

L'EREDITÀ DEI LOCKDOWN

Si prega di notare che il presente documento potrebbe contenere linguaggio tecnico. Per questo motivo, non è consigliato a lettori che non dispongono di esperienze d'investimento professionali.



INVESTMENT OUTLOOK 2021



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
per un mondo
che cambia

INDICE

Lettera agli investitori	3
L'eredità dei lockdown (punti salienti)	4
 SEZIONE I	
L'ECONOMIA GLOBALE	6
Negli Stati Uniti la Federal Reserve tornerà a rivestire il ruolo di guida	7
L'Europa affronta le sfide per una veloce ripresa	8
I mercati emergenti dovrebbero beneficiare della solidità di Cina e Stati Uniti	9
 MERCATI	
Azioni	11
Opportunità per gli stock picker	11
I titoli value e la possibilità di riportarsi al passo nel 2021	11
Valutazioni sostenute dalle banche centrali	14
 Obbligazioni	
Tassi d'interesse sovrani - Bassi molto più a lungo	14
Inizialmente, un impatto disinflazionistico	15
Forse inflazionistico nel lungo termine?	15
Obbligazioni societarie – La caccia al rendimento e l'aiuto delle banche centrali	16
 Materie prime & valute	17
Ulteriori perdite del dollaro USA	17
Un'opportunità per un mondo più sicuro e sostenibile a livello ambientale	17
 SEZIONE II	
TEMI D'INVESTIMENTO	
Gestire l'instabilità nel 2021	18
Assistenza sanitaria	19
Sfide ESG	19
Innovazione e tecnologia dirompente	20
Transizione energetica	21
Allocazione alla Cina	21
 Sostenibilità	22
Sostenibilità ambientale	22
Equità e crescita inclusiva	24
Un contesto normativo e civile dinamico	24
 PANORAMICA SULLE ASSET CLASS	26
Performance nel 2021	

Nota ai lettori: tutte le valutazioni, i dati e le previsioni nel presente documento sono basati su dati e informazioni disponibili fino al 31 ottobre 2020 incluso, salvo diversamente indicato. Le opinioni espresse nella presente pubblicazione sono quelle degli autori e sono riferite a un orizzonte temporale di 6-12 mesi, salvo diversamente indicato. Le opinioni espresse sono riferite al 31 ottobre 2020, si basano sulle informazioni disponibili e sono soggette a variazioni senza preavviso. I singoli team di gestione dei portafogli possono avere opinioni diverse e intraprendere decisioni d'investimento differenti per i vari clienti. Il presente materiale non intende essere una consulenza d'investimento o un'offerta di vendita né la sollecitazione di un'offerta ad acquistare azioni o altri titoli.

LETTERA AGLI INVESTITORI

Cari lettori,

Il 2020 è stato un anno a dir poco turbolento per l'economia e per i mercati. E il 2021 sembra destinato a continuare allo stesso modo, con il virus non ancora sotto controllo, i vaccini nella pipeline e il ballottaggio elettorale in Georgia per il controllo del Senato USA. Guardando oltre la volatilità quotidiana generata dai flussi di notizie nei mercati finanziari, si osservano però alcune realtà sottostanti, che ci hanno aiutato a muoverci nel corso della pandemia e che crediamo continueranno a sostenerci nel 2021.



- ROBERT GAMBÌ -

**GLOBAL HEAD OF INVESTMENTS,
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT**

Per generare rendimenti solidi e costanti per i propri clienti, crediamo non vi sia altra possibilità che affidarsi a strategie d'investimento high conviction, fondate su una meticolosa ricerca dei fondamentali.

Ci focalizziamo senza sosta sui temi sottostanti che crediamo guideranno la società, l'economia e i mercati nei mesi e negli anni a venire, anziché sulle "mode" passeggiere della durata di qualche ora o pochi giorni. Oggi come sempre, siamo anche assolutamente convinti, ai fini della valutazione di una società, dell'importanza di concetti tradizionali come il vantaggio competitivo, la resilienza del suo stato patrimoniale, il capitale intellettuale, la forza del marchio e la sua capacità innovativa.

Non crediamo certo di avere tutte le risposte, né di non aver commesso errori nel 2020. Tuttavia, siamo convinti che una costante introspezione, le lezioni imparate dai nostri errori, la revisione e l'analisi dei nostri processi e performance e lo sviluppo del nostro talento ci consentiranno di fare meglio nel 2021. Ci auguriamo che vogliate fare questo viaggio insieme a noi.

La pandemia ha, ad un tempo, dimostrato la fragilità della nostra società di fronte agli shock più gravi e la capacità delle autorità di intervenire con drastiche misure di risposta. Nel 2020, i governi hanno sostanzialmente fermato l'economia per salvare vite umane. Nel 2021, quegli stessi governi dovranno affrontare la crisi climatica con il medesimo impegno e fare tutto il necessario per affrontare questa sfida. Per salvare il pianeta non dobbiamo fermare l'economia, la dobbiamo trasformare.

In BNP Paribas Asset Management, nel nostro ruolo di gestori e proprietari di attivi, abbiamo la responsabilità di comportarci da future maker e di compiere la transizione necessaria per un mondo più sostenibile. Un mondo nel quale possiamo generare rendimenti sostenibili per gli investitori, plasmando al contempo il futuro che desideriamo per noi, per i nostri clienti e per le generazioni che verranno.

Robert Gambi

Global head of investments, BNP Paribas Asset Management

UNA SINTESI

L'EREDITÀ DEI LOCKDOWN

Con il nostro outlook sugli investimenti per il 2021 cercheremo di aiutare gli investitori ad affrontare le prossime fasi della pandemia, il lascito dei lockdown e la successiva ripresa economica. Valuteremo anche fino a che punto si potrà risolvere la crisi climatica, ora che il mondo è impegnato a rispondere ai problemi sociali ed economici messi a nudo dalla pandemia.

UNA RIPRESA SOSTENIBILE

Dedichiamo buona parte delle nostre prospettive d'investimento alle opportunità che la trasformazione economica green offrirà agli investitori.

L'attuale crisi ci ricorda che dobbiamo allineare i nostri investimenti con l'obiettivo di realizzare una crescita sostenibile nel lungo periodo. E proprio investire in un'ottica di lungo termine sarà d'importanza fondamentale, dal momento che il tipico ciclo d'investimento da 3-5 anni non è sufficiente a finanziare la transizione verso l'idrogeno verde o le innovazioni necessarie a realizzare la e-mobility, a sviluppare il capitale naturale e a costruire le infrastrutture verdi.



TEMI D'INVESTIMENTO PER IL LUNGO PERIODO

I nostri temi d'investimento per il 2021 si inseriscono in un'ottica sia di sostenibilità - transizione energetica e sostenibilità ambientale - sia di concentrazione sui trend di lungo termine, come il miglioramento dei sistemi sanitari e la forza trasformativa delle nuove tecnologie.

A livello regionale, i riflettori sono puntati sulla Cina, l'economia in più rapida crescita al mondo, sede di molte aziende innovative e di un mercato che sempre più merita un'allocazione a sé nell'ambito dei portafogli multi-asset.

MACROECONOMIA E MERCATI

I punti salienti da ricordare delle sezioni macroeconomia e mercati sono i seguenti:

- La brusca contrazione a livello globale degli inizi del 2020 e il possibile secondo calo negli Stati Uniti e in Europa nel quarto trimestre dovrebbero comunque essere seguiti da un rimbalzo della crescita nel 2021.
- Il vaccino contro COVID potrebbe essere disponibile su larga scala entro il secondo semestre del 2021. Fino ad allora, i paesi dovranno imparare a "convivere" con il virus, dal momento che ripetere i lockdown generali non sarebbe una strategia sostenibile.
- Le condizioni monetarie e fiscali accomodanti dovrebbero restare in vigore, per impedire il collasso di alcune aree marginali dell'economia. Le autorità compiranno tutti gli sforzi necessari a impedire che un rallentamento deflazionistico distrugga l'economia mondiale. Le principali banche centrali continueranno a finanziare i deficit di bilancio, almeno fino a quando la crescita del PIL non tornerà sui livelli tendenziali. I loro acquisti di attivi dovrebbero impedire il crollo degli attivi rischiosi, anche se il risultante incremento delle valutazioni potrebbe limitare le potenzialità di guadagni futuri.
- Gli eventi del 2020 avranno in ultima analisi un impatto inflazionistico? Crediamo di no, non nel prossimo futuro. La continua deflazione, che determina rendimenti bassi per un lungo periodo, richiede un posizionamento strutturale lungo in duration o quanto meno una strategia per acquistare duration obbligazionaria ad ogni inversione di tendenza di rilievo dei rendimenti.
- Una delle grandi incognite del 2021 sarà capire se i titoli value statunitensi possano annullare la sottoperformance degli ultimi 14 anni. L'ampio divario delle valutazioni rispetto ai titoli growth, le prospettive di rialzo dei tassi d'interesse e la fine dei lockdown suggeriscono nuove potenzialità di guadagno in futuro. ■

SEZIONE I

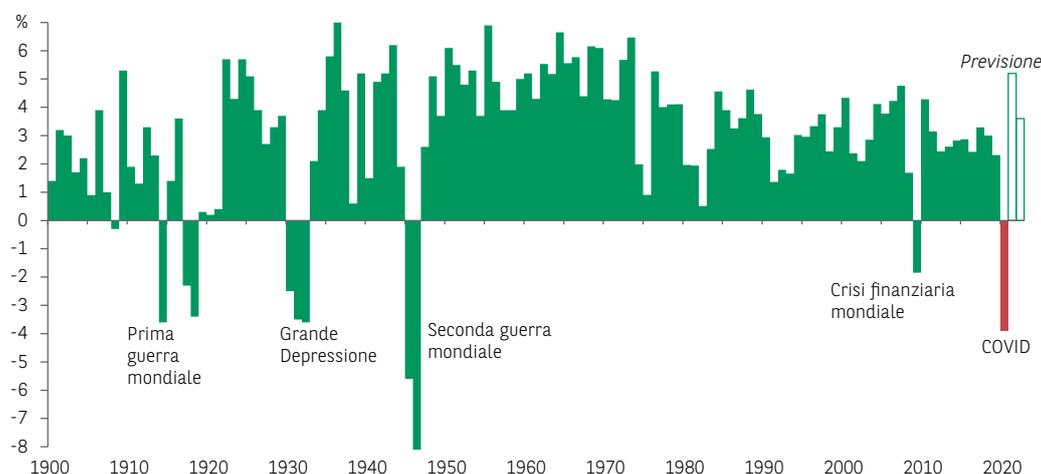
ECONOMIA GLOBALE

La pandemia da coronavirus è una delle più significative della storia. E questo non a causa del numero di decessi che, tuttavia, è stato basso rispetto alle pandemie precedenti, ma a causa dei drastici cambiamenti a livello geopolitico, di attività economica, di comportamento dei consumatori e di indebitamento a cui si è giunti a seguito dell'imposizione in molti Paesi di lockdown nazionali.

Fino ad oggi, con oltre 1,3 milioni di decessi a livello globale, circa lo 0,018% della popolazione mondiale è deceduto a causa del coronavirus, il che equivale alla metà dei decessi dovuti all'influenza di Hong Kong degli anni Settanta e a un quinto del numero di vittime dell'influenza asiatica degli anni Cinquanta. Si stima che l'influenza spagnola alla fine della Prima Guerra Mondiale abbia ucciso 50 milioni di persone quando la popolazione globale era un quarto del livello odierno.

La pandemia da coronavirus è stata molto meno letale poiché i governi hanno risposto a questa minaccia in modo inedito. In occasione delle precedenti pandemie le misure di contenimento sono state limitate e, di conseguenza, hanno avuto un impatto economico relativamente contenuto. La risposta al coronavirus, per contro, ha condotto al maggior calo della crescita del PIL globale dalla Seconda Guerra Mondiale (si veda il Grafico 1). La grande diffusione della tecnologia nelle economie moderne spiega in parte la differenza nella risposta. Internet ha permesso a una quota significativa di popolazione di lavorare da casa, una situazione inimmaginabile 40 anni fa.

Grafico 1: variazione del PIL mondiale (rettificato per l'inflazione, in %)



Dati al 11 novembre 2020. Fonte: Haver, IEA, Bloomberg, BNP Paribas Asset Management

Le economie, comunque, si riprenderanno; per il 2021 è previsto un rimbalzo della crescita mondiale al 5,2% (secondo le stime di consenso di Bloomberg). Tuttavia, anche quando la domanda aggregata aumenterà, in particolare dopo l'arrivo di uno o più vaccini, il mondo sarà profondamente cambiato. Viaggeremo, faremo shopping, lavoreremo e ci diventeremo in modo diverso. Le dinamiche geopolitiche cambieranno, dal momento che l'economia cinese è cresciuta rispetto a quella di altri Paesi che non hanno gestito la pandemia altrettanto bene. I tassi di crescita dei Paesi avranno andamenti divergenti in quanto le economie più flessibili riallocheranno il lavoro e i capitali più facilmente verso le aree della crescita futura.

Alcuni cambiamenti avranno origine da un cambio di mentalità; ad esempio, dal fatto di rendersi conto che non è necessario volare migliaia di chilometri (inquinanti) per presenziare a una riunione - quando è sufficiente una video-chiamata - o recarsi in ufficio tutti i giorni.

Alcuni cambiamenti saranno dovuti al fatto che le aziende non riusciranno a sopravvivere alle prolungate e ripetute chiusure. Altri saranno una conseguenza del drastico incremento dell'indebitamento dei singoli Paesi, dal momento che i governi hanno sostenuto finanziariamente le aziende e le famiglie durante i lockdown. I governi saranno più propensi a finanziare misure che limitino il cambiamento climatico, quando la fine di una mentalità improntata all'austerità lascerà spazio al sostegno implicito delle banche centrali in termini di stimoli fiscali.

Questi sono alcuni dei lasciti dei lockdown.



- DANIEL MORRIS -

CHIEF MARKET STRATEGIST

NEGLI STATI UNITI LA FEDERAL RESERVE TORNERÀ A RIVESTIRE IL RUOLO DI GUIDA

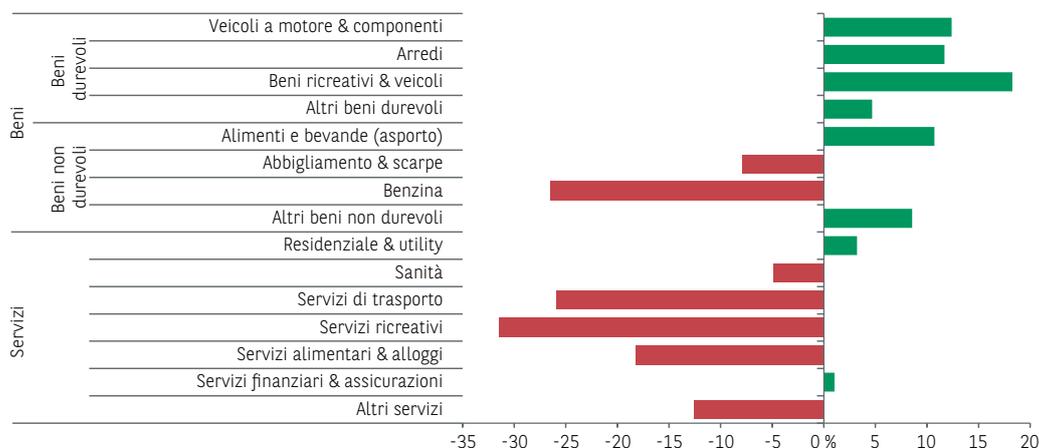
La ripresa economica statunitense sarà presumibilmente sostenuta da alcune misure di stimolo fiscale, anche se non dalle diverse migliaia di miliardi in cui gli investitori speravano prima dell'elezione. Si prevedono pochi cambiamenti significativi a livello legislativo visto che il Congresso è diviso, il che significa che la Federal Reserve e i tassi di interesse riprenderanno il loro ruolo tradizionale e primario nell'economia.

I tassi di riferimento resteranno stabili; con il nuovo sistema per la definizione dei target di inflazione media, la banca centrale non aumenterà i tassi, anche se le misure di stimolo fiscale dovessero rivelarsi molto più importanti di quanto prevediamo. Il quantitative easing e le aspettative inflazionistiche sottotono sembrano destinati a mantenere bassi i tassi a più lungo termine, consentendo all'economia di recuperare dalla recessione dovuta al lockdown.

L'entità del rimbalzo dipenderà da quanto velocemente la spesa al consumo tornerà ai livelli ante pandemia. A differenza della crisi finanziaria globale, quando le oscillazioni degli investimenti societari trainavano il prodotto interno lordo, ora tocca alla domanda dei consumatori.

Le spese per i consumi personali sono ancora del 2% inferiori ai livelli di fine 2019, ma si osserva una grande dispersione tra i tassi di crescita delle diverse categorie. Il denaro che non è stato possibile spendere in attività vietate o poco interessanti durante il lockdown (ad esempio, andare al ristorante) è stato indirizzato verso quanto si poteva effettivamente fare (ad esempio, acquistare arredi per la casa) (si veda il Grafico 2). La spesa per i servizi dovrebbe recuperare nel 2021 quando le restrizioni saranno nuovamente allentate e i vaccini consentiranno di riprendere i trasporti e le attività per il tempo libero.

Grafico 2: variazione delle spese per consumi personali, dal quarto trimestre del 2019 al terzo trimestre del 2020 (in %)



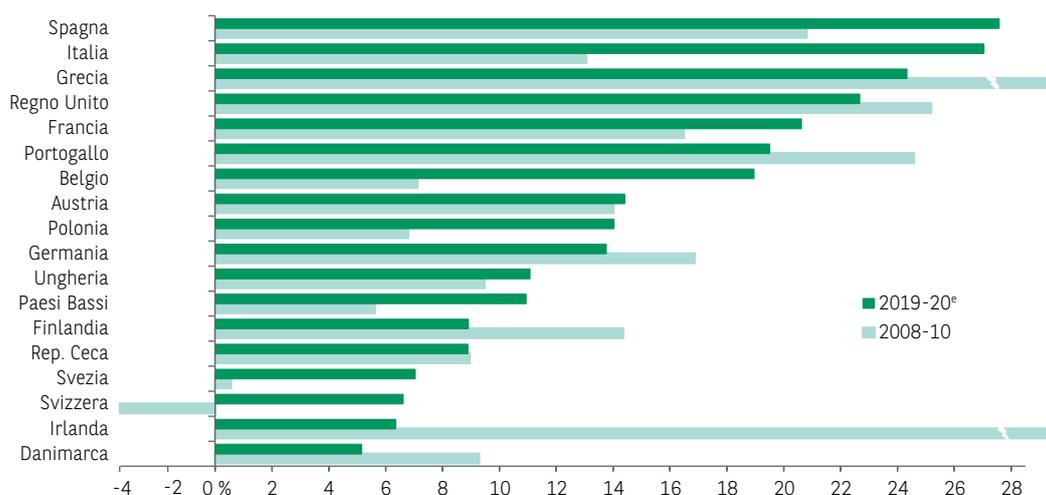
Dati al 11 novembre 2020. Fonte: US BEA, BNP Paribas Asset Management

L'EUROPA AFFRONTA LE SFIDE PER UNA VELOCE RIPRESA

L'Europa affronta un compito più complicato per rimbalzare dal crollo del PIL del 2020. Se per gli Stati Uniti si prevede un ritorno al livello del PIL ante pandemia entro la fine del 2021, per la piena ripresa dell'Eurozona si dovrà attendere fino alla fine del 2022. Il mercato del lavoro europeo ha sofferto fin qui molto meno per i lockdown di quanto non sia accaduto a quello statunitense per effetto di sussidi all'occupazione più generosi, programmi di congedo più lunghi e proroghe del divieto di licenziamento. Il tasso di disoccupazione europeo è salito solo fino al 7,5% dal livello minimo ante pandemia del 6,5%, mentre il tasso statunitense ha raggiunto il 14,7% ad aprile, per poi scendere al di sotto del 7%.

Questa resilienza tuttavia avviene a spese della flessibilità. Non si tratta semplicemente di aiutare i lavoratori fino a quando sarà disponibile un vaccino su larga scala, la pandemia sarà superata e tutti torneranno alle loro vecchie abitudini. Molti settori avranno bisogno di un minor numero di lavoratori (ad esempio, quello alberghiero o retail), mentre altri necessiteranno di più lavoratori (ad esempio, quello tecnologico o del magazzinaggio). La posizione in graduatoria comparativamente bassa di alcuni dei maggiori Paesi europei nel sondaggio Ease of Doing Business della Banca Mondiale (Spagna 30, Francia 32 e Italia 58) riflette questa rigidità.

Molti governi dell'Eurozona hanno risposto al danno economico causato dai lockdown con importanti misure di aiuto fiscale. Il rapporto debito-PIL è di conseguenza andato alle stelle, aumentando in molti Paesi più di quanto sia accaduto negli anni successivi alla crisi finanziaria globale (si veda il Grafico 3).

Grafico 3: variazione del rapporto debito/PIL (membri dell'UE, in %)

Dati al 11 novembre 2020. Fonte: IMF, BNP Paribas Asset Management

Nel breve termine, il conseguente calo del merito creditizio non dovrebbe condurre a tassi di interesse superiori o rallentare la crescita dal momento che la BCE sta acquistando gran parte del debito. La spesa per gli interessi è bassa (solo il 3,6% del PIL per l'UE nel 2019), ancora una volta grazie alla BCE. Una parte del debito è persino "esente da interessi" dal momento che le somme per interessi che i governi riconoscono sul debito acquistato dalla BCE tramite le rispettive banche centrali nazionali vengono ripagate al Tesoro del Paese. Il rischio nel medio/lungo termine è che i tassi di interesse aumentino o che la BCE inizi a ridurre il proprio bilancio, ma per ora i governi sono in grado di assumere prestiti sufficienti per attutire il colpo del lockdown, ma non necessariamente per ripristinare la crescita ai livelli ante pandemia.

Un'altra ragione per la ripresa più lenta nell'Eurozona è rappresentata dalla portata limitata del "fare di più" da parte della BCE, che possa avere un impatto significativo sulla crescita o sull'inflazione. Nel 2021 si prevede che la banca centrale adotti un nuovo target per l'inflazione, più prossimo all'obiettivo simmetrico del 2% della Federal Reserve statunitense, ricalibri i programmi di quantitative easing, adegui le operazioni di rifinanziamento a lungo termine per consentire alle banche di assumere potenzialmente maggiori prestiti a un tasso persino inferiore per periodi di tempo più lunghi e, presumibilmente, provveda a tagliare, seppur in misura ridotta, il tasso di deposito.

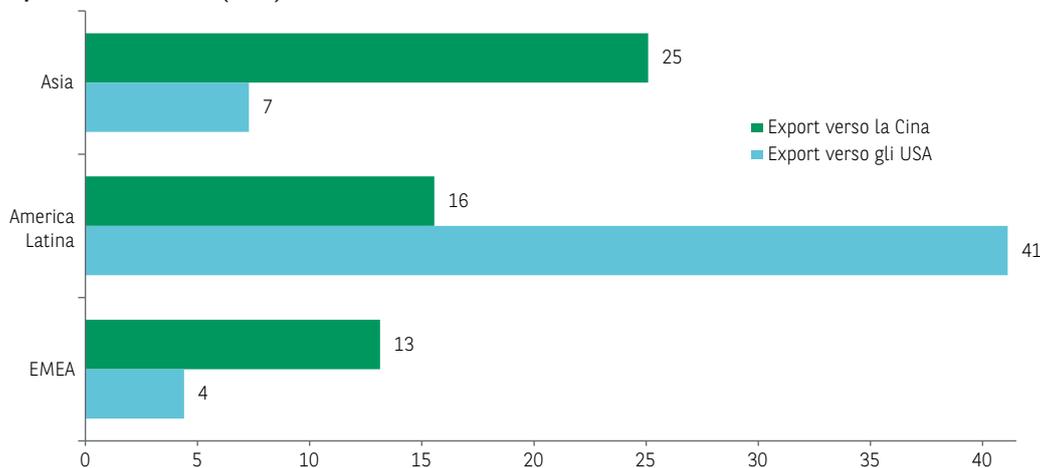
Queste variazioni saranno utili, ma osserviamo che i tassi di interesse sono già vicini ai minimi storici su molti mercati, le banche sono riluttanti a concedere prestiti e le aziende sono contrarie ad assumere prestiti. Solo quando sarà disponibile un vaccino su larga scala e i governi toglieranno le restrizioni, le economie della regione potranno sperare di tornare ai tassi di crescita tendenziale.

I MERCATI EMERGENTI DOVREBBERO BENEFICIARE DELLA SOLIDITÀ DI CINA E STATI UNITI

I mercati emergenti hanno subito flessioni analoghe del PIL a quelle dei mercati sviluppati a causa del lockdown, pur implementando minori misure di stimolo monetario o fiscale, il che significa che si trovano ad affrontare minori rischi dovuti a un maggiore indebitamento rispetto agli Stati Uniti o all'Europa. La ripresa nel 2021 dovrebbe essere sostenuta, secondo le nostre previsioni, da una crescita maggiore sia negli Stati Uniti che in Cina.

Le misure di stimolo fiscale orientate alla domanda e introdotte a livello nazionale negli Stati Uniti dovrebbero attrarre le esportazioni da molti mercati emergenti. La ripresa della Cina, seppur con un uso meno massiccio di materie prime rispetto al passato, dovrebbe continuare a supportare l'attività in tutta l'Asia. I Paesi emergenti dell'Europa, il Medio Oriente e l'Africa potrebbero beneficiare meno poiché le loro esportazioni sono orientate più verso Paesi europei con una crescita più lenta (si veda il Grafico 4).

Grafico 4: esportazioni dei mercati emergenti verso Cina e Stati Uniti come quota delle esportazioni totali (in %)



Dati al 11 novembre 2020. Fonte: IMF, BNP Paribas Asset Management

Allo stesso modo in cui i lockdown legati al COVID hanno condotto a una divergenza delle prospettive per gli Stati Uniti e l'Europa, così la Cina si sta allontanando dalle economie sviluppate. Grazie alla gestione efficace della pandemia, il PIL ha già recuperato le perdite dovute al lockdown e questo senza dover far ricorso al quantitative easing, a tassi di interesse negativi o a grandi incrementi del debito nazionale.

Una potenziale preoccupazione per la Cina è rappresentata dall'accelerazione, dovuta alla pandemia, della tendenza di de-globalizzazione avviata dal Presidente degli Stati Uniti Donald Trump. Anche nonostante l'insediamento di una nuova amministrazione, a Washington si dà ormai per appurato che i rapporti d'affari con la Cina saranno più distanti e i rapporti commerciali non dovrebbero cambiare granché (i Democratici sono da sempre più scettici rispetto agli accordi commerciali).

Il COVID ha incoraggiato i governi e le aziende a portare la produzione manifatturiera più vicina a casa. La Cina tuttavia non è più la stessa economia che è entrata a far parte dell'Organizzazione Mondiale per il Commercio nel 2001. Allora il settore manifatturiero superava di quasi il 10% quello dei servizi, mentre oggi i servizi sono quasi il doppio della dimensione del settore manifatturiero. Le esportazioni nette hanno contribuito alla crescita della Cina negli anni fino alla crisi finanziaria globale, ma negli ultimi cinque anni la crescita è stata trainata molto più dai consumi, mentre il contributo delle esportazioni nette è prossimo allo zero.

La quinta assemblea plenaria del partito comunista cinese ha evidenziato la crescita della domanda interna, la sostituzione delle importazioni e l'autosufficienza tecnologica come principali driver economici. Tra le priorità vi è anche quella di passare a un'economia green riducendo le emissioni di carbonio e migliorando la tutela ambientale. Siamo convinti che nei prossimi anni la Cina si prefiggerà e probabilmente raggiungerà una crescita annua compresa tra il 5% e il 6%. ■

SEZIONE I

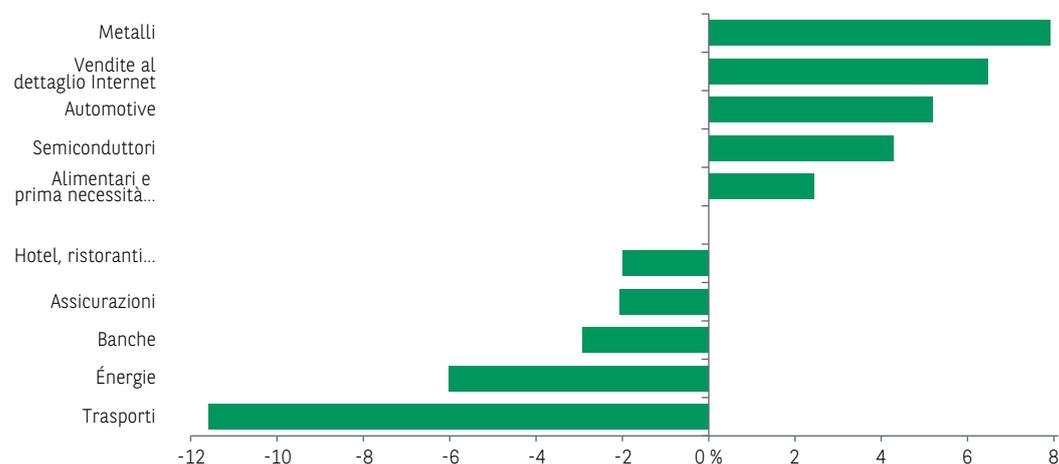
MERCATI

AZIONARIO

Opportunità per gli stock picker

Il 2021 sarà un anno di ripresa a prescindere da come evolverà la pandemia negli Stati Uniti e in Europa nel breve termine. Ondate future del virus potrebbero richiedere dei mini lockdown, con un inevitabile impatto negativo sulla crescita e sugli utili aziendali, ma come già constatato con il rimbalzo della crescita e degli utili nel terzo trimestre del 2020, dovremmo velocemente assistere a un nuovo rilancio e alla crescente disponibilità di vaccini. Sebbene i cambiamenti strutturali dovuti dalla pandemia e dai lockdown abbiano ridotto il potenziale di crescita degli utili a lungo termine in alcuni settori, l'entità della crescita in altri settori è aumentata (si veda il Grafico 5).

Grafico 5: variazione delle stime di lungo periodo del tasso di crescita degli utili (in %)



Dati al 3 novembre 2020. Combinazione di MSCI e World IMI. Fonte: FactSet, BNP Paribas Asset Management

I titoli value e la possibilità di riportarsi al passo nel 2021

Nel 2021 sarà fondamentale comprendere se i titoli value sapranno annullare completamente le sottoperformance degli ultimi anni. Le argomentazioni a favore di un'inversione di tendenza sono l'ampio divario delle valutazioni tra titoli value e growth e l'aspettativa che le performance debbano, ad un certo punto, tornare a convergere. Per valutare adeguatamente la probabilità che questo avvenga, è necessario capire cosa ha causato le performance contrastanti degli indici value e growth.

Nel valutare le performance di queste due tipologie di titoli è necessario inevitabilmente affrontare alcune questioni relative alla definizione, in altre parole, il significato esatto di "growth" e "value". Poi, c'è la questione della costruzione degli indici. Uno stesso titolo può rientrare in entrambe le categorie? I vari provider di indici di riferimento danno risposte diverse a questa domanda. Nella nostra analisi, utilizziamo come riferimento il diffuso US Russell 3000, che assegna dallo 0 al 100% della capitalizzazione di mercato di un titolo ad ogni indice in funzione di una combinazione tra rapporto prezzo/valore contabile, tasso di crescita degli utili previsto nel medio termine e tasso di crescita delle vendite per azione. Andrebbe tuttavia sottolineata la validità di un approccio quantitativo, che consenta di isolare meglio i reali fattori di crescita e valore in un portafoglio, permettendo di evitare gli orientamenti settoriali intrinseci nella metodologia Russell.

Dal mese di marzo 2007, lo stile value ha sottoperformato lo stile growth in media del 6% ogni anno, sebbene vi siano state fasi diverse in termini di livello effettivo delle sottoperformance (si veda il Grafico 1). Il periodo iniziale, da marzo 2007 a marzo 2009, ha coinciso con la deflazione della bolla del debito ipotecario/residenziale e, data la ponderazione dei titoli finanziari negli indici value, questa sottoperformance era prevedibile. Di conseguenza, ci si poteva attendere che dal punto di minimo del mercato, a inizio marzo 2009, lo stile value avrebbe riguadagnato terreno, cosa che, in effetti, è avvenuta fino alla fine di dicembre 2016. Con l'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti, e i successivi tagli delle imposte sulle società, la sovraperformance dei titoli growth (e tecnologici) ha registrato una netta accelerazione, per poi acquistare sempre più velocità con l'arrivo della pandemia di coronavirus.

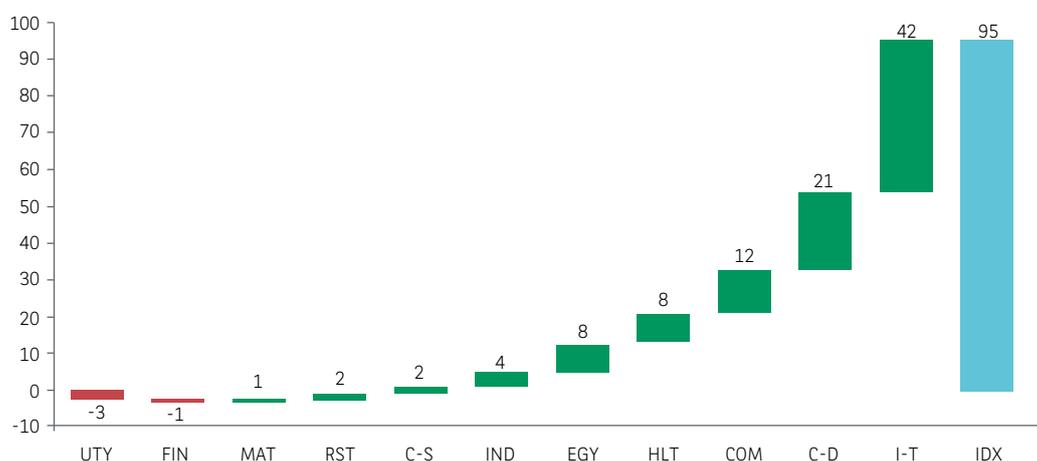
Grafico 6: performance relativa degli Indici Russell 3000 Growth e Russell 3000 Value



Dati al 20 novembre 2020. Nota: rendimento totale. Fonte: FactSet, BNP Paribas Asset Management. Le performance passate non costituiscono garanzia di rendimenti futuri.

La sottoperformance dello stile value a partire dal 2016 ha avuto un andamento diverso nei vari settori. Se la divergenza fosse stata causata da una differenza fondamentale nelle prospettive dei fattori growth e value, sarebbe stato naturale attendersi performance divergenti in ogni settore. In realtà, gran parte della differenza si è concentrata in pochi settori, e su relativamente pochi titoli. Dei 95 punti percentuali di divergenza dei rendimenti dei due indici tra il dicembre 2016 e il 20 novembre 2020, quasi il 45% è ascrivibile al settore tecnologico, seguito da beni di consumo voluttuari e servizi alle comunicazioni (si veda il Grafico 2). Nella maggior parte degli altri settori, la differenza di rendimento tra titoli growth e value è stata relativamente contenuta.

Grafico 7: contributo dei singoli settori alle differenze di rendimento tra gli Indici Russell 3000 Growth e Russell 3000 Value



Dati al 20 novembre 2020. Fonte: FactSet, BNP Paribas Asset Management. Le performance passate non costituiscono garanzia di rendimenti futuri.

I due settori principali dopo quello tecnologico non sono certo frutto di una coincidenza. La principale azienda di e-commerce al mondo, da sola, ha rappresentato un terzo del rendimento dell'intero settore dei beni di consumo voluttuari, mentre il resto dei FAANG¹ hanno contribuito con due terzi dei rendimenti del settore dei servizi alle comunicazioni.

La combinazione tra settore tecnologico e gli altri FAANG (Tech+) non solo spiega gran parte delle sovraperformance dei titoli growth negli ultimi quattro anni, ma è anche "responsabile" della maggior parte del divario delle valutazioni. Il multiplo forward dell'indice growth rispetto all'indice value ha recentemente raggiunto livelli mai più osservati dopo la bolla tecnologica. Dopo ripetuti annunci di risultati superiori alle attese dei test sui vaccini a fine novembre 2020, questo divario si è in qualche modo ridotto, ma resta comunque ampio. Il rapporto tra il resto dell'indice growth (ossia Tech+ escluso) e l'indice value, tuttavia, è attestato oggi vicino alla media di lungo periodo registrata a partire dal 2002 (si veda il Grafico 8).

Grafico 8: multiplo forward relativo degli Indici Russell 3000 Growth e Russell 3000 Value



Dati al 20 novembre 2020. Tech+ rappresenta il settore tecnologico più Amazon, Facebook, Google e Netflix. Fonte: IBES, FactSet, BNP Paribas Asset Management. Le performance passate non costituiscono garanzia di rendimenti futuri. Le suddette società sono menzionate al solo scopo illustrativo. Questo non costituisce quindi una sollecitazione all'acquisto di tali titoli né una consulenza o raccomandazione d'investimento.

La rotazione da growth a value nei mercati dopo gli annunci relativi ai test sui vaccini è indicativa di quale tendenza dovrà persistere per consentire a questi titoli di recuperare ulteriormente il terreno perduto. Il settore finanziario ha guadagnato in linea con l'incremento dei rendimenti dei Treasury a 10 anni, mentre energia e trasporti si sono mossi al rialzo sulle attese di una ripresa dei viaggi. Al contrario, il ritardo dello stile growth è dipeso esattamente dagli stessi settori che più avevano beneficiato dei lockdown: tecnologia, e-commerce e home entertainment.

In prospettiva futura, ulteriori incrementi dei tassi d'interesse, e il conseguente miglioramento delle prospettive per il settore finanziario, dipenderanno anche dall'entità dell'eventuale pacchetto di stimoli varato dal Congresso. Energia e trasporti hanno ulteriori margini di ripresa, dal momento che i lockdown non verranno allentati fino alla prossima primavera, quando sarà disponibile un vaccino su larga scala. Tuttavia, un'amministrazione Biden, che porrebbe al centro del proprio programma le energie rinnovabili a scapito dei combustibili fossili, potrebbe limitare le potenzialità di guadagno di medio termine per i prezzi del petrolio.

¹ Si veda, ad esempio, l'indice NYSE FANG+, un indice equal-dollar weighted concepito per rappresentare un segmento dei settori tecnologico e dei consumi voluttuari, costituito dai titoli growth ad alto tasso di negoziazione di società tecnologiche e abilitate dalla tecnologia, come Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google (di Alphabet). Le suddette società sono menzionate al solo scopo illustrativo. Questo non costituisce quindi una sollecitazione all'acquisto di tali titoli né una consulenza o raccomandazione d'investimento.

Alla luce del balzo delle valutazioni per il sottoinsieme del settore Tech+, che ha registrato i guadagni maggiori dall'inizio dei lockdown, potrebbe esservi un ulteriore margine di compressione dei multipli. I rischi normativi sussistono, ma preoccupano meno ipotizzando che il Congresso resti diviso. Anche la minaccia peggiore per il settore tecnologico, ossia la cancellazione dei tagli delle imposte di Trump, appare molto meno probabile senza una maggioranza democratica al Senato.

La performance dei titoli value vs growth ha cominciato a invertire la propria tendenza grazie alle valutazioni relativamente a buon mercato, all'incremento dei tassi d'interesse e alla prospettiva di una fine dei lockdown. Resta da capire fino a dove questi fattori si spingeranno e per quanto tempo, ma crediamo vi siano ulteriori possibilità di ripresa per i titoli value in futuro.

Valutazioni sostenute dalle banche centrali

Rispetto alle medie storiche le valutazioni degli indici azionari sono elevate, ma questo riflette principalmente le misure di sostegno delle banche centrali, i tassi di interesse bassi e l'inflazione contenuta. Le banche centrali hanno messo da parte la loro riluttanza a monetizzare i titoli di Stato e il loro supporto ora si estende all'acquisto di obbligazioni societarie (ivi comprese le high yield). Il settore di mercato in cui, secondo alcuni investitori, le valutazioni degli indici appaiono elevate è quello tecnologico statunitense. Il rapporto prezzo/ utili mediano delle azioni nell'indice è di gran lunga meno alto, il che pertanto suggerisce che vi sono ancora buone opportunità per gli stock picker.

I mercati emergenti dovrebbero beneficiare di un allentamento delle tensioni nelle relazioni commerciali internazionali. Un'economia statunitense in crescita attrarrà esportazioni dai mercati emergenti nonostante un orientamento a "comprare prodotti americani". La ripresa della domanda interna dei mercati emergenti potrebbe tardare a causa dell'incapacità di molti Paesi (o della loro reticenza, come nel caso della Cina) a risarcire le famiglie per la perdita di reddito dovuta ai lockdown.

Tra gli aspetti positivi, appare meno probabile che si avranno nuove ondate di infezioni nei mercati emergenti in quanto la pandemia è già sotto controllo o più avanti nel suo naturale corso verso l'estinzione.

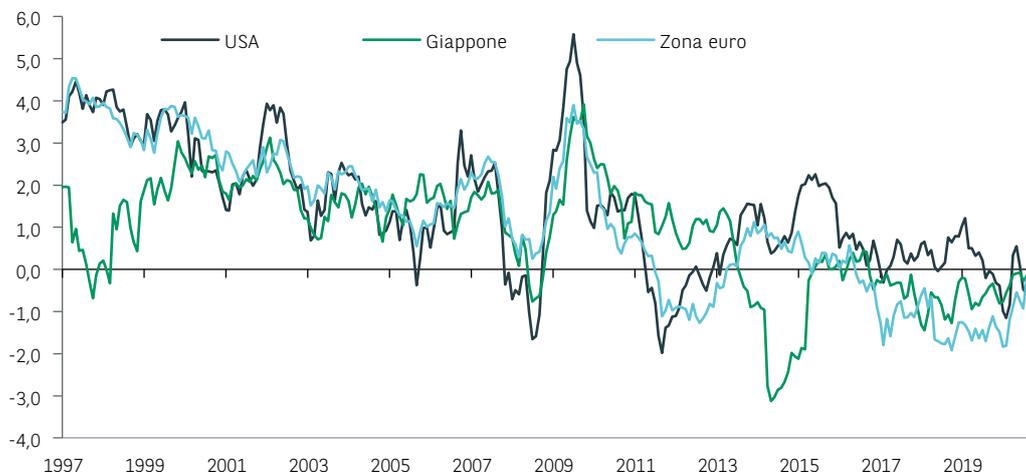
Le valutazioni dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati sembrano alquanto ragionevoli e prevediamo che i mercati emergenti compenseranno parte delle sottoperformance registrate nell'ultimo decennio.

REDDITO FISSO

Tassi d'interesse sovrani - Bassi molto più a lungo

I tassi d'interesse reali sono invece vicini allo zero o negativi nella maggior parte delle economie sviluppate (si veda il Grafico 9). Ci attendiamo che le banche centrali di queste economie cercheranno di mantenere i rendimenti reali il più possibile bassi e il più possibile negativi per aiutare i governi e le aziende a smaltire l'onere del debito.

Grafico 9: rendimenti reali negativi per il debito sovrano dei paesi G3 – Il grafico mostra le variazioni dei rendimenti reali delle obbligazioni governative di Stati Uniti, Giappone ed Eurozona fra il 1997 e il 16/11/2020



Fonte: Bloomberg, BNPP AM

La crisi di COVID-19 è uno shock economico grave che influenza le economie altamente indebitate e che già soffrono di trend di crescita relativamente bassi. Mantenendo i tassi d'interesse a livelli ultra bassi, le banche centrali hanno creato margini di manovra per una politica fiscale espansiva, riducendo il costo del servizio del debito e dando alla crescita la maggiore possibilità di riprendersi rapidamente. In effetti, è in atto una sorta di monetizzazione di gran parte del debito nazionale in rapida espansione, sostanzialmente come ha fatto il Giappone.

La Banca Centrale Europea ha già chiarito che intende acquistare tutte le obbligazioni necessarie per evitare che le condizioni monetarie si inaspriscano per tutti i governi dell'Eurozona. L'entità degli acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali del G3 supera qualsiasi fattore che abbia attinenza con i fondamentali. I mercati del debito sovrano del G3 sono molto più trainati da fattori tecnici di quanto sia mai successo nella storia.

Per fare un parallelo storico appropriato bisogna risalire al periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, quando le banche centrali imposero un tetto massimo per i rendimenti obbligazionari a un livello di gran lunga inferiore al tasso di crescita tendenziale del PIL per ridurre gradatamente il debito nazionale come quota proporzionale del PIL. Ne consegue che i gestori del debito sovrano e le banche centrali potrebbero coordinare i profili di scadenza delle emissioni e degli acquisti per modulare rendimenti reali bassi nei prossimi anni.

Inizialmente, un impatto disinflazionistico

L'impatto delle recessioni dovute ai lockdown è stato finora disinflazionistico. L'effetto economico delle misure per la salute pubblica e delle incertezze è stato quello di soffocare sia la domanda aggregata (i lavoratori perdono reddito se non lavorano e opportunità di consumare se non possono uscire di casa) sia l'offerta aggregata (le aziende non possono produrre senza lavoratori o ordini). Complessivamente, tuttavia, crediamo che il crollo della domanda aggregata supererà il calo dell'offerta e che l'inflazione core subirà un rallentamento.

Forse inflazionistico nel lungo termine?

Nel più lungo termine, tuttavia, con la ripresa della domanda aggregata, l'economia potrebbe rialzarsi abbattendo le limitazioni della capacità, visti i danni causati alla produzione potenziale. Anche la ripresa dei prezzi del petrolio, con il ritorno della possibilità di viaggiare dopo le campagne di vaccinazione, alimenterà l'inflazione primaria. Inoltre, è possibile che le pre-esistenti tensioni nei commerci internazionali e i timori circa la resilienza delle supply chain altamente interconnesse a livello globale in un'era di pandemia e di rivalità tra super-potenze si tradurranno in nuove misure protezionistiche. Un'eventuale inversione di tendenza rispetto alla globalizzazione dovrebbe avere un effetto inflazionistico limitando la competizione.

A livello politico, è inoltre molto probabile che gli elettori la cui fragilità finanziaria è stata aggravata dai lockdown, a lungo andare, chiederanno un cambiamento della struttura economica e di un contratto sociale caratterizzati da una grande concentrazione di ricchezza e reddito. Un incremento dei salari, il rafforzamento delle reti di previdenza sociale e il potenziamento dei benefici sanitari dovranno essere finanziati e potrebbero avere effetti inflazionistici. Dall'altro lato, non possiamo tuttavia escludere la possibilità che automazione, tecnologia e trasparenza dei prezzi nell'era di internet continuino a frenare le pressioni inflazionistiche.

Obbligazioni societarie

Quando gli investitori hanno iniziato a capire che la recessione causata dai lockdown sarebbe stata molto più grave di quella seguita alla crisi finanziaria mondiale, si è temuto che anche insolvenze e declassamenti sarebbero peggiorati. Ma, grazie all'intervento delle banche centrali e agli stimoli dei governi, questi timori si sono ad oggi rivelati infondati. Pur essendo innegabilmente aumentate, le bancarotte sono rimaste ben al di sotto dei livelli raggiunti nel 2008-09.

Sarebbe normale attendersi un ulteriore incremento dei fallimenti aziendali, soprattutto nei settori sui quali ancora gravano limitazioni dell'attività (linee aeree, hotel, tempo libero, ecc.), malgrado il probabile sussistere degli aiuti statali. I governi hanno già speso troppi soldi per lasciare che queste aziende falliscano. Esiste piuttosto il rischio opposto, soprattutto nell'Europa continentale, ossia il rischio di un supporto eccessivo, che consenta di restare operative anche alle imprese che invece dovrebbero, tecnicamente, fallire. Queste società "zombie" non sarebbero più solvibili se i tassi d'interesse non fossero estremamente bassi. Esiste il rischio che l'incremento del debito avvenuto nel 2020 generi allocazioni errate del capitale e limiti la distruzione creativa. Una situazione di questo tipo genererebbe un incremento delle pressioni deflazionistiche per effetto del crescente indebolimento della domanda.

Nel momento in cui gli utili aziendali sono crollati e le società hanno sfruttato la liquidità offerta dalle banche centrali per risanare gli stati patrimoniali, le metriche creditizie si sono rapidamente deteriorate. La leva netta era comunque in aumento dalla fine della crisi finanziaria mondiale, con le aziende sempre più incoraggiate a indebitarsi visti i bassi tassi d'interesse. Questo fenomeno ha subito un'accelerazione nelle prime fasi della pandemia, ma le aziende hanno oggi iniziato una fase di abbattimento del debito. Grazie ai bassi tassi d'interesse, tuttavia, l'incremento dell'onere degli interessi è stato inferiore a quello dell'onere del debito, riducendo così al minimo gli effetti negativi sull'indice di copertura degli interessi. In ogni caso, entrambe le metriche dovrebbero migliorare nel 2021, fino a riavvicinarsi ai livelli pre-recessione, sulla scia della ripresa degli utili.

Nel contesto attuale, è probabile che la ricerca di rendimento sosterrà le valutazioni sui mercati del debito corporate. La preoccupazione principale per gli investitori nel credito è quella di distinguere tra quei settori che saranno danneggiati in modo permanente dalla pandemia e dalle recessioni conseguenti ai lockdown e quelli che invece saranno solo temporaneamente penalizzati. È altrettanto importante evitare quei settori i cui prezzi si siano mossi al rialzo mentre gli investitori ricercavano beni rifugio, ma che sono a rischio di sottoperformance significative - principalmente negli Stati Uniti - man mano che l'economia recupera e le misure di stimolo fiscale imprimono slancio alla crescita e alle aspettative di inflazione.

Il debito societario high yield dovrebbe continuare a sovraperformare il debito investment grade nei mercati sviluppati, un andamento che sarà tuttavia principalmente determinato dal carry. Vi sono scarsissime probabilità di un'ulteriore compressione degli spread, soprattutto nel settore investment grade, dal momento che i differenziali sono già tornati, o si sono già riavvicinati, ai livelli pre-pandemia.

MATERIE PRIME E VALUTE

Ulteriori perdite del dollaro USA

L'ell dollaro USA è destinato a beneficiare della relativa solidità dell'economia statunitense, ma questo dovrebbe essere compensato dalle misure di stimolo fiscale e dall'ampliamento dei deficit delle partite correnti e del bilancio statunitense, nonché da un'inversione dei flussi dei beni rifugio. A livello storico il dollaro appare anche costoso.

L'orientamento del dollaro USA rispetto all'euro potrebbe principalmente dipendere dall'espansione relativa dell'offerta di moneta nelle due regioni. Se da un lato la BCE potrebbe incrementare i propri programmi di acquisto di obbligazioni in dicembre, dall'altro è probabile che la Fed sia più aggressiva, spostando l'ago della bilancia a favore dell'euro (si veda il Grafico 10).

Grafico 10: tasso di cambio dollaro USA/euro e base monetaria



Dati al 23 novembre 2020. Fonte: Haver, Financial Forecast Centre, BNP Paribas Asset Management

Vi è un ampio margine per l'apprezzamento delle valute dei mercati emergenti rispetto al dollaro USA, visto che hanno recuperato molto meno dal sell-off di questa primavera. Le valutazioni appaiono interessanti su base REER (tasso di cambio reale effettivo). Le importazioni ridotte hanno contribuito a stabilizzare i saldi delle partite correnti in diverse economie dei mercati emergenti e anche le riserve in valute estere sono rimaste piuttosto resilienti.

Il protrarsi della ripresa economica ciclica a livello globale dovrebbe supportare i prezzi delle materie prime, anche se l'espansione della Cina si fonderà su un uso meno massiccio di materie prime rispetto al passato. Il prezzo dell'oro e dell'argento dovrebbe essere sostenuto da rendimenti reali bassi ma stabili, anche se è probabile che vi sia poco margine per ulteriori utili significativi.

Un'opportunità per un mondo più sicuro e sostenibile a livello ambientale

Al termine dei lockdown molti Paesi al mondo avranno un maggior livello di indebitamento e molti settori saranno danneggiati per sempre, ma assisteremo anche al nascere di nuove opportunità. L'aspetto più importante è che la pandemia ha cambiato la nostra visione sul mondo in cui vorremmo vivere, ossia un mondo più sicuro e sostenibile a livello ambientale, e ha rafforzato il nostro impegno per raggiungere questo obiettivo. Questo sarà il lascito positivo e duraturo dei lockdown. ■

SEZIONE II - TEMI D'INVESTIMENTO

GESTIRE L'INSTABILITÀ NEL 2021

È chiaro che la pandemia del 2020 ha dato origine a un ciclo di bassa crescita e alto indebitamento, in cui la selezione dei titoli genererà valore finanziario aggiunto.

Un contesto di questo tipo favorisce la gestione attiva delle posizioni d'investimento, sullo sfondo del graduale ampliamento del divario tra le aziende (e i paesi) più e meno performanti. Crediamo che sui mercati azionari l'attenzione sarà rivolta soprattutto ai segmenti ad alta crescita, dove è ragionevole prevedere che le aziende finanziariamente sane possano produrre una crescita degli utili sostenibile e tale da giustificare, a tratti, multipli di valutazione "impegnativi".

Per identificare le società vincenti nel lungo periodo, ossia quelle in grado di adattarsi all'attuale "grande instabilità", crediamo che gli investitori debbano cercare modelli di business solidi, un significativo potere di determinazione dei prezzi, una solida fedeltà al brand e stati patrimoniali sostenibili. È necessaria resilienza, oltre che dal punto di vista operativo, anche in termini di capacità gestionali.

LA PANDEMIA - IN AGGIUNTA AI TREND ESISTENTI

Prima della pandemia, e delle sofferenze umane e distruzione economica che ha portato con sé, altri trend secolari stavano già contribuendo a un generale senso di fluidità e incertezza.

Tra questi il cambiamento climatico - e la necessità di una transizione a favore delle energie pulite - e l'ineguaglianza, con l'associata necessità di una crescita, di una sanità e di innovazioni più inclusive.

Siamo convinti che la pandemia abbia il potenziale per innescare un inatteso e maggiore riallineamento, rafforzando le innovazioni tecnologiche, le tendenze commerciali e gli sviluppi della politica. Questo dovrebbe condurre a importanti cambiamenti nell'attività economica, negli utili societari e, in ultima analisi, nelle valutazioni degli asset.

In altre parole, un mutamento radicale. Da investitori ci chiediamo: in che modo queste profonde tendenze socio-economiche impattano sulle società di tutto il mondo e quali sono le opportunità d'investimento che ne derivano?

INTEGRAZIONE DEI CRITERI ESG

Al di là delle considerazioni finanziarie, una parte essenziale della valutazione implica l'applicazione di rigidi criteri di selezione ambientali, sociali e di governance (ESG). Si è osservato che una buona performance in termini ESG può contribuire a generare rendimenti sostenibili nel lungo termine; di conseguenza, non è più possibile escludere le considerazioni ESG dalla selezione dei titoli. In BNP Paribas Asset Management, questo è il pilastro portante della nostra filosofia.

Questo approccio caratterizza anche la nostra scelta dei temi d'investimento per gestire la "grande instabilità" che si protrarrà nel 2021. Crediamo che la scienza e l'innovazione, sostenute dai mercati dei capitali, consentiranno alle aziende di adattarsi alla trasformazione economica e dei comportamenti dei consumatori. In quanto investitori, dobbiamo identificare le aziende meglio posizionate per riconoscere, facilitare e beneficiare di queste sfide globali.

OPPORTUNITÀ D'INVESTIMENTO FUTURE

MEGATREND DEL 21MO SECOLO

**Assistenza sanitaria**

La pandemia sarà il catalizzatore di un cambiamento nella disponibilità, la copertura e l'accessibilità all'assistenza sanitaria. Potrebbe anche condurre a un maggior uso della tecnologia, compresa l'intelligenza artificiale per sviluppare cure e innovazione nella somministrazione e miniaturizzazione dei farmaci.

Prevediamo un aumento della spesa per l'assistenza sanitaria per risolvere le evidenti problematiche di capacità e copertura. Assisteremo a un'ingente spesa nei settori biotecnologico e farmaceutico per combattere la pandemia con test, antivirali e, in ultima analisi, un vaccino.

Oltre a questo, esiste il tema del cambiamento tecnologico che agevolerà il miglioramento della qualità dei servizi sanitari, dall'abilitazione dei contatti a lunga distanza tra pazienti e medici allo sfruttamento dei progressi nel sequenziamento genetico fino allo sviluppo di nuove cure. Una situazione di cui dovrebbero beneficiare gli utili delle società che guideranno i cambiamenti.

TREND INNOVATIVI CHIAVE NELLA SANITÀ

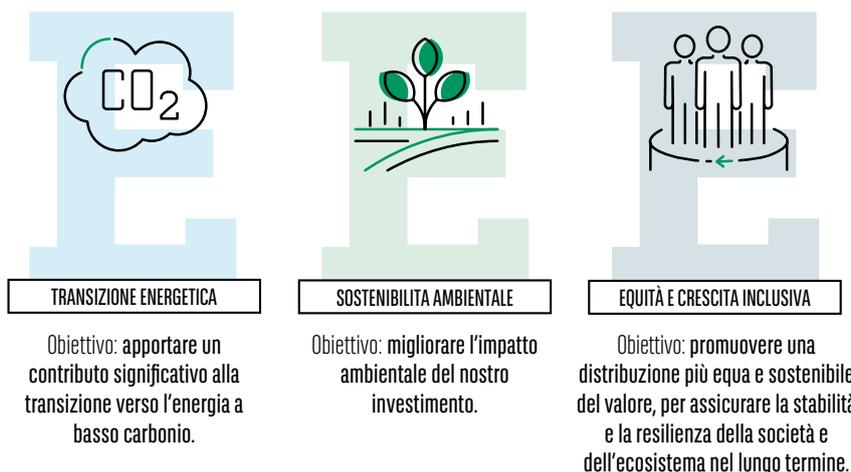
**Sfide ESG**

Sebbene la pandemia abbia occupato le prime pagine dei giornali nel 2020, gli incendi boschivi e gli uragani hanno continuato a imperversare, le inondazioni a invadere città e terreni e i terremoti a lasciare migliaia di senzatetto. I cambiamenti climatici sono proseguiti e, quale nota positiva, i governi hanno inserito la spesa per la sostenibilità nei loro piani da miliardi di dollari a sostegno della crescita e dell'occupazione, accrescendo le speranze per una ripresa green.

L'importanza di gestire le disuguaglianze di reddito e di ricchezza si fa sempre più strada nell'agenda politica, mentre COVID-19 ha portato alla ribalta una serie di problematiche sociali legate ai lavoratori migranti, come il sovraffollamento degli alloggi, prassi contrattuali ingiuste e condizioni di lavoro malsane. Le società di alcuni settori devono spendere ingenti quantità di denaro per assicurarsi che la produzione possa continuare e l'offerta non venga interrotta.

La governance resta un tema caldo. Gli investitori devono essere vigili in merito alla possibilità di variazioni radicali nel contesto normativo e anti-trust in cui le aziende operano e all'impatto sulle valutazioni che questo potrebbe avere. È incoraggiante il persistere del trend che ha visto scendere la domanda di beni e servizi ritenuti incompatibili con un'economia a zero emissioni nette o con i criteri ESG più in generale.

RISPONDERE ALLE SFIDE ESG: INVESTIMENTO SOSTENIBILE



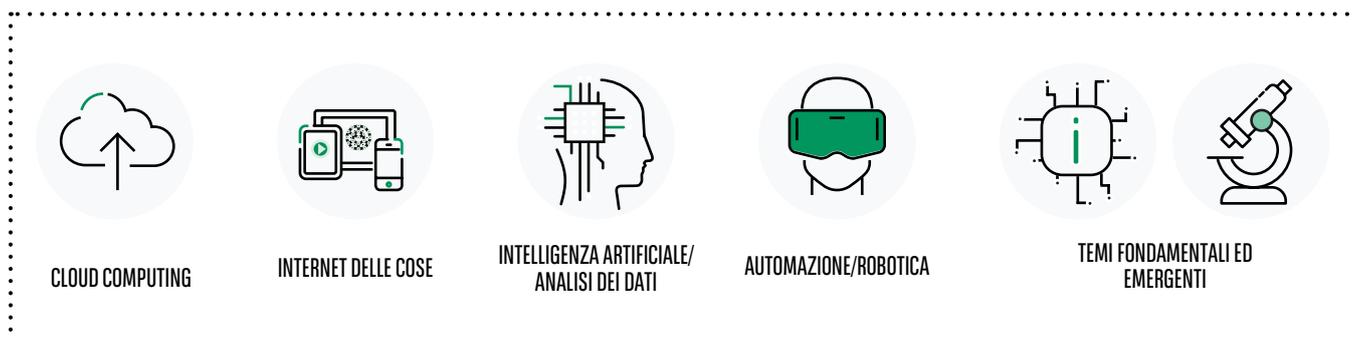
Innovazione e tecnologia dirompente

La globalizzazione e l'automazione stavano già trasformando le aziende quando il lockdown di interi Paesi ha innescato un cambiamento epocale delle nostre abitudini lavorative. Il lavoro da remoto è divenuto la normalità in molti Paesi e questo ha dato avvio a una maggiore domanda di soluzioni tecnologiche e innovative che vanno dai server più potenti, alle teleconferenze, al miglioramento dei servizi internet all'accesso al cloud computing.

L'e-commerce è decollato, alimentando la crescita della pubblicità su web e dei servizi di pagamento elettronico, creando un vero e proprio boom nei settori dello stoccaggio fisico e automatizzato e delle consegne a domicilio. Le possibilità della e-medicine stanno suscitando sempre più interesse, non solo per alleviare il carico degli ospedali e di altri servizi medici stremati da COVID, ma anche in un'ottica di controllo dei costi e di maggiore efficienza, sulla scia dell'aumento delle spese sanitarie.

I big data, l'intelligenza artificiale e l'analisi dei dati sono visti sempre più come tool essenziali per gestire la pandemia e risolvere problemi complessi che riguardano sanità, cambiamento climatico e altre grandi questioni economiche, demografiche e sociali.

I TEMI D'INVESTIMENTO DELLE TECNOLOGIE DIROMPENTI



Transizione energetica

La pandemia ha avuto anche conseguenze positive: il crollo degli spostamenti per lavoro e dei viaggi aerei ha determinato una diminuzione dell'impatto di questi fattori sul pianeta e sottolineato la necessità di utilizzare sempre più fonti di energia alternative, mentre compiamo la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. La generazione di energia eolica e solare, così come i biocombustibili, hanno una base d'appoggio consolidata, anche se vi è ancora un enorme potenziale di crescita. La tecnologia ottimizzata delle batterie e celle a combustibile regge le sorti di un'elettrificazione efficiente.

Al contempo, è diventato chiaro che, dal punto di vista dei costi, le fonti di energia rinnovabili possono oggi competere con i combustibili fossili. Sarà necessario adottare su scala più ampia le opzioni alternative, come l'idrogeno verde, in modo che possano davvero svolgere il loro fondamentale ruolo nei programmi per la realizzazione di una società carbon-free.

Il trend a favore di una produzione energetica decentralizzata - pannelli fotovoltaici sui tetti, turbine eoliche nel giardino di casa e impianti geotermici di riscaldamento - sta creando opportunità nei settori delle infrastrutture, della distribuzione e dello stoccaggio, mentre la digitalizzazione contribuisce a migliorare l'efficienza energetica nell'industria, negli edifici e nelle case grazie a reti elettriche e del gas intelligenti.

TRANSIZIONE ENERGETICA - TEMI CHIAVE



GENERAZIONE DI
ENERGIE RINNOVABILI E
DI TRANSIZIONE

DECARBONIZZAZIONE

del sistema energetico
mediante la generazione
di energie rinnovabili e di
transizione



TECNOLOGIE
ED EFFICIENZA
ENERGETICA

DIGITALIZZAZIONE

del sistema energetico
mediante elettrificazione,
efficienza e tecnologie



INFRASTRUTTURE, TRA-
SPORTO E STOCCAGGIO
DELL'ENERGIA

DECENTRALIZZAZIONE

del sistema energetico
mediante infrastrutture,
trasporto e stoccaggio

Allocazione alla Cina

Nel prossimo ordine mondiale, la Cina offre opportunità agli investitori.

Nel 2020 l'economia cinese è cresciuta quasi del 5%, senza che le autorità abbiano dovuto contenere i tassi di interesse con programmi di quantitative easing o innalzare drasticamente il debito nazionale con la spesa per misure di stimolo. Tutte le altre principali economie hanno registrato un calo della crescita. Con ogni probabilità, la Cina non solo rimarrà la grande economia in più rapida crescita del mondo, ma il suo mercato azionario vanta numerose società innovative.

I maggiori provider di indici obbligazionari e azionari hanno aggiunto la Cina ai loro principali benchmark per i mercati emergenti. La forza del renminbi registrata nel 2020 ha rispecchiato il flusso di denaro oltreoceano verso i mercati finanziari cinesi. I titoli di Stato cinesi rendono attualmente attorno al 3%, con una conseguente contrazione dei rendimenti nelle economie avanzate. Eppure molti portafogli degli investitori internazionali continuano ad essere sottopesati in titoli cinesi. Nel mondo post-pandemia, gli investitori dovrebbero prendere in considerazione un'allocazione indipendente agli attivi cinesi. ■

Per maggiori informazioni sui temi d'investimento discussi, le strategie per investirvi e i team che le gestiscono, andare all'indirizzo:

<https://investigator.bnpparibas-am.com/en/great-instability/>

SEZIONE II - TEMI D'INVESTIMENTO

SOSTENIBILITÀ

UN 2021 SOSTENIBILE?

Il flusso delle notizie nel 2020 è stato sconcertante su molti fronti. In un contesto già dominato dall'impatto economico, sanitario e sociale della crisi di COVID-19, abbiamo anche ricevuto allarmanti aggiornamenti sulla perdita di biodiversità e su una serie di eventi meteorologici estremi legati al cambiamento climatico. E per concludere degnamente l'anno, le elezioni presidenziali USA hanno messo a nudo la realtà inquietante di un paese profondamente diviso.

In questo contesto, è difficile essere particolarmente ottimisti sul 2021. Eppure, dopo 20 anni di lavoro nel campo degli investimenti sostenibili, ho perfezionato le mie doti di "ottimista pragmatica" e tendo a concentrarmi sulle opportunità. O, nelle parole di Winston Churchill, "mai lasciare che una buona crisi vada sprecata".

OPPORTUNITÀ NELLA CRISI

Le crisi simultanee di COVID, clima e biodiversità offrono una finestra di opportunità affinché aziende, paesi, investitori ed economie si orientino verso una direzione sostenibile. Questi temi sono allineati con le "3E" della nostra *Global Sustainability Strategy* del 2019: transizione Energetica, sostenibilità Ecologica, Equità & crescita inclusiva. Concetti che avevamo identificato come precondizioni essenziali per un'economia sostenibile e che, pertanto, guidano il nostro approccio generale alla sostenibilità, in termini di ricerca strategica, stewardship, integrazione ESG e sviluppo di fondi tematici. Crediamo che adottando una visione olistica, sistemica e di lungo termine, è probabile che le crisi ci coglieranno meno di sorpresa e riusciremo meglio a gestirle.

Ed è attraverso la lente delle 3E che possiamo considerare alcuni dei temi chiave per il 2021 e il modo per affrontarli in quanto investitori.

LE "3E"

TRANSIZIONE ENERGETICA



TRANSIZIONE ENERGETICA

Obiettivo: apportare un contributo significativo alla transizione verso l'energia a basso carbonio.



SOSTENIBILITÀ ECOLOGICA

Obiettivo: migliorare l'impatto ambientale del nostro investimento



EQUITÀ E CRESCITA INCLUSIVA

Obiettivo: promuovere una distribuzione più equa e sostenibile del valore, per assicurare la stabilità e la resilienza della società e dell'ecosistema nel lungo termine

- La corsa allo zero netto è iniziata. Un rapporto del 2018², secondo il quale l'impatto di un riscaldamento di 2° C sarebbe stato nettamente peggiore rispetto a 1,5° C, ha aggiunto una rinnovata urgenza allo sforzo di limitare l'incremento delle temperature a 1,5 gradi. Lo stesso rapporto, inoltre, ha spostato il focus del dibattito internazionale dal mero budget di anidride carbonica alla necessità di raggiungere l'obiettivo di emissioni nette zero entro il 2050. Il concetto dello zero netto è entrato nel dibattito politico e aziendale dominante, inducendo importanti società,³ proprietari di attivi⁴ e un numero crescente di governi a fissare tali obiettivi per il 2050 (in alcuni casi anche prima).

2 Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Special Report: Global Warming of 1.5°C: <https://www.ipcc.ch/sr15/>

- Secondo una recente analisi⁵, "solo poco più della metà (53%) del PIL globale è prodotto in paesi, stati, regioni e città che hanno fissato un target dello zero netto o hanno manifestato l'intenzione di farlo" e queste stesse aree rappresentano il 23% delle emissioni globali di Co2 e contano 2,6 miliardi di persone.
- Le Nazioni Unite hanno lanciato la campagna Race to Zero⁶, una serie di iniziative del settore privato e del settore pubblico per raggiungere zero emissioni nette, che riuniscono 992 aziende, 449 città, 21 regioni, 5050 università e 38 investitori istituzionali. "Questi operatori della 'real-economy' si uniscono a 120 paesi nella Climate Ambition Alliance, creando l'alleanza più grande di sempre impegnata a realizzare l'obiettivo di zero emissioni nette al più tardi entro il 2050." Ci attendiamo che altri paesi si uniscano a questa alleanza in Europa, Giappone, Corea del Sud e Cina.
 - Nel 2021, BNP Paribas Asset Management pubblicherà un documento per illustrare la visione dell'intera azienda in merito a una serie di cruciali metriche correlate al clima.
 - Continueremo a interagire con le grandi aziende di tutto il mondo per assicurarci che si assumano impegni credibili a favore dello zero netto, supportati da un'informativa che consenta di valutarle rispetto a tali impegni. Continueremo anche a focalizzarci sul lobbying aziendale sul clima allineato all'Accordo di Parigi, un'iniziativa che abbiamo contribuito a lanciare in Europa nel 2018 e che abbiamo portato negli Stati Uniti nel 2019.
- Idrogeno verde e carbon pricing: come sottolineato nella nostra [recente ricerca](#), riteniamo che l'idrogeno verde sia una tecnologia chiave per aiutare il mondo a raggiungere il target di zero emissioni nette entro il 2050. Saranno necessari sistemi di determinazione del prezzo del carbonio a livello globale per rendere l'idrogeno verde commercialmente redditizio, in primis come materia prima (entro il 2030) e poi, nei decenni successivi, come fonte energetica in grado di competere con il gas naturale e il petrolio per il riscaldamento, i trasporti e come fonte di back-up della generazione di energia elettrica.
 - La UE è in prima linea in questo campo: l'incremento del target di riduzione delle emissioni entro il 2030 determinerà probabilmente un irrigidimento del mercato del carbonio nell'Unione e un aumento dei prezzi nel prossimo decennio, consentendo all'idrogeno verde di diventare competitivo entro il 2030.
 - L'Unione Europea sta vagliando la possibilità di introdurre un'imposta sull'anidride carbonica alle frontiere, per assicurare che l'industria interna non risulti penalizzata rispetto alle società non UE che vendono nei mercati dell'Unione. La Commissione Europea presenterà la propria valutazione d'impatto e la proposta per questa tassa nel 2021, con implicazioni potenzialmente enormi in termini di possibilità che la determinazione dei prezzi del carbonio diventi parte del dibattito sui flussi commerciali globali.
- Prevediamo che i mercati "volontari" giocheranno un ruolo più importante. BNP Paribas Group è membro attivo della [Taskforce on Scaling Voluntary Carbon Markets](#) e crediamo vi siano margini di crescita enormi per le soluzioni basate sul capitale naturale al problema del cambiamento climatico nei prossimi decenni.
- Stiamo valutando la possibilità di utilizzare la compensazione delle emissioni con alcuni clienti come ulteriore strumento di decarbonizzazione dei portafogli.



- JANE AMBACHTSHEER -

GLOBAL HEAD OF SUSTAINABILITY

3 Si veda, ad esempio, la Business Ambition for 1.5°C (<https://www.unglobalcompact.org/take-action/events/climate-action-summit-2019/business-ambition/business-leaders-taking-action>) delle Nazioni Unite, un'iniziativa attraverso la quale i firmatari si impegnano a raggiungere il target di 1,5°C tramite l'iniziativa dei Science Based Targets. Al giugno 2020, 237 società con una capitalizzazione di mercato aggregata di 3.600 miliardi di USD si erano impegnate a realizzare la Business Ambition for 1.5°C.

4 Si veda, ad esempio la Net Zero Asset Owner Alliance (<https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>) delle Nazioni Unite, un'iniziativa che impegna 25 investitori istituzionali, con AUM aggregati di 4.700 miliardi di USD, a raggiungere lo zero netto in termini di emissioni di gas serra nei loro portafogli entro il 2050.

5 L'analisi ECU è disponibile qui: <https://eciu.net/news-and-events/press-releases/2020/analysis-and-comment-on-cop26-race-to-zero-launch>.

6 Si veda <https://unfccc.int/news/cities-regions-and-businesses-race-to-zero-emissions>.

SOSTENIBILITÀ AMBIENTALE

- Parallelemente alla crisi climatica, stiamo anche perdendo biodiversità a una velocità allarmante. Sia BNP Paribas Group che BNP Paribas Asset Management stanno mettendo a punto strategie per affrontare questa minaccia sistemica, che ha implicazioni significative per le economie e i nostri investimenti. La pandemia stessa potrebbe essere collegata al deterioramento dei sistemi di protezione naturali assicurati dalle foreste, che impediscono la trasmissione delle malattie zoonotiche, come COVID-19, dagli animali agli esseri umani.
- Nel 2021, pubblicheremo in un documento il nostro approccio in quanto investitori all'identificazione e alla gestione delle sfide correlate alla biodiversità, incluse la deforestazione e l'impronta idrica; una pianificazione delle nostre azioni che ci consentirà di capire la complessa relazione tra i nostri investimenti e questi elementi critici del sistema terrestre di supporto per la vita e le economie che abbiamo sviluppato.
- BNP Paribas è stata nominata co-presidente di un gruppo di lavoro per il lancio della Taskforce for Nature-Related Financial Disclosures, che punta a definire un quadro per la divulgazione delle informazioni, simile a quello della TCFD, che aiuti a misurare, gestire e attenuare le nostre dipendenze dalla natura e il nostro impatto.

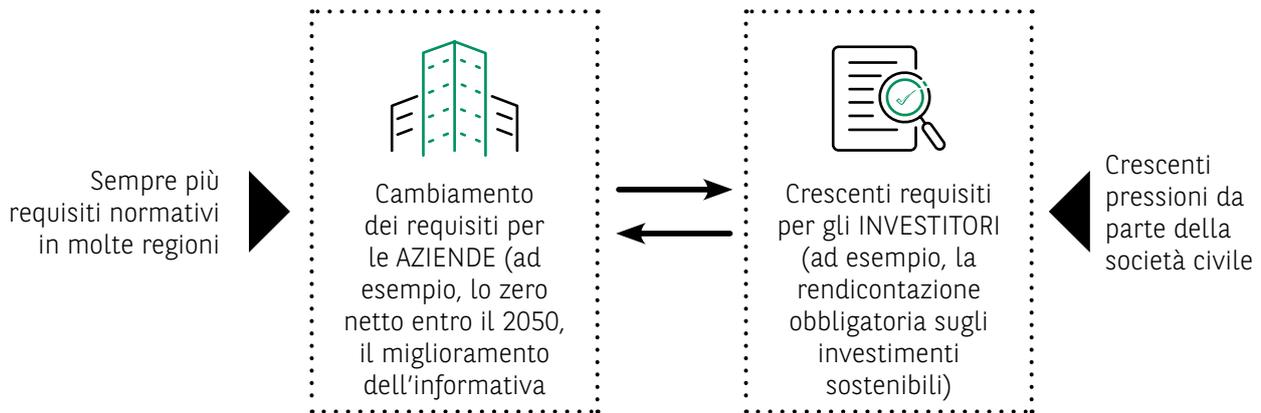
EQUITÀ E CRESCITA INCLUSIVA

- La crisi di COVID-19 ha ulteriormente aggravato le disuguaglianze di reddito, mentre le distorsioni del mercato del lavoro causate dalla pandemia potrebbero essere durature. La pandemia ha anche ulteriormente dimostrato ciò che già sapevamo, ossia che la disuguaglianza di reddito e ricchezza rappresenta una seria minaccia per le nostre economie e la società.
- Il risvolto positivo potrebbe essere l'opportunità di spostare i posti di lavoro al di fuori dei centri urbani, offrendo ai lavoratori più flessibilità in termini di ubicazione, spostamenti e orario lavorativo. Al contempo, abbiamo osservato come un eccesso di flessibilità possa privare i lavoratori delle tutele che le modalità di occupazione tradizionali garantiscono in tempi di crisi. Abbiamo l'importante opportunità di pensare a come re-immaginare il concetto di lavoro, per assicurare sia flessibilità che stabilità ai lavoratori di tutti i livelli socioeconomici.
- Il movimento Black Lives Matter ha contribuito a riaccendere i riflettori sulle disuguaglianze razziali più radicate. Quali sono le implicazioni per i nostri investimenti? Un economista di Citigroup ha stimato che, dal 2000, il PIL USA ha perso 16.000 miliardi di USD a causa delle discriminazioni razziali, ad esempio nell'istruzione e in termini di accesso ai prestiti per le imprese.
- Nelle nostre attività di stewardship, chiederemo alle aziende quali lezioni hanno tratto dalla crisi e le azioni che hanno intrapreso per "ricostruire meglio". In che modo possiamo incentivare la resilienza aziendale?
- Stiamo lavorando a una nuova strategia Inclusive Growth che si focalizzerà sui comportamenti delle aziende in una serie di aree sociali, relative al capitale umano e di governance, aiutandole ad affrontare le sfide causate dalle disuguaglianze di reddito, di genere e razziali.

UN CONTESTO NORMATIVO E CIVILE DINAMICO

L'Europa è in prima linea nella promozione di una serie di politiche sostenibili, generando sempre più attenzione sul target dello zero netto entro il 2050, nonché con la nuova tassonomia verde e la rendicontazione obbligatoria nell'intera catena degli investimenti delle società. Siamo stati attivamente coinvolti in questo processo e continueremo a parteciparvi grazie al ruolo di BNP Paribas in quanto relatore della [recentemente annunciata](#) Piattaforma europea sulla Finanza sostenibile.

Osserviamo pressioni senza precedenti da parte della società civile e delle organizzazioni no-profit sulle aziende finanziarie e non finanziarie, e sul loro impatto dal punto di vista delle 3E.



PROSPETTIVA FUTURA

È difficile prevedere ciò che porterà il 2021, alla luce delle dinamiche geopolitiche frammentate all'interno di molti paesi e regioni, e tra gli uni e gli altri. Ciò che sappiamo per certo è che, con il nuovo anno, dovremo adottare un approccio creativo e ambizioso per affrontare le tre grandi sfide globali:

- COVID-19, e il suo triplice impatto su salute, economia e disuguaglianza sociale
- Transizione climatica, e l'aumento del numero di alluvioni e incendi costosi e socialmente devastanti
- Perdita di biodiversità, con i rischi sottovalutati per la produzione e la sicurezza degli alimenti, la salute e il contributo che gli ecosistemi sani possono apportare nell'affrontare la sfida climatica.

In BNP Paribas Asset Management, continueremo a monitorare e ad adattarci a questi driver della sostenibilità, mantenendo alta l'attenzione sui progressi nell'implementazione della nostra strategia di sostenibilità globale. Nel 2019 abbiamo definito la nostra ambizione e visione, nel 2020 ci siamo focalizzati sull'identificazione degli strumenti necessari ad implementarle e il 2021 ci vedrà creare nuove idee, interessanti strategie d'investimento e una rendicontazione sempre più completa e dettagliata per i nostri clienti.

È importante sottolineare che i rischi portano opportunità. Cercheremo di identificare le società meglio posizionate per promuovere la transizione verso un'economia a basso carbonio, sostenibile dal punto di vista ambientale e inclusiva.

In quanto future maker, saremo felici di lavorare con voi per affrontare oggi le sfide di domani, potenziando le nostre conoscenze in quanto investitori e contribuendo a costruire un futuro economico più sicuro. ■

PANORAMICA SULLE ASSET CLASS

PERFORMANCE: RENDIMENTO TOTALE IN EUR

(AL 31 OTTOBRE 2020)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
9,90 %	57,70 %	28,80 %	6,20 %	26,70 %	21,20 %	32 %	11,50 %	15,60 %	8,40 %	0,10 %	30,00 %	4,70 %	Performance +
-5,30 %	34 %	19,50 %	6,20 %	19,20 %	6,50 %	19,50 %	10,40 %	10,70 %	7,50 %	-0,20 %	25,30 %	4,20 %	
-25,20 %	25,90 %	15,10 %	3,60 %	14 %	0 %	8,40 %	1 %	10,10 %	3,70 %	-2,70 %	13,30 %	-0,80 %	
-37,60 %	17,50 %	14,50 %	-2,40 %	10,70 %	-0,10 %	7,50 %	-0,50 %	8,10 %	0,30 %	-3,80 %	9,20 %	-5,00 %	
-37,60 %	16,60 %	7,20 %	-2,70 %	4,40 %	-0,10 %	2,60 %	-0,70 %	4,60 %	-0,20 %	-4,10 %	4,50 %	-12,40 %	
-45 %	1,10 %	3,50 %	-14,70 %	-2,10 %	-9,80 %	-17,80 %	-25,90 %	2,30 %	-2,10 %	-13,70 %	4,30 %	-24,60 %	Performance -

- Titoli di Stato globali (H)
- Obbligazioni societarie globali (H)
- Obbligazioni societarie high yield globali (H)
- Materie prime (H)
- Azioni paesi sviluppati (UH)
- Immobiliare globale (UH)

H : copertura in euro; UH : senza copertura in euro

Fonte: Bloomberg, Quant Research Group, BNP Paribas Asset Management

Indici utilizzati: immobiliare globale (RNGI), azioni paesi sviluppati (MSDEWIN), titoli di Stato globali (SBWGEC), obbligazioni societarie globali (LGCPTREH), obbligazioni societarie high yield globali (LG30TRUH), materie prime (BCOMHET); ticker Bloomberg tra parentesi

Le performance e i risultati passati non sono indicativi di rendimenti attuali o futuri.

READ TIMELY MARKET, ECONOMIC AND INVESTMENT INSIGHTS ON THE GO



Download
the app
INVESTORS' CORNER



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

Produzione

Daniel Morris, chief market strategist, co-head investment insights centre

Andrew Craig, co-head investment insights centre

Nieck Ammerlaan, content manager – investment insights

Christine Bosso, coordinator

Progettazione grafica: Graphic design studio BNPP AM

La presente pubblicazione è stata prodotta da Investment Insight Centre di BNP Paribas Asset Management.

Contatti: AM -- Investment Insights (AM.investmentinsights@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France è una società di gestione di investimenti autorizzata in Francia dalla "Autorité des Marchés Financiers (AMF)" con il numero GP 96002; società per azioni, ha sede legale al n. 1 di boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia, RCS Paris 319 378 832. Sito web: www.bnpparibas-am.com.

Il presente documento ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali, è prodotto a mero titolo informativo e non costituisce:

1. un'offerta di acquisto o una sollecitazione di vendita e non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi;
2. una consulenza finanziaria.

Le opinioni espresse nel presente documento rappresentano il parere della società di gestione di investimenti alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. La società di gestione di investimenti non è obbligata ad aggiornare o a modificare le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento. Si raccomanda agli investitori di consultare i loro abituali consulenti finanziari, legali e fiscali per valutare l'adeguatezza e l'opportunità di investire negli strumenti finanziari. Si noti che i diversi tipi di investimento, se contenuti in questo documento, comportano gradi di rischio differenti e nessuna garanzia può essere fornita circa l'adeguatezza, l'idoneità o la redditività di un investimento specifico sul portafoglio di un cliente o potenziale cliente.

Tenuto conto dei rischi di natura economica e finanziaria, non può essere offerta alcuna garanzia che gli strumenti finanziari raggiungano i propri obiettivi d'investimento. **Il valore degli investimenti negli strumenti finanziari può per sua natura diminuire oltre che aumentare. È possibile che gli investitori non recuperino l'importo inizialmente investito.**

Le performance, ove illustrate, possono variare in particolare in funzione degli obiettivi o delle strategie di investimento degli strumenti finanziari e di condizioni economiche e di mercato rilevanti, come i tassi di interesse. Le diverse strategie applicate agli strumenti finanziari possono avere un impatto significativo sui risultati presentati in questo documento.

Tutte le informazioni riportate nel presente documento sono disponibili sul sito web www.bnpparibas-am.com.

Dicembre 2020 - Design: Creative Services BNPP AM - P2012033



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'asset manager
per un mondo
che cambia**