questo periodo, le azioni USA hanno registrato una performance decisamente inferiore nei periodi di alta volatilità. Al contrario, la performance dei terreni agricoli e boschivi è stata quasi identica nei periodi di elevata volatilità rispetto alla loro media complessiva, sostenuta da una componente di reddito altamente costante derivante dai rendimenti degli asset reali. Osserviamo una performance relativa simile sia per il settore immobiliare sia per quello obbligazionario. L'oro ha registrato una performance nettamente superiore nei periodi di elevata volatilità rispetto ai suoi rendimenti medi complessivi (anche se non era correlato al VIX nel complesso), ma manca di una componente di reddito stabilizzante, come illustrato nella Figura 2.

Figura 4: Correlazione con l'indice di volatilità del mercato

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
1991–2024	0.01	0.01	0.15	-0.16	-0.50	0.02	0.04
2008–2024	-0.04	0.06	0.14	-0.28	-0.59	0.00	0.02

FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research. NOTE: Il coefficiente di correlazione è calcolato utilizzando dati basati sui rendimenti totali su base trimestrale calcolati su periodi di un anno chiusi al 31 dicembre 1991 e al 31 dicembre 2024 e dati VIX basati sulla variazione percentuale della media su quattro trimestri consecutivi del VIX calcolata su base trimestrale. Per ulteriori dettagli sui dati, si vedano le Figure 1 e 3.

Figura 5: Rendimenti medi in periodi di elevata volatilità di mercato (%)

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
1991–2024							
Rendimento medio in periodi di elevata volatilità	11.0	10.5	7.4	2.3	-5.8	4.5	13.3
Media complessiva	10.5	9.3	7.7	7.0	11.9	5.0	6.8
2008–2024							
Rendimento medio in periodi di elevata volatilità	9.8	4.7	4.5	0.5	-11.6	3.2	12.3
Media complessiva	9.5	5.1	5.8	8.1	12.4	2.9	7.5

FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research

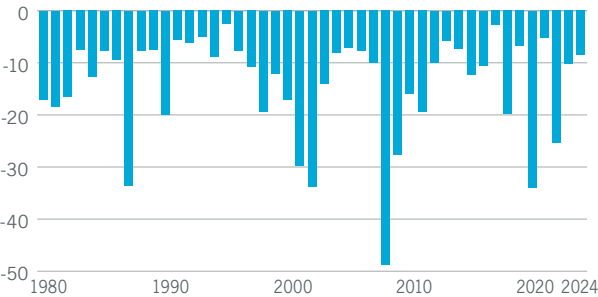
GESTIONE DEL RISCHIO DI RIBASSO

Per gli investitori che cercano rendimenti costanti nel tempo, il drawdown massimo è un parametro spesso utilizzato per quantificare il rischio di ribasso. È calcolato come la percentuale massima di perdita dal picco al minimo di un indice o di un portafoglio durante un determinato periodo di tempo. Esaminiamo la performance del capitale naturale durante gli eventi di drawdown nei mercati azionari pubblici.

La Figura 6 mostra il drawdown massimo nel mercato azionario pubblico statunitense di ogni anno tra il 1981 e il 2024. Abbiamo riscontrato che gli eventi di drawdown annuali superiori al 10% sono frequenti, verificandosi in media in più di due anni su tre nel periodo di riferimento. Il drawdown massimo medio annuo durante questo periodo è del 14% (con una deviazione standard del 10%).

L’esposizione ad asset class con performance costanti e positive durante eventi di drawdown più significativi contribuisce a mitigare il rischio di ribasso in questi anni e favorisce la conservazione del capitale. Esaminiamo quindi la performance media nei sette anni in cui abbiamo registrato cali significativi del mercato azionario superiori al 20%. Come mostrato nella Figura 7, non sorprende che le azioni statunitensi tendano a sottoperformare negli anni di forte calo, anche se in alcuni anni un calo significativo può essere seguito da una forte ripresa (ad esempio, nel 2009). I terreni agricoli hanno registrato performance relativamente buone negli anni di forte calo rispetto al loro rendimento medio complessivo, passando dal 10,3% al 7,3%, e rispetto ad altre asset class alternative. Abbiamo

Figura 6: Drawdown massimo del mercato azionario pubblico (%)



FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research. NOTE: Drawdown massimo percentuale annuo per l’indice S&P 500 – Macrobond.

riscontrato che solo l’oro ha sovraperformato i terreni agricoli negli anni di forte calo, superando il suo rendimento medio complessivo di oltre due volte.

A causa dell’illiquidità intrinseca degli asset privati reali, come i terreni boschivi e agricoli, gli indicatori di drawdown massimo potrebbero non essere così utili come nei mercati azionari pubblici come misura del rischio di ribasso. Tuttavia, utilizzando i dati di mercato NCREIF per i terreni boschivi e agricoli, è possibile calcolare il calo massimo in un singolo anno. Per il periodo 1991-2024, il calo massimo medio annuo sia per i terreni boschivi che per quelli agricoli è stimato allo 0,6% (con una deviazione standard dello 0,9% per i terreni boschivi e dell’1,4% per quelli agricoli). Ciò suggerisce un rischio di ribasso molto limitato e conferma i terreni boschivi e agricoli come fonti di conservazione del capitale.

Figura 7: Confronto tra la performance media delle diverse classi di attività negli anni di forte drawdown (%)

	Terreni agricoli	Terreni boschivi	Immobiliare	Infrastrutture	Azioni USA	Obbligazioni USA	Oro
Rendimento medio negli anni di forte drawdown	7.3	2.5	-0.4	1.4	-7.3	4.1	13.7
Rendimento medio complessivo 1991–2024	10.3	9.3	7.5	7.1	12.3	5.0	6.7

FONTI: Bloomberg; Macrobond; NCREIF; NNC Research. NOTE: Gli anni di forte calo sono quelli in cui il calo massimo percentuale annuo è superiore al 20%: 2001, 2002, 2008, 2009, 2020 e 2022. Per ulteriori dettagli sui dati, vedere le figure 1 e 3.

COSA SIGNIFICA QUESTO PER GLI INVESTITORI?

Il reddito fisso è spesso definito il cuscinetto contro gli shock in un portafoglio di investimenti, ma come abbiamo visto il capitale naturale può svolgere un ruolo simile, fornendo vantaggi di diversificazione del portafoglio e rendimenti costanti sia nei periodi di elevata volatilità che durante periodo di drawdown. Sebbene il settore immobiliare e quello delle infrastrutture

condividano alcune di queste caratteristiche, la nostra analisi suggerisce che tendono ad essere più influenzati dalla volatilità dei mercati azionari e dai drawdown. A causa dei limiti di scala del capitale naturale e dei requisiti di liquidità istituzionale, i terreni boschivi e quelli agricoli non potrebbero mai sostituire il reddito fisso in un portafoglio istituzionale; tuttavia, i dati suggeriscono che questi possono fornire un complemento naturale al reddito fisso in un portafoglio di investimento diversificato.

Per ulteriori informazioni, visitare il nostro sito web, nuveen.com/naturalcapital.

Note finali

Fonti

1 Timberland's Expanding Investible Universe | Nuveen Natural Capital | Nuveen; NNC Research.

2 Indagine sul settore patrimoniale 2025, The Eve of Disruption, Natixis, marzo 2025. 5% in liquidità e 1% in altro. L'indagine è stata condotta nel dicembre 2024 e nel gennaio 2025 e ha coinvolto 520 investitori istituzionali in 20 paesi del Nord America, America Latina, Regno Unito, Europa continentale, Asia e Medio Oriente.

Rischi e altre considerazioni importanti

Questo materiale, unitamente alle opinioni e ai pareri espressi, viene presentato esclusivamente a scopo informativo e didattico alla data di produzione/redazione e può essere soggetto a modifiche senza preavviso in base a numerosi fattori, quali mutamenti di mercato, economici, politici o altre condizioni, sviluppi normativi e legali, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbe non concretizzarsi. Non viene fornita alcuna promessa, dichiarazione o garanzia (esplicita o implicita) riguardo l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza passata, futura o attuale, né alcuna responsabilità per decisioni basate su tali informazioni, che non dovrebbero essere utilizzate come riferimento esclusivo. Questo materiale non deve essere considerato dai destinatari come sostitutivo dell'esercizio del proprio giudizio. È importante rivedere i propri obiettivi di investimento, la tolleranza al rischio e le esigenze di liquidità prima di scegliere uno stile o un gestore d'investimento.

Questo documento non intende costituire una raccomandazione o consulenza d'investimento, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di titoli o strategie d'investimento e non viene fornito in qualità fiduciaria. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi specifici o delle circostanze di un particolare investitore, né suggeriscono alcuna specifica linea d'azione. Le decisioni d'investimento dovrebbero essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e in consultazione con i propri consulenti finanziari. I professionisti finanziari dovrebbero valutare autonomamente i rischi associati ai prodotti o servizi ed esercitare un giudizio indipendente rispetto ai propri clienti.

Questo materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono puramente storiche. Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime di rendimenti e/o rendimenti di mercato, e composizione di portafoglio proposta o prevista. Inoltre, alcune informazioni storiche sulla performance di altri veicoli d'investimento o conti gestiti da Nuveen possono essere incluse in questo materiale e tali informazioni sulla performance sono presentate solo a titolo esemplificativo. Non si garantisce che la performance presentata sarà conseguita, né che ogni ipotesi formulata nel raggiungere, calcolare o presentare sia le informazioni previsionali sia quelle relative alla performance storica qui contenute sia stata considerata o dichiarata nella preparazione di questo materiale. Le previsioni economiche e di mercato sono soggette a incertezza e potrebbero cambiare in base a diverse condizioni di mercato, sviluppi politici ed economici. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto sostanziale sui dati e/o sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo.

Informazioni importanti sul rischio

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri. Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, inclusa la possibile perdita del capitale, e non vi è alcuna garanzia che un investimento fornirà performance positive in qualsiasi periodo di tempo. Determinati prodotti e servizi potrebbero non essere disponibili per tutte le entità o persone. Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti.

Gli investitori dovrebbero essere consapevoli che gli investimenti alternativi sono speculativi, soggetti a rischi sostanziali inclusi i rischi associati alla liquidità limitata, al potenziale uso della leva finanziaria, alle potenziali vendite allo scoperto, ai tassi di cambio valutari, agli investimenti concentrati e possono comportare strutture fiscali e strategie d'investimento complesse. Gli investimenti alternativi possono essere illiquidi, potrebbe non esserci un mercato secondario liquido o acquirenti pronti per tali titoli, potrebbero non essere tenuti a fornire informazioni periodiche sui prezzi o valutazioni agli investitori, potrebbero esserci ritardi nella distribuzione delle informazioni fiscali agli investitori, non sono soggetti agli stessi requisiti normativi di altri tipi di veicoli d'investimento collettivo, e possono essere soggetti a commissioni e spese elevate, che ridurranno i profitti.

Come classe di attività, gli investimenti agricoli sono meno sviluppati, più illiquidi e meno trasparenti rispetto alle classi di attività tradizionali. Gli investimenti agricoli saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di attività immobiliari, inclusi cambiamenti nelle condizioni economiche, rischi ambientali, il costo e la capacità di ottenere assicurazioni, e rischi relativi alla locazione delle proprietà.

Gli investimenti forestali sono illiquidi e il loro valore dipende da molte condizioni al di fuori del controllo dei gestori di portafoglio. Le stime delle rese di legname associate alle proprietà forestali possono essere imprecise, e varietà uniche di materiali vegetali sono fondamentali per il successo delle operazioni forestali; tali materiali potrebbero non essere sempre disponibili in quantità o qualità sufficiente. Leggi, regolamenti e normative governative possono influenzare la capacità degli investimenti forestali di sviluppare piantagioni in modo redditizio. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di attività immobiliari e agli investimenti esteri, inclusi cambiamenti nelle condizioni economiche, valori valutari, rischi ambientali, il costo e la capacità di ottenere assicurazioni e rischi relativi alla locazione delle proprietà.

Questo materiale non costituisce una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o un'offerta di vendita di titoli in qualsiasi giurisdizione in cui tale sollecitazione sia illegale o a qualsiasi persona a cui sia illegale fare tale offerta. Inoltre, non costituisce né un'offerta per stipulare un accordo di investimento con il destinatario di questo documento né un invito a rispondere facendo un'offerta per stipulare un accordo di investimento.

La diversificazione non garantisce un profitto né protegge dalle perdite.

Queste informazioni non costituiscono ricerca in materia di investimenti, come definito ai sensi della MiFID.

©2025 Nuveen, LLC. Tutti i diritti riservati

Nuveen, LLC. fornisce soluzioni d'investimento attraverso i suoi specialisti d'investimento.

NON ASSICURATO FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | PUÒ COMPORTARE UNA PERDITA DI VALORE