

DENTRO UNA NUOVA REALTÀ

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 2024



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

INDICE

Lettera agli investitori	4
Executive summary	5

MACROECONOMIA E MERCATI

Dentro una nuova realtà	6
Prospettive di asset allocation per il 2024	9

SOSTENIBILITÀ

Quattro temi legati alla sostenibilità per il 2024	13
--	----

TEMI D'INVESTIMENTO

Distruzione creativa – L'effetto trasformativo dell'IA sui diversi settori	16
Intelligenza Artificiale – Le prospettive per un anno cruciale	19
La Cina è investibile? Una prospettiva macroeconomica	23
Il debito infrastrutturale è a un punto di svolta, sulla scorta della transizione degli investitori verso gli attivi a basso tenore di anidride carbonica	26

PANORAMICA SULLE ASSET CLASS	29
-------------------------------------	-----------

GLI AUTORI



DANIEL MORRIS

CFA, Chief Market Strategist,
Londra



MAYA BHANDARI

Global Head of Multi-Asset,
Londra



ALEXANDER BERNHARDT

Global Head of Sustainability Research, Digital Innovation Consultant and Lecturer,
Boston



MATTHIJS LEENDERTSE

Digital Innovation Consultant and Lecturer,
Amsterdam



PAM HEGARTY

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Senior Investment Specialist,
US Equities, Boston



CHI LO

Senior Market Strategist APAC,
Hong Kong



DAVID DRAY

Investor Relations,
Parigi



STÉPHANIE PASSET

Deputy Head Infrastructure Debt,
Parigi



VINCENT GUILLAUME

CFA, Deputy Head Infrastructure Debt,
Parigi

**ROBERT GAMBI**

Global Head of Investments, Londra

Lettera agli investitori

La volatilità è la nuova normalità. Il 2023 è stato un altro anno di cambiamenti profondi e spesso inattesi per l'economia globale e i mercati finanziari. Il 2024 potrebbe avere un andamento simile, creando nuove opportunità di generare valore per i clienti dei gestori attivi.

Le banche centrali hanno proseguito il percorso del 2022, continuando ad alzare i tassi d'interesse per contenere l'inflazione. Sarebbe stato plausibile pensare che, a un certo punto, l'economia globale si sarebbe piegata sotto il peso dei 500 punti base di rialzi dei tassi varati a partire dal 2021.

Invece, la tanto prevista recessione mondiale non si è ancora concretizzata. La crescita è stata anemica in Europa ma decisamente robusta negli Stati Uniti, mentre l'occupazione si è rivelata resiliente su entrambe le sponde dell'Atlantico. Eppure, con l'arrivo della fine dell'anno, è sempre più evidente che i prezzi stanno aumentando a un ritmo decisamente inferiore rispetto a un anno fa.

Nel 2024, i mercati finanziari continueranno a focalizzarsi sulle prospettive di crescita e d'inflazione, e su ciò che tali prospettive comportano per le valutazioni degli asset particolarmente sensibili alla politica monetaria e allo stato dell'economia. Ma i mercati non si muovono solo seguendo questo ritmo ciclico di breve termine.

Anzi, i grandi movimenti di mercato degli ultimi mesi sembrano essere stati innescati dal mutare delle opinioni degli investitori in merito all'andamento dell'economia nel lungo periodo. I rendimenti obbligazionari di lungo termine si sono mossi al rialzo man mano che gli investitori rivalutavano non tanto quale sarà il picco a breve dei tassi d'interesse, bensì a quale livello si attesteranno nel lungo periodo, nonché il "premio" che desiderano ricevere per queste incertezze.

I mercati hanno inoltre dovuto metabolizzare la novità dei rapidi progressi tecnologici dell'Intelligenza Artificiale (IA) e cercare di prevedere le ripercussioni che potrebbero avere sulla produttività e la redditività nel lungo periodo. In effetti, l'ottimismo circa l'impatto dell'IA sugli utili futuri è fondamentale per comprendere l'apparente resilienza del mercato azionario statunitense, nonostante il netto incremento dei rendimenti obbligazionari.

Naturalmente, queste opinioni sul livello finale dei tassi, sull'adeguata ricompensa per il rischio dei tassi d'interesse o sull'impatto dell'Intelligenza Artificiale sugli utili anticipate nei prezzi attuali sono tutte intrinsecamente provvisorie. I mercati continueranno a soppesare i nuovi indicatori di questi temi di lungo periodo man mano che emergeranno, riprezzando gli attivi di conseguenza.

In quanto gestori attivi, è nostro compito anticipare questo processo mediante una ricerca mirata, che supporti un'attenta selezione dei titoli e posizioni ad alta convinzione.

Executive summary

MACROECONOMIA

Nel 2024, la liquidità che ha trainato l'attività economica nel 2023 comincerà a diminuire. Negli USA, i risparmi in eccesso si esauriranno presto e gli investimenti aziendali si ridurranno. L'Europa è più vulnerabile al rischio di recessione e potrebbe entrare in stagflazione, mentre la Cina fatica a risolvere la crisi del settore immobiliare.

Le condizioni finanziarie più rigide peseranno sulla crescita economica e sui profitti aziendali. Anche il supporto fiscale potrebbe venir meno, con il crescente focus dei governi sulla riduzione del debito. Il rischio principale è che la crescita rallenti più di quanto prevedano i mercati.

Il contesto geopolitico si fa sempre più complesso e intriso di sfide, con tensioni evidenti dall'Ucraina a Taiwan e, oggi, anche in Israele. Le condizioni geopolitiche e le considerazioni elettorali avranno presumibilmente un impatto importante sui mercati nel 2024, ma non è ad oggi possibile assegnare probabilità attendibili ai diversi possibili esiti.

ASSET ALLOCATION - L'ORA DEL REDDITO FISSO

Preferiamo i titoli di Stato alle azioni, in previsione di un calo dei rendimenti obbligazionari, quando le banche centrali taglieranno i tassi per sostenere la crescita, e del calo dei prezzi dei titoli azionari quando gli utili attesi non si concretizzeranno.

UN'ECONOMIA SOSTENIBILE

In quanto investitori, dobbiamo continuare a concentrare le nostre risorse su una crescita sostenibile nel lungo periodo e sulle opportunità di promuovere e preservare la sostenibilità ambientale, far progredire la transizione energetica e assicurare un passaggio giusto ed equo verso un'economia a basso tenore di carbonio.

Sia la **mitigazione** degli effetti del cambiamento climatico che l'**adattamento** ai rischi del riscaldamento globale richiederanno soluzioni creative e innovative. In quest'area - fondamentale per gli sforzi a favore di una transizione equa - stanno nascendo nuove opportunità per gli investitori.

TEMI D'INVESTIMENTO PER IL LUNGO PERIODO

L'eccezionale varietà delle possibili applicazioni dell'**Intelligenza Artificiale** sembra destinata a trainare l'innovazione e la distruzione creativa negli anni a venire. Esaminiamo le sue potenzialità nei campi della sanità, dell'istruzione, della logistica e della mobilità.

Il rilascio di ChatGPT ha scatenato una **corsa alla tecnologia rivoluzionaria** per l'ampliamento delle infrastrutture dei centri dati, lo sviluppo di nuovi software e le applicazioni innovative. L'Intelligenza Artificiale sarà un potente motore di traino della domanda di semiconduttori per tutto questo decennio. Ma, anche nonostante l'ottimismo e l'euforia, sarà necessario monitorare alcuni fattori di rischio, come i timori di carattere ambientale, sociale e di governance (ESG), la normativa e la volubilità del sentiment degli investitori.

Tra gli **asset privati**, crediamo che il debito infrastrutturale offra agli investitori una ricca pipeline di opportunità, che sono ben allineate con gli obiettivi di rendimento e reddito di molti investitori, oltre a garantire una maggiore attenzione per la transizione verso un'economia sostenibile.

Sulla **Cina**, abbiamo un approccio di lungo termine. La risoluzione dei problemi ciclici potrebbe avvenire mediante un'aggressiva espansione fiscale agevolata da un allentamento monetario, che alimenterebbero la crescita contribuendo anche alla ripresa dei prezzi degli attivi nel 2024.

PROSPETTIVE MACRO



DANIEL MORRIS

CFA, Chief Market Strategist, Londra

Dentro una nuova realtà

Le recessioni che apparivano tanto certe nel 2023 potrebbero essere semplicemente in ritardo. All'inizio dell'anno, i rendimenti del Treasury USA a 10 anni erano al 3,9% e si prevedeva che il tasso sui fed funds avrebbe raggiunto il suo picco al 5%. Al momento della stesura di questo documento, i rendimenti dei Treasury sono più alti ma le aspettative per il tasso sui fed funds non si discostano di molto.

Il netto scostamento della previsione di crescita del PIL è principalmente dovuto al continuo impatto dei massicci stimoli fiscali varati all'inizio dell'amministrazione Biden, seguiti dal green New Deal Inflation Reduction Act. Queste misure di stimolo hanno sortito l'effetto desiderato, alimentando la crescita e gli investimenti, anche al costo di rendimenti dei Treasury che hanno talvolta superato il 5%.

I fattori che hanno trainato l'economia USA nel 2023 presumibilmente svaniranno nel 2024. I risparmi in eccesso dei consumatori stanno diminuendo mentre i tassi d'interesse più alti sortiscono il loro inevitabile effetto sulla domanda sia di beni che di servizi, in modo particolare nel settore immobiliare. Dal canto nostro, tuttavia, non crediamo che questo rallentamento si tradurrà in una recessione. Ci attendiamo un indebolimento della crescita del PIL trimestrale statunitense all'inizio del 2024, ma solo per un breve periodo.

Crediamo che l'inflazione core continuerà a diminuire, in quanto diversi trimestri di crescita del PIL inferiore al trend saranno sufficienti a riportare l'inflazione delle spese in consumi personali (PCE) sul target del 2% della Federal Reserve, anche se non prima del 2026 (Grafico 1).

La pazienza della Fed nel tollerare così a lungo un'inflazione superiore al target è una delle principali ragioni per cui la curva dei rendimenti invertita - che sembrava essere un inequivocabile segnale di recessione all'inizio del 2023 - potrebbe, questa volta, essere stata un falso allarme.

Anche in Cina molti investitori non sono riusciti a prevedere la traiettoria di crescita. Si riteneva che la riapertura post-pandemia del paese sarebbe stata simile a quella degli Stati Uniti e dell'Europa, con una forte crescita innescata dalla grande domanda repressa dopo tre anni di politiche zero-Covid.

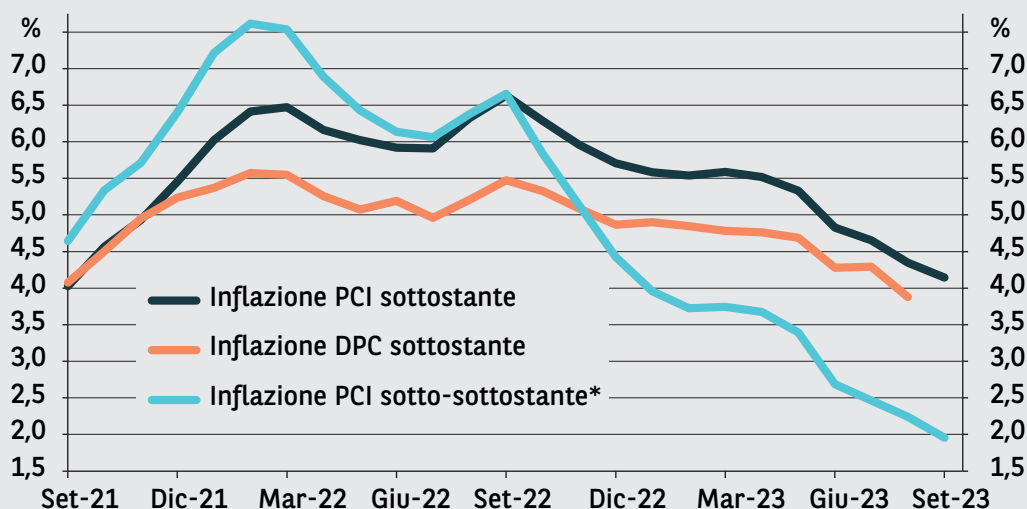
“Le relazioni commerciali con gli Stati Uniti continueranno a essere difficili, a prescindere da chi sarà il nuovo presidente”

E inizialmente sembrava davvero così; tuttavia, il rimbalzo ha perso slancio molto prima del previsto. Le unità familiari cinesi avevano accumulato meno risparmi rispetto alle famiglie statunitensi ed europee, visto il supporto governativo molto più modesto; inoltre, i timori sul mercato immobiliare hanno minato la fiducia di consumatori e aziende.

Fino a che il governo di Pechino non adotterà misure più drastiche per risolvere le insolvenze delle società di sviluppo immobiliare e l'indebitamento dei governi locali il cui reddito dipende dalle vendite di immobili, la crescita potrebbe continuare a deludere. Anche le relazioni commerciali con gli Stati Uniti resteranno presumibilmente difficili, a prescindere da chi sarà il prossimo inquilino della Casa Bianca.

Grafico 1: L'inflazione rallenta

Variazione anno su anno; CPI = indice dei prezzi al consumo; PCE = spese in consumi personali



L'Europa è invece la regione che ha visto sostanzialmente concretizzarsi le previsioni negative e che, potenzialmente, ancora merita un certo pessimismo. I tassi di politica monetaria sono aumentati in linea con quelli degli Stati Uniti e i prezzi dell'energia hanno accusato un incremento maggiore, a fronte tuttavia di stimoli fiscali inferiori.

L'Eurozona potrebbe essere entrata in lieve recessione nel 2023 e, secondo le nostre stime, difficilmente riporterà una crescita nel 2024. Un nuovo shock esterno potrebbe facilmente far scivolare la regione in una recessione più profonda. Nonostante questo, non ci attendiamo un rallentamento dell'inflazione molto più rapido rispetto agli USA, e per l'Europa prevediamo sostanzialmente una stagflazione.

“L'Eurozona potrebbe essere entrata in una lieve recessione e, secondo le nostre stime, difficilmente riporterà una crescita nel 2024”

Negli Stati Uniti, potrebbe essere necessaria una recessione per riportare l'inflazione sul target della Fed, qualora questa dovesse stabilizzarsi su livelli più elevati; i guadagni “facili” dovuti alla normalizzazione delle supply chain e ai viaggi “per rivalsa” potrebbero già essere alle nostre spalle. La deglobalizzazione, la rigidità dei mercati del lavoro e gli investimenti nella transizione energetica sono tutti fattori inflazionistici.

Inoltre, man mano che i salari recuperano terreno per allinearsi con l'inflazione, l'incremento delle retribuzioni reali e dei redditi potrebbe innescare una nuova accelerazione dei consumi. Le interruzioni e turbolenze senza precedenti degli ultimi quattro anni hanno reso le previsioni economiche particolarmente difficili. Gli investitori e le banche centrali hanno quindi dovuto limitarsi ad aspettare le pubblicazioni dei dati economici per capire come si stavano evolvendo crescita e inflazione. E le previsioni non sono certo diventate oggi più facili, né è terminata la dipendenza dai dati.

PROSPETTIVE DI MERCATO



MAYA BHANDARI

Global Head of Multi-Asset, London

Prospettive di asset allocation per il 2024

Il 2023 ha visto un'estrema volatilità della narrativa macroeconomica - o "volatilità delle narrative" - oltre all'intensificarsi della volatilità degli asset finanziari, soprattutto nel reddito fisso.

Le aspettative di mercato si sono spostate tra recessione, soft landing e surriscaldamento, ripetutamente e in modo erratico. La narrativa al momento della stesura di questo documento prevede un soft landing, ossia un ritorno dell'inflazione al target del 2% delle principali banche centrali senza un indebolimento significativo della crescita.

Dal canto nostro, siamo meno ottimisti: i rischi potrebbero facilmente orientarsi verso un indebolimento della crescita. Questo scenario si tradurrebbe in un calo dei rendimenti obbligazionari e dei prezzi delle azioni, a fronte della mancata realizzazione degli utili attesi.

Le valutazioni dei mercati sono marcatamente disconnesse, con premi elevati sulle obbligazioni e premi per il rischio azionario relativamente bassi.

Di conseguenza, riunendo la nostra opinione sui fondamentali e le valutazioni di mercato, o i premi al rischio, la nostra asset allocation a maggiore convinzione per il 2024 sarà una duration lunga e cautela sulle azioni dei mercati sviluppati.

Alta convinzione sulla duration lunga

I fondamentali e le valutazioni sono i due principali motori di traino delle prospettive di asset allocation; sul nostro orizzonte di investimento a 12 mesi, entrambi supportano un approccio di duration lunga.

Le aspettative di consenso sulla crescita USA per il 2023 si sono aggiustate fortemente al rialzo nel corso dell'anno, quando la spesa pubblica e l'utilizzo dei risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia hanno compensato l'impatto della politica monetaria molto più rigida. Ma siamo scettici in merito alle previsioni più ottimistiche del 2024, dove la cautela è stata rapidamente rimpiazzata da aspettative di crescita reale raddoppiate rispetto al minimo della scorsa estate.

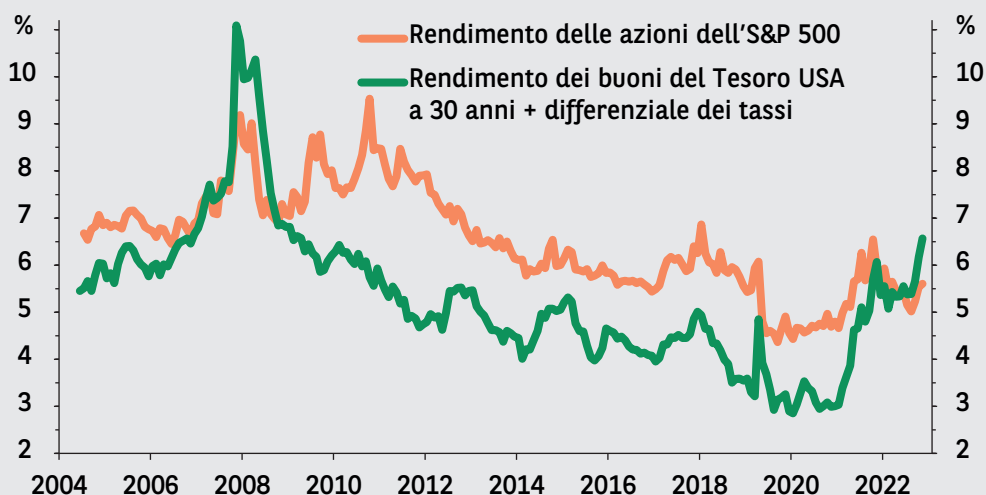
Crediamo infatti che i 525 punti base di rialzi dei tassi sortiranno gradualmente il loro effetto sull'economia statunitense nel 2024, in mancanza dei due principali motori di traino che hanno spinto la crescita nel 2023, ossia: 1) un deficit fiscale raddoppiato e senza precedenti in tempi non di guerra, che difficilmente si ripeterà nel 2024; e 2) i risparmi in eccesso che, secondo la nostra analisi, sarebbero già stati sostanzialmente consumati, soprattutto nelle fasce a reddito inferiore.

I consumi statunitensi dovrebbero rallentare sulla scia della graduale normalizzazione dei livelli dei risparmi, con un aggiustamento per il forte incremento dei redditi reali e altri indicatori dei consumi. Al contempo, gli investimenti aziendali potrebbero riportare un netto indebolimento: per essere precisi, gli indicatori anticipatori suggeriscono un calo, non un rialzo, degli investimenti pari al 10%

Rileviamo inoltre rischi di ribasso in un'Europa già in difficoltà, con il continuo deterioramento dei leading indicator, nonché alla luce delle condizioni finanziarie e creditizie molto più rigide.

Grafico 2: I premi al rischio sul reddito fisso superano quelli sui titoli azionari

Rendimento degli utili azionari (prossimi dodici mesi) vs proxy obbligazionari



Dislocazione delle valutazioni

Ad ogni rischio è associato un prezzo e le valutazioni degli asset ci sembrano fortemente dislocate. Nello specifico, i premi al rischio sul reddito fisso sono attestati a livelli registrati solo poche volte nell'ultimo secolo e, per la prima volta dal 2009, sono decisamente molto più attraenti dei premi al rischio azionario. Una delle attrattive delle obbligazioni consiste nel sapere come si sarà retribuiti, e i livelli attuali fanno presagire rendimenti annualizzati appetibili.

Questo divario è evidente sia che utilizziamo una semplice comparazione (ad esempio osservando i rendimenti a 30 anni con un rischio di spread vs i rendimenti sugli utili futuri) o un'analisi più complessa (utilizzando modelli di attualizzazione lungo la curva dei rendimenti dei Treasury). Un divario che esiste anche a livello geografico, soprattutto tra gli Stati Uniti e l'Europa.

La natura improvvisa del sell-off dei rendimenti obbligazionari nel 2023 porta anche esternalità negative, o un ciclo di retroazione, approfondendo il rischio negativo per la crescita dovuto a un rapido irrigidimento delle condizioni finanziarie e a un rischio incrementale di "incidenti" nel sistema finanziario.

Posizionamento

Esprimiamo le nostre opinioni sulla duration lunga prevalentemente mediante i rendimenti reali di lunga scadenza, dove il rapporto rischio/rendimento appare particolarmente interessante. Siamo lunghi sulle obbligazioni investment grade europee senza copertura, sul debito dei mercati emergenti in valute locali e, moderatamente, sulle obbligazioni nominali statunitensi.

Quella sui bond locali dei mercati emergenti è la nostra posizione più recente, che punta a sfruttare il forte sell-off dei tassi avvenuto nell'autunno 2023. Questi titoli rappresentano uno strumento alternativo e diversificato per acquisire esposizione lunga alla duration. Le banche centrali dei paesi emergenti hanno irrigidito la politica monetaria molto prima di quelle dei mercati sviluppati, garantendo in questo modo prospettive di rendimenti elevati per gli investitori, soprattutto alla luce del miglioramento dei fondamentali, in modo particolare in termini di fabbisogno di finanziamenti esterni.

Il debito locale dei mercati emergenti è inoltre più appetibile dei titoli azionari della regione, viste le prospettive sempre più "opache" per la Cina, soprattutto in termini di politiche macroeconomiche, che hanno un impatto enorme sugli indici azionari.

Cautela sui titoli azionari, soprattutto in Europa

Gli stessi timori sui rischi fondamentali e le valutazioni che ci portano a prediligere le obbligazioni motivano la nostra cautela sui titoli azionari per il 2024. A differenza dell'inizio del 2023, le nostre preoccupazioni sono oggi incentrate prevalentemente sull'Europa.

Nel periodo post-Covid, mentre gli Stati Uniti evidenziavano una lieve recessione degli utili, i profitti europei si erano mossi costantemente al rialzo. Secondo le previsioni, le aziende europee continueranno a generare una crescita degli utili positiva (tra 5% e 8-9%) nel futuro prevedibile. Tuttavia, nei periodi di indebolimento della crescita, come quello che prevediamo in futuro, gli utili hanno mostrato di diminuire in pari misura, ossia anche fino al 15%.

“Nel periodo post-Covid, mentre gli Stati Uniti evidenziavano una lieve recessione degli utili, i profitti europei si erano mossi costantemente al rialzo”

Le previsioni degli analisti sono rimaste ottimistiche, malgrado la guidance delle aziende nel corso dell'ultima stagione degli utili sia stata decisamente più prudente. Per dirlo con altre parole, potrebbe non essere necessaria una recessione per rimettere in discussione queste aspettative ottimistiche.

Tenendo conto delle prospettive di indebolimento degli utili, le valutazioni azionarie europee non sono appetibili, non solo rispetto allo storico della regione, ma anche relativamente alle obbligazioni di qualità elevata, ad alto rendimento e governative del continente.

SOSTENIBILITÀ



ALEXANDER BERNHARDT

Global Head of Sustainability Research, Boston

Quattro temi legati alla sostenibilità per il 2024

Con la graduale maturazione degli investimenti sostenibili, il contesto normativo continua a evolvere portando al centro dell'attenzione una gamma più ampia di questioni ESG.

Normativa: evoluzione o rivoluzione?

Nel secondo trimestre del 2024, la Commissione Europea pubblicherà i risultati delle consultazioni sul futuro della Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Uno dei timori che questa consultazione vuole fugare è l'utilizzo degli Articoli 8 e 9 in quanto, de facto, label di prodotti, cosa che non rientrava tra gli intenti del regolamento originale. Una delle proposte è sostituire l'approccio attuale con uno schema di classificazione dei fondi simile a quello introdotto dalla Sustainability Disclosure Requirements (SDR) del Regno Unito.

Gli operatori del mercato hanno investito grandi risorse di tempo e denaro per conformarsi ai precetti della normativa esistente; pertanto, una "reinvenzione" generalizzata creerebbe a questo punto non poche difficoltà mentre, secondo la nostra esperienza, il regolamento SFDR esistente è efficace nell'indirizzare i capitali verso l'economia sostenibile¹. L'investimento sostenibile è un approccio ancora relativamente nuovo ed è inevitabile che la normativa continui a evolvere, ma resta da vedere se, a seguito della consultazione, SFDR 2.0 sarà una rivoluzione o, semplicemente, un'evoluzione.

1. Teniamo traccia della nostra allocazione complessiva di capitali verso le società identificate come sostenibili nell'ambito della [nostra implementazione della SFDR nei fondi aperti](#) e abbiamo rilevato un sovrappeso del 15% rispetto al mercato in aziende sostenibili (equivalente a 35 miliardi di euro, al maggio 2023).

Il quadro globale aggiunge altre complicazioni, con la definizione di normative sull'investimento sostenibile in corso sia negli Stati Uniti che in Asia. Negli anni a venire, la sfida per gli asset manager globali sarà riconciliare i requisiti dei diversi regimi normativi, assicurando al contempo che i loro sforzi portino chiarezza, anziché confusione, agli investitori.

Doppia materialità nell'analisi ESG

Le ripercussioni sull'investimento sostenibile nell'ultimo anno circa hanno scatenato un dibattito in merito alla "lente" attraverso la quale valutare la sostenibilità delle aziende e di altri emittenti di titoli. I rating ESG che applicano un criterio di "singola materialità" - incentrati sulle questioni ambientali, sociali e di governance in quanto rischi finanziari - possono talvolta produrre risultati percepiti come controintuitivi dagli osservatori, riducendo la credibilità dell'investimento sostenibile come approccio. Ad esempio, alcune aziende che operano in settori molto inquinanti sono riuscite a ottenere rating elevati grazie alla loro gestione dei rischi ESG.

"Nel 2024 dovrebbe proseguire la transizione verso la doppia materialità"

Di conseguenza, il 2024 dovrebbe vedere il proseguimento della transizione verso la "doppia materialità", ossia un approccio che non analizza solo l'impatto delle questioni ESG su un'azienda, bensì anche l'impatto delle attività di quell'azienda sull'ambiente e la società. Tra i regolatori e gli operatori di mercato aumenta la consapevolezza che sia d'importanza vitale incorporare entrambe le prospettive per capire il profilo di sostenibilità complessivo di un'azienda. Questo è soprattutto vero nell'Unione Europea, dove le considerazioni sulla doppia materialità hanno trascorso il quadro normativo² e dove la Tassonomia dell'UE ha definito nel dettaglio le attività aziendali che contribuiscono agli obiettivi ambientali.

Adattamento climatico e transizione equa

Oltre ad ampliare i criteri rispetto ai quali vengono valutate le aziende, gli investitori cercano sempre più di rispecchiare una gamma più ampia di questioni ESG nei loro portafogli. Ad oggi, la maggior parte degli investimenti nel cambiamento climatico si è focalizzata sulla mitigazione: sforzi per affrontare le cause del cambiamento climatico mediante una riduzione delle emissioni, nonché tecnologie quali la cattura e il sequestro dell'anidride carbonica. Tuttavia, man mano che i rischi degli effetti fisici del cambiamento climatico si fanno più evidenti nella nostra vita quotidiana, diventa sempre più chiara la necessità di un focus maggiore sull'adattamento.

2. [Double materiality what does it mean for non-financial reporting | Global law firm | Norton Rose Fulbright](#)

Investire nell'adattamento climatico può essere difficile. Per quanto riguarda la mitigazione, la proposta d'investimento è spesso semplice: ad esempio, creare un impianto di generazione elettrica alimentato con energie rinnovabili, quindi incassare i flussi di cassa prodotti dallo stesso impianto. Si paragoni questo a un investimento orientato alla resilienza, ad esempio una diga in una città costiera: il meccanismo d'investimento è lo stesso, ma la fonte di rendimento per gli investitori non è altrettanto chiara, dal momento che il vantaggio principale dell'investimento consiste nella diminuzione del rischio futuro, che è difficile da monetizzare.

“L'adattamento climatico necessita di più attenzione”

Cominciano oggi a emergere soluzioni creative per questa sfida, che aprono nuove opportunità per gli investitori e mobilitano i capitali privati verso questo tema, urgente e fondamentale ai fini di una transizione equa che riconosca lo sproporzionato impatto del cambiamento climatico sul Sud globale.

Le disuguaglianze e la “S” di ESG

Negli ultimi anni abbiamo assistito a un progresso significativo della definizione delle priorità degli investitori in termini di clima e perdita di biodiversità come timori chiave. Sta inoltre aumentando la consapevolezza dei rischi sistemici legati alle disuguaglianze, in un periodo in cui le differenze di reddito e ricchezza si sono approfondite in modo significativo in alcune giurisdizioni e, secondo alcuni parametri e tempistiche, anche a livello globale.

Mentre le cause del cambiamento climatico (un altro importante rischio sistemico) possono essere facilmente identificate (ad esempio nel caso delle emissioni di gas effetto serra (GHG)), le cause delle disuguaglianze possono essere più difficili da diagnosticare e interessano un ampio ventaglio di prassi aziendali e di scelte politiche. Istituita per affrontare questo problema nel 2021, la Business Commission to Tackle Inequality (BCTI³) è una coalizione multi-stakeholder che annovera al suo interno alcune delle principali aziende del mondo. La sua relazione *Tackling inequality: An agenda for business action (2023)* definisce 10 raccomandazioni su come mobilitare il settore privato per affrontare le disuguaglianze, incluso **ciò che le aziende producono** (#2: *Rendere i prodotti e servizi essenziali più accessibili ed economici*); **come si comportano le aziende in quanto datori di lavoro** (#3: *Creare un contesto lavorativo diversificato, equo e inclusivo*; #6: *Paghe e promozione dei salari di sussistenza*; #7: *Supporto e rispetto delle rappresentanze dei lavoratori*) e il loro **ruolo nei mercati e nella società** (#8: *Supporto di politiche pubbliche efficaci*; #9: *Adozione di pratiche fiscali responsabili*).

La comunità degli investitori ha l'opportunità di dedicare più attenzione alle performance aziendali relativamente a queste raccomandazioni, e di impegnarsi nel relativo dialogo politico.

3. Si veda [The Business Commission to Tackle Inequality \(tacklinginequality.org\)](https://tacklinginequality.org)

INTELLIGENZA ARTIFICIALE



MATTHIJS LEENDERTSE

Digital Innovation Consultant and Lecturer, Amsterdam

Distruzione creativa – L'effetto trasformativo dell'IA sui diversi settori

Il lancio di ChatGPT ha portato l'Intelligenza Artificiale (IA) al centro della scena: l'impressionante numero di possibili applicazioni di questa tecnologia sembra destinato ad alimentare innovazione e distruzione creativa negli anni a venire.

L'Intelligenza Artificiale è comunque un progresso tecnologico di per sé. Ma, soprattutto, è uno strumento di abilitazione che un ampio spettro di operatori possono sfruttare per creare nuovi prodotti e servizi. La "generatività" della tecnologia, ossia la sua capacità di produrre cambiamenti inattesi, sta già portando progressi e rivoluzioni importanti all'interno di tutti i settori.

Pertanto, siamo prossimi a una serie di rivoluzioni tecnologiche in diversi settori e, come sappiamo da precedenti rivoluzioni di questo tipo, questo si tradurrà in un periodo di distruzione creativa, con cambiamenti rapidi, superamento dei player esistenti da parte dei nuovi entranti e il rapido emergere di nuove soluzioni a vecchi problemi.

Questo effetto è apparso evidente come microcosmo con il lancio di ChatGPT di OpenAI, uno strumento nato apparentemente dal nulla e diventato una delle tecnologie di consumo in più rapida crescita di tutti i tempi, che ha costretto i colossi tecnologici precedentemente inattaccabili a dover combattere per tenere il passo. Tuttavia, mentre ChatGPT ha mobilitato l'attenzione di tutti, i grandi progressi del futuro giungeranno presumibilmente da applicazioni specifiche all'interno dei singoli settori. Tre di questi sembrano offrire potenzialità particolarmente interessanti.

Sanità

Dallo sviluppo dei farmaci al trattamento dei pazienti, la tecnologia IA sta già influenzando quasi tutte le aree dell'industria medica. Sulla scorta dei continui progressi, possiamo attenderci un utilizzo su scala della medicina personalizzata, che migliorerà la salute generale alleviando il peso dell'invecchiamento delle popolazioni sui sistemi sanitari dei paesi sviluppati.

La tecnologia sta anche rapidamente accelerando in termini di strumenti diagnostici, ad esempio nello screening del tumore al seno, dove l'IA è in grado di analizzare milioni di immagini e rilevare le anomalie con un'accuratezza di gran lunga superiore a quella dei medici.

Per quanto riguarda la scoperta e lo sviluppo di nuovi farmaci, l'Intelligenza Artificiale è già stata utilizzata per scoprire nuove tipologie di antibiotici per contrastare la resistenza, e può prevedere l'efficacia dei farmaci oltre che velocizzare i test. Le società farmaceutiche stanno acquisendo in massa le aziende specializzate in IA, ma i veri vincitori saranno quelli in grado di promuovere queste nuove capacità e combinarle a competenze sia di produzione che di implementazione.

Istruzione

L'Intelligenza Artificiale potrebbe essere il grande "equalizzatore" nel settore dell'istruzione, eliminando le divergenze tra paesi e tra i sistemi di istruzione statali e privati. Esistono numerose applicazioni per gli approcci di formazione personalizzati, dall'aiutare gli alunni che restano indietro al supportare l'integrazione di chi arriva in un paese straniero senza conoscerne la lingua.

**“L'IA può essere il grande “equalizzatore” dell'istruzione,
eliminando le divergenze tra i paesi
e tra l'istruzione statale e privata”**

Una fonte specifica di opportunità sarà il settore dell'apprendimento continuo (lifelong learning). I governi di tutto il mondo riconoscono la necessità per le popolazioni di acquisire nuove competenze a seguito dei cambiamenti tecnologici. Nell'Unione Europea, ad esempio, l'obiettivo è la partecipazione del 60% della popolazione adulta a una formazione ogni anno entro il 2030. Di conseguenza, l'offerta di formazione sta diventando un mercato molto vasto, nel quale le tecnologie IA potrebbero giocare un ruolo significativo.

Logistica e mobilità

La capacità dell'Intelligenza Artificiale di mappare, monitorare e gestire le supply chain può dar luogo a importanti miglioramenti di produttività ed efficienza. Le aziende possono utilizzare le tecnologie IA per stimare la domanda, effettuare una pianificazione predittiva e ottimizzare i trasporti.

Questo, a sua volta, ha implicazioni per la produzione dei veicoli e per il modo come vengono utilizzati. In futuro, potremmo assistere a drastici cambiamenti dei sistemi di trasporto, con veicoli autonomi guidati su percorsi ottimizzati che riducono gli ingorghi stradali, consentendo una più rapida movimentazione di persone e merci e riducendo l'impatto dei trasporti sull'ambiente.

Rischi e questioni per il futuro

L'IA potrebbe alimentare la crescita economica ed enormi progressi in termini di produttività, ma comporta anche rischi e incertezze.

Le rivoluzioni tecnologiche distruggono e al contempo creano posti di lavoro, da cui la definizione di "distruzione creativa". Tuttavia, l'impatto di breve termine sulla vita delle persone può essere profondo e causare disordini sociali. Lo stesso potrebbe avvenire se le potenzialità di "livellamento" sociale dell'IA non venissero realizzate e la tecnologia favorisse solo le classi più ricche.

È chiaro dall'esempio di ChatGPT che le questioni relative alla proprietà e alla riservatezza dei dati saranno fondamentali ai fini dell'evolvere della rivoluzione IA.

- Chi è titolare dei dati che l'IA utilizza per l'addestramento?
- Come possiamo salvaguardare la privacy delle persone delle quali utilizza le cartelle cliniche?
- Inoltre, chi sarà proprietario delle tecnologie stesse?
- Il potere e la ricchezza saranno concentrati in poche aziende, come già avvenuto con gli smartphone e i social media, oppure emergerà un mercato più frammentato di IA specializzate?

"L'Intelligenza Artificiale in quanto tecnologia è "neutrale", ma il suo impatto dipenderà da come sceglieremo di utilizzarla"

Infine, l'Intelligenza Artificiale sta già influenzando le tensioni geopolitiche esistenti, in particolare la rivalità tra USA e Cina. Entrambi i paesi stanno investendo ingenti risorse nella nuova tecnologia, ma l'assenza di leggi sulla privacy potrebbe conferire alla Cina un vantaggio sull'utilizzo di enormi set di dati. Il crescente protezionismo e il desiderio di sovranità digitale potrebbero impedire alle aziende IA di operare su scala globale.

L'Intelligenza Artificiale, in quanto tecnologia, è "neutrale", ma come sceglieremo di utilizzarla determinerà il suo impatto sul nostro futuro. I governi di tutto il mondo sono già consapevoli della necessità di stabilire una direzione di marcia, ma non vogliono perdere il loro vantaggio competitivo agendo per primi. Quando verrà infine introdotta, la regolamentazione dovrà trovare un equilibrio tra la creazione di contesti d'investimento sufficientemente attraenti da incoraggiare la ricerca e lo sviluppo e la mitigazione di alcuni rischi.

TECNOLOGIA RIVOLUZIONARIA



PAM HEGARTY

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston

Intelligenza Artificiale – Le prospettive per un anno cruciale

Con il continuo proliferare dell'Intelligenza Artificiale in nuove applicazioni, prevediamo che il 2024 sarà un anno fondamentale per lo sviluppo delle opportunità d'investimento che può offrire.

Il lancio di ChatGPT ha segnato un punto di flesso, portando a un nuovo livello l'utilizzo dei cosiddetti LLM (large language models), una branca della IA generativa che amplia le capacità di apprendimento degli algoritmi abilitando la generazione di nuovi contenuti.

Inoltre, gli sviluppatori di ChatGPT hanno democratizzato l'accesso ai modelli IA tramite i servizi cloud e le applicazioni mobili, facilitando fortemente l'utilizzo della tecnologia da parte di altri sviluppatori, aziende e individui.

Il rilascio di ChatGPT ha scatenato tra i provider di servizi cloud e altre società tecnologiche una corsa all'ampliamento delle infrastrutture dei loro datacentre, stack di software, modelli di base e applicazioni. Numerose società leader del settore hanno pubblicato revisioni al rialzo degli utili estremamente positive registrando impressionanti rendimenti sui titoli nel 2023.

Nove sviluppi per il 2024

Ci attendiamo:

1. La continua crescita delle infrastrutture per l'addestramento dei modelli di IA. Le spese in conto capitale dei provider di servizi cloud e delle grandi aziende dovrebbero favorire i costruttori di semiconduttori e i fornitori di server, archiviazione e attrezzature di rete
2. L'arrivo di un competitor credibile per il principale fornitore di unità di elaborazione grafica (GPU). Il potenziale passaggio del settore verso software in grado di adattarsi a diversi hardware potrebbe essere vantaggioso, sullo sfondo della continua collaborazione con l'ecosistema del software open-source
3. Molte importanti società tecnologiche dovrebbero continuare a utilizzare i circuiti ASIC in alcune applicazioni selezionate ad alti volumi. Tuttavia, ci attendiamo che le GPU alimenteranno la maggior parte dei carichi di lavoro IA
4. Gli sviluppatori implementeranno GPU, dispositivi logici programmabili (FPGA) e ASIC. L'Intelligenza Artificiale sarà presumibilmente un importante motore di traino della domanda di semiconduttori per il resto di questo decennio, favorendo le aziende di chip logici e memoria, le fonderie e i fornitori di attrezzature e materiali per semiconduttori.
5. In termini di reti, emerge un'opportunità per il networking di back-end dei supercomputer IA, dove l'adozione di Ethernet supererà la crescita di InfiniBand, grazie alla sua capacità di supportare le infrastrutture cloud multi-tenant

Grafico 1: Tipi di intelligenza artificiale



6. I fornitori di server, attrezzature per l'archiviazione dei dati, attrezzature per le reti ottiche e piattaforme di cybersicurezza avranno con tutta probabilità crescenti opportunità di reddito.
7. I provider di servizi cloud potrebbero sviluppare sistemi di IA più grandi e potenti. Le società di software continueranno presumibilmente a incorporare funzionalità di IA per migliorare i loro prodotti. Gli investitori monitoreranno sicuramente l'abilità dei provider di tecnologie di monetizzare le loro nuove capacità
8. È plausibile ipotizzare una proliferazione dei casi di utilizzo dell'IA. La rivista britannica *The Economist* ha indicato numerose e interessanti applicazioni scientifiche, quali:
 - riconoscimento dei pattern (per la ricerca sui farmaci e la scienza dei materiali)
 - motori Predittivi (ripiegamento proteico)
 - simulazioni Computerizzate complesse (sia per modelli che per processi di simulazione)
 - L'utilizzo della IA generativa per la progettazione di nuovi composti chimici.

Le società utilizzano la IA generativa per un'ampia gamma di attività, quali

- Sviluppo di software
- Chatbot per servizi ai clienti
- Preparazione di contratti
- Automazione della produzione di contenuti di marketing.

Nel settore industriale, i produttori e i fornitori di attrezzature stanno implementando sistemi di IA per migliorare i controlli dei processi e i modelli di gemelli digitali.

9. La ricerca fondamentale bottom-up sarà d'importanza chiave per identificare i titoli migliori legati a questo tema ed evitare le società incapaci di adattarsi.

La IA come motore di crescita chiave

Sullo sfondo della crescente adozione della IA, sussistono diversi fattori di rischio da monitorare relativamente all'analisi dei fondamentali, alle questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) e al sentiment degli investitori.

Dal punto di vista della crescita, la rapidità e la durata degli sviluppi infrastrutturali sono incerte e il processo potrebbe vedere alcune pause di "metabolizzazione". Gli investimenti in Intelligenza Artificiale potrebbero togliere spazio nei budget ad altri progetti informatici.

Sul fronte ESG, utenti irresponsabili potrebbero abusare dell'IA per scopi di sorveglianza, hackeraggio e creazione di deepfake. La presenza di bias nei dati potrebbe dar luogo ad output inesatti dei modelli di IA. Altre problematiche sono gli importanti requisiti energetici per alimentare i centri dati che eseguono modelli di IA.

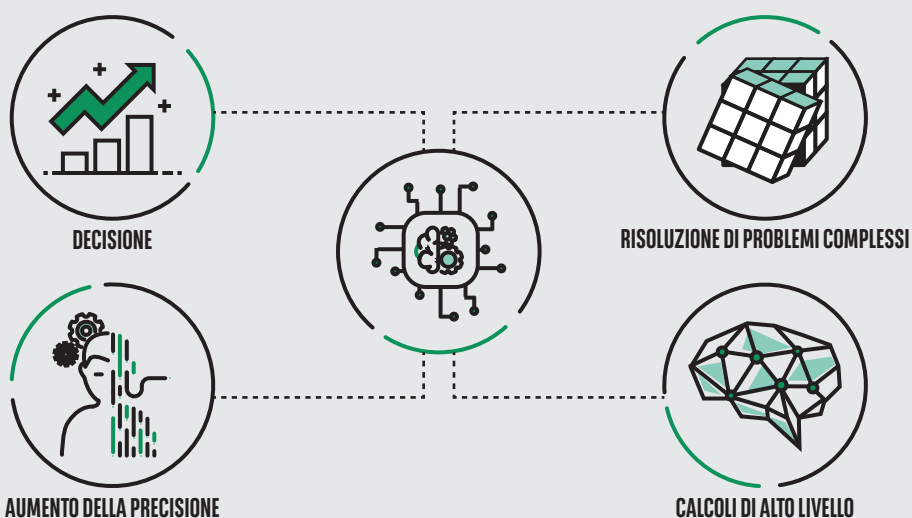
Sullo sfondo dell'evolvere di questa tecnologia nel corso del suo ciclo di adozione, potremmo assistere a fluttuazioni sia del sentiment degli investitori sia delle valutazioni. Alcuni studiosi hanno inoltre sottolineato i rischi esistenziali che l'Intelligenza Artificiale venga utilizzata per scopi bellici e altre nefaste applicazioni.

Tutto considerato, siamo ottimisti relativamente all'adozione pervasiva dell'Intelligenza Artificiale e al suo impatto positivo sui provider di servizi cloud, le società di software, i proprietari di grandi database, la supply chain dei semiconduttori e le società che utilizzano l'IA per migliorare i processi aziendali.

Crediamo che l'IA sia un importante strumento di abilitazione per i motori di raccomandazione, i sistemi automatizzati di servizi alla clientela, l'automazione in ambito manifatturiero, la produzione di documenti e molti altri sistemi. Alla luce di queste grandi e diverse potenzialità, riteniamo che l'Intelligenza Artificiale sarà un motore di traino fondamentale della crescita nel 2024 e oltre.

“Sullo sfondo dell'evolvere di questa tecnologia nel corso del suo ciclo di adozione, potremmo assistere a fluttuazioni sia del sentiment degli investitori sia delle valutazioni.”

Grafico 2: Utilizzi dell'IA



CINA



CHI LO

Senior Market Strategist APAC, Hong Kong

La Cina è investibile? Una prospettiva macroeconomica

Gli investitori globali hanno avuto un approccio ribassista sulla Cina per gran parte del 2023, quando al peggioramento del debito e ai problemi del mercato immobiliare si è aggiunta la delusione per la risposta di Pechino alle problematiche della ripresa post-pandemia. Le prospettive per gli asset cinesi nel 2024 dipenderanno da ulteriori iniziative politiche volte a rafforzare l'anemica crescita del PIL. Al contempo, tuttavia, la trasformazione strutturale del paese prosegue e dovrebbe rappresentare un tema di lungo termine per gli investitori.

Debolezza ciclica

L'opinione di consenso sulle prospettive di crescita cinesi si è offuscata a partire dal terzo trimestre 2023, dopo ondate di dati economici deludenti e di guai finanziari. Al momento della stesura di questo documento, la stima prevalente sulla crescita del PIL era attestata tra il 4,5% e il 5,0% sia per il 2023 che per il 2024. I listini azionari hanno reagito con una flessione, malgrado le valutazioni già a buon mercato.

Secondo alcuni osservatori, l'ingente onere del debito cinese avrebbe limitato le opzioni di gestione dei problemi a disposizione del governo di Pechino, da cui l'impatto dei dati negativi sui mercati finanziari. Non siamo d'accordo. Vi sono prove che il debito cinese sia gestibile e non limiti le opzioni di politica economica del governo. Le stesse prove suggeriscono che la debolezza economica dopo la pandemia sia dipesa dall'abbandono del modello di crescita precedente - alimentato dal debito e basato sull'espansione dell'offerta - e dal rifiuto delle autorità di fare ricorso a una massiccia reflazione tollerando al contempo il rallentamento dei tassi di crescita.

Se così fosse, l'introduzione di misure di stimolo potrebbe risolvere i problemi economici della Cina. Se le autorità proseguiranno il recente e risoluto allentamento monetario (Grafico 1), il sentiment dei mercati dovrebbe migliorare e, a nostro parere, vi sarebbero ragionevoli possibilità di un rimbalzo duraturo delle azioni cinesi nel 2024.

Trasformazione strutturale

È opinione diffusa che i livelli dei risparmi in Cina siano troppo elevati e che il governo di Pechino debba mettere più denaro nelle mani dei consumatori, così che i consumi possano sostituirsi agli investimenti come principali motori di traino della crescita di lungo termine.

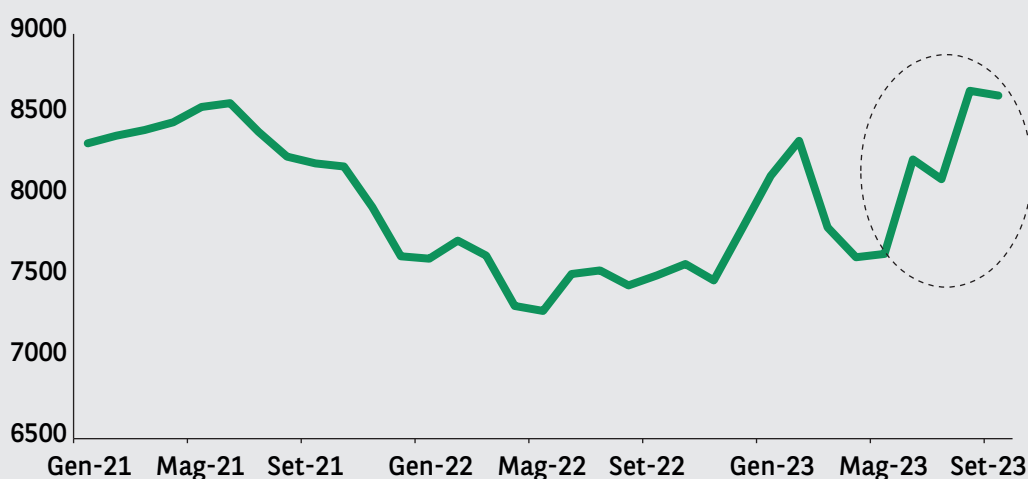
Tuttavia, a nostro parere, il concetto "investi meno, consuma di più" non ha alcun senso in questo momento, poiché molte aree sottosviluppate del paese necessitano ancora di investimenti per creare reddito e stimolare la crescita dei consumi.

Al contrario di quanto ritengono in molti, i consumi non sono una panacea. La Cina ha davvero bisogno di più televisori e mobili con troppo pochi alloggi nei quali metterli? I cinesi dovrebbero avere più automobili ma confrontarsi con il peggioramento delle strade e con la mancanza di stazioni di servizio, treni e altri mezzi di trasporto?

Il popolo cinese può risparmiare a questi livelli grazie al reddito derivante dai posti di lavoro creati dagli investimenti. Secondo le nozioni economiche di base, complessivamente, i risparmi dovrebbero eguagliare gli investimenti, ossia risparmi elevati dovrebbero portare a investimenti elevati. Pertanto, seguire ciecamente il mantra "investi meno, consuma di più" non ha senso per un paese nel quale molte regioni sono ancora sottosviluppate.

Inoltre, poiché l'intermediazione finanziaria comporta l'utilizzo dei risparmi per il finanziamento degli investimenti, un livello elevato di debito può essere accettabile a condizione che sia garantito da attività. Crediamo che questo sia ciò che avviene nel modello di crescita finanziato dal debito in Cina.

Grafico 1: Iniezione di liquidità netta totale della Banca Popolare Cinese (mld RMB)*



* Iniezione netta mediante linee di credito e operazioni sul mercato aperto, media mobile a 3 mesi
 Fonti: CEIC, BNP Paribas Asset Management al 17 ottobre 2023

Cosa c'è di nuovo?

Riconoscendo questo ciclo investimenti-consumi e gli errori delle riforme del passato, nella seconda metà del 2020 Pechino ha deciso un cambiamento tattico delle riforme strutturali nell'ambito della generale strategia della "doppia circolazione". Questo approccio ora predilige lo sviluppo di "tecnologie hard" - la produzione di hardware e componenti per le industrie strategiche e high-tech - rispetto alle "tecnologie soft" - sviluppo di e-commerce per soddisfare la domanda non strategica dei consumatori - e utilizza il settore privato come motore di traino dell'innovazione.

Secondo le previsioni di Pechino, questo approccio dovrebbe stimolare la migrazione industriale verso le province dell'interno. I dati mostrano che questo passaggio sta già avvenendo (Grafico 2). Attingere alle risorse meno onerose all'interno del paese dovrebbe stimolare la crescita del PIL e incrementare la produttività nel lungo termine.

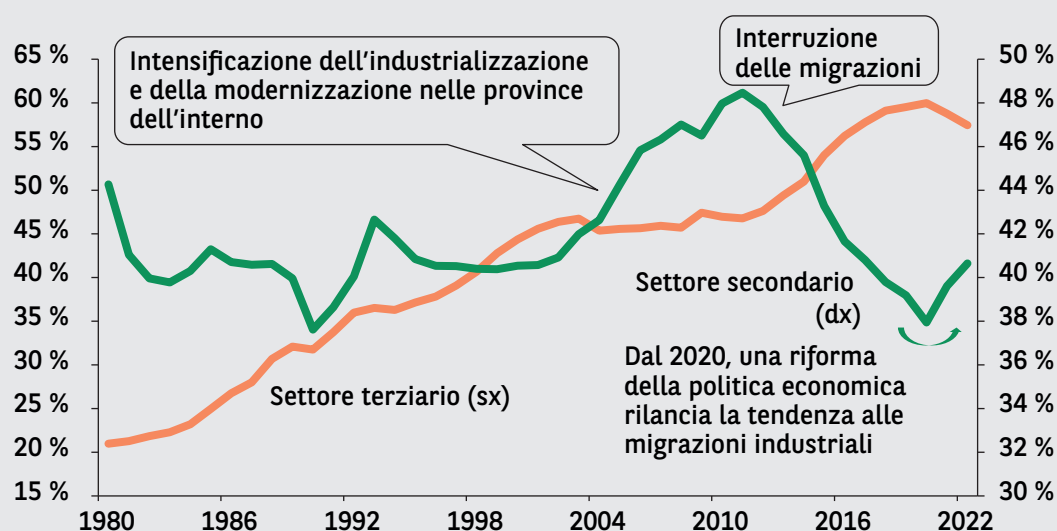
La Cina è investibile?

La ripresa economica post-Covid della Cina è stata fragile, ma i problemi sono prevalentemente di natura ciclica e, a nostro parere, un'aggressiva espansione della politica fiscale facilitata dall'allentamento monetario potrebbe aiutare a risolverli. Queste misure potrebbero alimentare la crescita contribuendo anche alla ripresa dei prezzi degli attivi nel 2024. Il rischio è un irrigidimento monetario prematuro - che non rientra nelle nostre previsioni di base - che danneggerebbe ulteriormente i mercati cinesi.

Al contempo, la trasformazione strutturale sta dando nuova vita alla crescita degli investimenti nei settori manifatturiero e high-tech ad alto valore. Il governo deve affrontare molte questioni cruciali: migliorare l'istruzione e la sanità; riformare la struttura del mercato dell'occupazione in modo da allineare i posti di lavoro con le competenze; assistere gli anziani; ridurre l'inquinamento e limitare gli effetti del cambiamento climatico; e, ultimo ma non per importanza, tagliare simultaneamente il rapporto di indebitamento.

Tutti compiti ardui, che tuttavia sono già nell'agenda politica cinese e che crediamo rappresenteranno i temi d'investimento di lungo termine.

Grafico 2: Industrie che si spostano verso l'interno*



* Rappresentati dalle 20 province interne
 Fonti: CEIC, BNP Paribas Asset Management al 17 ottobre 2023

ASSET PRIVATI



STÉPHANIE PASSET
Deputy Head
Infrastructure Debt, Parigi



VINCENT GUILLAUME
CFA, Deputy Head
Infrastructure Debt, Parigi



DAVID DRAY
Investor Relations,
Parigi

Il debito infrastrutturale è giunto a un punto di svolta, mentre gli investitori compiono la transizione verso gli asset a basso tenore di anidride carbonica.

Nel 2023, il debito infrastrutturale ha mostrato di poter generare performance resilienti anche in un contesto economico difficile. Per il prossimo anno, questa asset class offre agli investitori una ricca gamma di opportunità allineate con i loro obiettivi di rendimento e reddito oltre che con il crescente desiderio di supportare la transizione verso un'economia sostenibile.

Un'asset class resiliente con solide e abbondanti opportunità

In un contesto macroeconomico caratterizzato da volatilità, tassi d'interesse in crescita, alta inflazione e tensioni geopolitiche, il debito infrastrutturale ha dimostrato di poter essere una soluzione resiliente per gli investitori alla ricerca di redditi nel lungo periodo, flussi finanziari stabili e diversificazione rispetto ad altre asset class. Le performance del 2023 sono state solide in tutti i settori, con alcune eccezioni nei mercati che hanno visto incrementi particolarmente significativi dei costi delle spese in conto capitale (capex).

In prospettiva futura, i redditi contrattualizzati, la solida normativa e le caratteristiche inflazionistiche pass-through del debito infrastrutturale, a nostro avviso, ben posizionano questa asset class per potersi muovere con successo tra le continue incertezze del 2024.

Nonostante il rallentamento delle fusioni e acquisizioni abbia avuto un impatto sui progetti equity, la pipeline nel settore del debito resta solida. Registriamo una significativa attività di rifinanziamento - dettata dalla necessità delle aziende di finanziare i piani capex - nonché buone opportunità di progetti greenfield. La domanda è trainata dai megatrend della transizione energetica, dei trasporti puliti e della digitalizzazione, che richiederanno lo sviluppo di grandi infrastrutture in Europa e in tutto il mondo. Di conseguenza, il mercato sembra destinato a una continua espansione nei prossimi mesi e anni, offrendo agli investitori una vasta gamma di potenziali progetti da finanziare.

Con l'espansione di questa asset class, si renderanno disponibili più opportunità - dal debito senior garantito al debito più junior - creando un'offerta ampia e diversificata per gli investitori. I tassi d'interesse più alti fanno sì che il debito infrastrutturale possa offrire rendimenti assoluti interessanti. Nel segmento del debito junior, i rendimenti sono a livelli simili alle azioni, a indicare che una riallocazione in questa asset class potrebbe rappresentare un trend duraturo. Al contempo, il premio di illiquidità positivo offerto dal debito senior conferma il suo ruolo in quanto efficace strumento di diversificazione rispetto al reddito fisso tradizionale.

“I tassi d'interesse più alti fanno sì che il debito infrastrutturale possa offrire rendimenti assoluti interessanti”.

Riflettori sulla sostenibilità

Crediamo che il mercato del debito infrastrutturale sia arrivato a un punto di svolta, mentre gli investitori europei, e sempre più anche nel resto del mondo, compiono la transizione verso gli asset a basso tenore di carbonio, sullo sfondo della crescente consapevolezza del fabbisogno di capitali privati per contribuire agli obiettivi dello zero netto. Le caratteristiche di sostenibilità e mitigazione del cambiamento climatico di questi asset sembrano destinate a essere criteri d'investimento chiave anche nel 2024.

L'energia rinnovabile è una componente vitale di questo puzzle, ma è necessaria la decarbonizzazione di tutti gli asset infrastrutturali, dai trasporti alla graduale eliminazione del carbone dal mix energetico. Sul mercato stanno arrivando i primi progetti di cattura e stoccaggio del carbonio, e identifichiamo interessanti opportunità iniziali lungo tutte le catene di valore delle tecnologie dei sistemi di accumulo a batterie e dell'idrogeno verde.

Oltre al cambiamento climatico, stanno emergendo nuovi temi di sostenibilità. La preservazione della biodiversità e del capitale naturale sta diventando sempre più importante nell'analisi dei nuovi progetti. Aumenta anche l'enfasi sull'economia circolare e il riciclo, sia nel design dei progetti - che punta a minimizzare l'utilizzo di materie prime e ottimizzare il riutilizzo dei materiali alla fine della vita degli asset - sia come fonte di opportunità di investimento.

Sfide e rischi

Nonostante il contesto positivo per il debito infrastrutturale, esistono alcune sfide. Il rialzo dei costi del capex rende necessaria più cautela circa la redditività dei progetti; ad esempio, nel settore delle energie rinnovabili, il costo per produrre una turbina eolica o un array solare fotovoltaico è fortemente aumentato.

I prestatori devono essere molto selettivi e assicurare che i progetti possano generare un reddito sufficiente e flussi di cassa stabili per compensare il rialzo dei costi. La ricca pipeline dei progetti, tuttavia, rende possibile questa selettività.

Dal momento che molte delle opportunità correnti sono nelle nuove tecnologie, i prestatori dovranno anche disporre delle risorse e competenze specialistiche necessarie a valutare i progetti più complessi, mantenendo al contempo un profilo di rischio adeguato.

I prestatori in grado di analizzare l'intera catena del valore - dalla tecnologia, alle ricerche di mercato, alla generazione di reddito - e di offrire soluzioni di finanziamento su misura allineate con i modelli di business emergenti, avranno più capacità di investire in modo proattivo e sfruttare le opportunità di stadio iniziale per sfruttare i rapporti di rischio/rendimento migliori.

“I prestatori dovranno assicurarsi che i progetti generino un reddito sufficiente e flussi di cassa stabili”

Rapida innovazione del mercato

Oltre ai nuovi asset ed ecosistemi di investimento emergenti nella transizione verso un'economia a basso tenore di anidride carbonica, assistiamo anche a una rapida innovazione dei prodotti nel mercato del debito infrastrutturale. Sempre più gestori stanno sviluppando fondi tematici focalizzati su settori e temi d'investimento specifici, mentre la crescente disponibilità di debito nei segmenti sub-investment grade crea un'opportunità per finanziare gli asset con alcuni rischi di sviluppo, anziché limitarsi ai progetti ready-to-build.

In Europa, l'ultima modifica del regolamento European Long-Term Investment Funds (ELTIF 2.0) consentirà per la prima volta anche agli investitori retail di accedere a questa asset class. Questo trend emergente renderà necessaria l'evoluzione delle strutture dei prodotti in modo da offrire più liquidità, rispecchiando al contempo le tradizionali caratteristiche buy-and-hold del debito infrastrutturale.

Un'altra area di innovazione è quella dell'Intelligenza Artificiale (IA). La digitalizzazione è da tempo motore di traino dello sviluppo degli asset infrastrutturali e l'Intelligenza Artificiale rappresenta un grande progresso grazie al suo ruolo di abilitazione delle nuove soluzioni, ottimizzando il design e l'utilizzo degli asset infrastrutturali e la gestione dei dati.

Le applicazioni sono diffuse e numerose. Nella fornitura di energia elettrica, ad esempio, la tecnologia IA può ottimizzare il consumo energetico per realizzare economie di scala, nonché identificare efficienze nella gestione della rete di produzione elettrica. Per il 2024 e oltre prevediamo che l'IA contribuirà alla creazione di asset migliori, più efficienti e più ecologici in tutta la classe di investimento.

PANORAMICA SULLE ASSET CLASS

PERFORMANCE: Total return in EUR (al 31 ottobre 2023)



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Titoli di Stato globali (H)	9,90%	57,70%	28,80%	6,20%	26,70%	21,20%	32,00%	11,50%	15,60%	8,40%	0,10%	30,00%	6,70%	36,90%	13,80%	8,90%
Obbligazioni societarie globali (H)	-5,30%	34,00%	19,50%	5,20%	19,20%	6,50%	19,50%	10,40%	10,70%	7,50%	-0,20%	25,30%	6,30%	31,10%	-11,00%	4,60%
Obbligazioni societarie high yield globali (H)	-25,20%	25,90%	15,10%	3,60%	14,00%	0,00%	8,40%	1,00%	10,10%	3,70%	-2,70%	13,30%	5,70%	25,60%	-12,80%	-1,60%
Materie prime (H)	-37,60%	17,50%	14,50%	-2,40%	10,70%	-0,10%	7,50%	-0,50%	8,10%	0,30%	-3,80%	9,20%	4,80%	2,50%	-14,80%	-1,90%
Azioni paesi sviluppati (UH)	-37,60%	16,60%	7,20%	-2,70%	4,40%	-0,10%	2,60%	-0,70%	4,60%	-0,20%	-4,10%	4,50%	-5,20%	-1,70%	-16,30%	-5,30%
Immobiliare globale (UH)	-45,00%	1,10%	3,50%	-14,70%	-2,10%	-9,80%	-17,80%	-25,90%	2,30%	-2,10%	-13,70%	4,30%	-15,80%	-3,10%	-19,50%	-7,80%

- 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: con copertura; UH: senza copertura

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

Indici utilizzati: immobiliare globale (RNGL), 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.

PRODUZIONE

Daniel Morris, Chief Market Strategist, Co-head Investment Insights Centre

Andrew Craig, Co-head Investment Insights Centre

Christine Bosso, Publication Manager - Investment Insights Centre

Nieck Ammerlaan, Content Manager - Investment Insights Centre

Progettazione grafica: Creative Services BNPP AM

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

AM.investmentinsights@bnpparibas.com

Redatto a novembre 2023

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, “la società di gestione degli investimenti”, è una società per azioni semplificata con sede legale in 1 boulevard Haussmann 75009 Parigi, Francia, iscritta nel registro delle imprese e del commercio di Parigi con il numero 319 378 832 e presso l’Autorité des marchés financiers’ con il numero GP 96002.

Il presente materiale è stato redatto e pubblicato dalla società di gestione degli investimenti.

Il materiale presentato ha scopo esclusivamente informativo e non costituisce:

1. un’offerta di acquisto o un invito a vendere, né un documento su cui fare affidamento per qualsivoglia contratto o impegno; o
2. una consulenza d’investimento.

Il presente materiale fa riferimento a determinati strumenti finanziari autorizzati e regolamentati nelle rispettive giurisdizioni di costituzione.

Non sono state intraprese azioni che consentono l’offerta pubblica degli strumenti finanziari in altre giurisdizioni, salvo quelle indicate nell’ultimo prospetto dello strumento finanziario in questione, o nel sito web (nella sezione “i nostri fondi”), dove tali azioni sarebbero necessarie e in particolare negli Stati Uniti e per Soggetti statunitensi (ai sensi della definizione del Regolamento S del Securities Act degli Stati Uniti del 1933). Prima di effettuare sottoscrizioni in un Paese in cui tali strumenti finanziari sono registrati, gli investitori dovrebbero verificare la presenza di eventuali limitazioni o restrizioni legali relative alla sottoscrizione, all’acquisto, al possesso o alla vendita di tali strumenti.

Gli investitori che intendono sottoscrivere gli strumenti finanziari devono leggere attentamente l’ultimo prospetto e Documento contenente informazioni chiave (KID) e consultare le ultime relazioni finanziarie su tali strumenti.

Questi documenti sono disponibili nella lingua del Paese nel quale gli strumenti finanziari sono autorizzati per la distribuzione e/o in inglese, a seconda dei casi, sul seguente sito web alla sezione “our funds” (i nostri fondi): <https://www.bnpparibas-am.com/>

Le opinioni contenute nel presente documento sono da ritenersi considerazioni della società di gestione degli investimenti alla data indicata e sono quindi soggette a modifiche senza preavviso. La società di gestione degli investimenti non è tenuta ad aggiornare o modificare le informazioni o i pareri contenuti nel presente documento. Prima di investire negli strumenti finanziari, gli investitori sono tenuti a consultare i propri consulenti legali e fiscali per consigli di natura legale, contabile, di domicilio e fiscale, al fine di valutare in modo indipendente l’adeguatezza e le conseguenze di un investimento, qualora legalmente possibile. Si prega di notare che le diverse tipologie di investimenti eventualmente contenuti nel presente documento implicano livelli diversi di rischio; non vi può essere alcuna garanzia che uno specifico investimento sia adatto, opportuno o redditizio per un cliente o per il portafoglio d’investimento di un investitore.

Considerati i rischi economici e di mercato, non vi è garanzia che gli strumenti finanziari conseguiranno i propri obiettivi d’investimento. I rendimenti possono essere influenzati, fra l’altro, dalle strategie o dagli obiettivi d’investimento degli strumenti finanziari e dalle condizioni economiche e di mercato, compresi i tassi d’interesse e i termini e le condizioni generali dei mercati. Le diverse strategie applicate agli strumenti finanziari possono avere un effetto determinante sui risultati esposti nel presente documento. I rendimenti ottenuti nel passato non costituiscono un’indicazione dei risultati futuri e il valore degli investimenti negli strumenti finanziari può aumentare così come diminuire. Gli investitori potrebbero non vedersi restituito l’importo originariamente investito.

I dati sulla performance presentati in questo documento, laddove applicabili, sono al netto delle commissioni di gestione e non comprendono i costi di sottoscrizione o di rimborso e le imposte.

Fare clic qui per ottenerlo:

www.bnpparibas-am.fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs un riepilogo dei diritti degli investitori in lingua francese. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE può decidere di interrompere la commercializzazione degli strumenti finanziari nei casi previsti dai regolamenti applicabili.

“The sustainable investor for a changing world” riflette l’obiettivo di BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France di integrare lo sviluppo sostenibile nelle sue attività, sebbene non tutti i fondi gestiti da BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France soddisfino il requisito dell’Articolo 8, di una proporzione minima di investimenti sostenibili, o quelli dell’Articolo 9 del Regolamento europeo 2019/2088 sull’informativa correlata alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR). Per maggiori informazioni, visitare www.bnpparibas-am.com/en/sustainability.

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**The sustainable
investor for a
changing world**