

INVESTIRE NELL'ERA DELLA TRASFORMAZIONE

COMUNICAZIONE DI MARKETING. PER INVESTITORI PROFESSIONALI
Questo documento utilizza un linguaggio tecnico. Per questo motivo,
non è adatto ai lettori privi di esperienza di investimento professionale.



INVESTMENT OUTLOOK 2023



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'investimento
sostenibile per un
mondo che cambia

INDICE

Lettera agli investitori	4
Executive summary	5

MACROECONOMIA E MERCATI

In marcia verso la recessione	6
Mercati: facciamo il punto	10
Un nuovo mondo obbligazionario	15

SOSTENIBILITÀ

ESG: un mezzo per raggiungere l'obiettivo	16
---	----

TEMI DI INVESTIMENTO

Investimento tematico: la storia può aiutare a valutare il futuro	19
Outlook per il settore tecnologico: prevalgono i driver di crescita secolari	22
La deglobalizzazione nel contesto del "decoupling dalla Cina"	25
La resilienza dei mercati privati: il debito infrastrutturale	28

ASSET CLASS OVERVIEW

31



AUTORI



MAYA BHANDARI
Global head of multi-asset



DANIEL MORRIS
Chief market strategist



JANE AMBACHTSHEER
Global head of sustainability



ALEXANDER BERNHARDT
Global head of sustainability research



ULRIK FUGMANN
Co-head environmental
strategies group



EDWARD LEES
Co-head environmental
strategies group



PAM HEGARTY
Portfolio manager



VINCENT NICHOLS
Investment specialist



CHI LO
Senior market strategist APAC



KAREN AZOULAY
Head of infrastructure debt

**ROBERT GAMBI**

Global head of investments

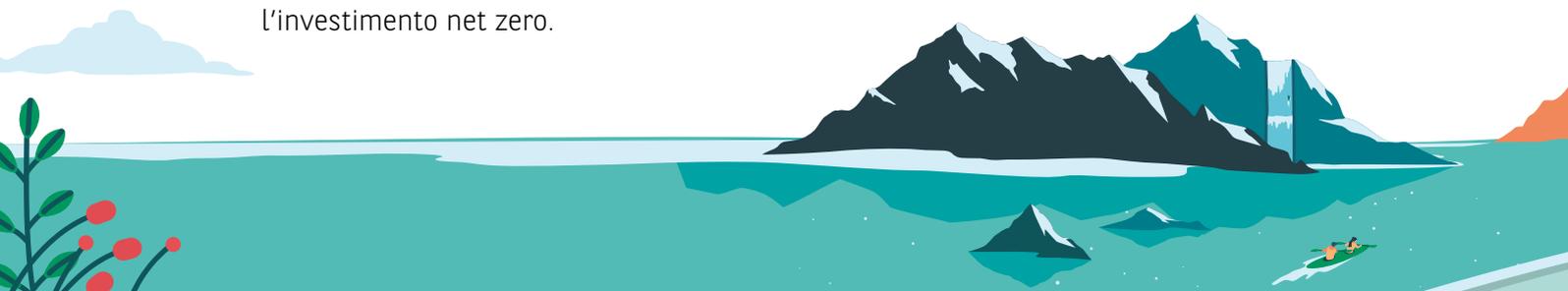
Lettera agli investitori

Ormai ci siamo abituati a vivere in tempi incerti. Tuttavia, il 2022 è stato un anno estremamente difficile sui mercati finanziari. La logica di investimento sottostante al classico portafoglio 60% azioni / 40% obbligazioni è che un portafoglio di questo tipo possa fornire rendimenti solidi anche se non spettacolari. A ottobre, il portafoglio 60/40 era sulla buona strada per eguagliare il suo anno peggiore in termini di performance dalla Seconda Guerra Mondiale.

I rendimenti obbligazionari in forte aumento sono stati una delle ragioni principali. Hanno pesato su asset a lunghissima duration come le azioni, con il Nasdaq in ribasso di quasi il 30% dall'inizio dell'anno. Oltre il 60/40, abbiamo assistito a importanti rotazioni nello stile con titoli value in controtendenza rispetto agli ultimi anni e con performance superiori ai titoli growth. Sui mercati valutari, il dollaro USA si è apprezzato mentre per lo yen giapponese è stato un anno da dimenticare.

Affrontare le tensioni geopolitiche è diventato sempre più un rischio professionale per gli investitori. Il conflitto in Ucraina ha avuto un profondo impatto sui prezzi globali delle materie prime, amplificando l'inflazione e costringendo l'Europa a ripensare le sue politiche energetiche. Ciò avrà importanti implicazioni per la struttura del settore e gli standard di vita negli anni a venire. Nel frattempo, i mercati stanno osservando da vicino le relazioni sino-americane, temendo che le tensioni su Taiwan possano intensificarsi.

Senza dubbio il 2023 porterà nuove fonti di volatilità. Ma quella volatilità dovrebbe essere vista come un'opportunità per un gestore attivo. È nostro compito dare un senso al panorama macroeconomico in evoluzione, posizionarci di conseguenza e tradurre i movimenti del mercato in performance per i nostri clienti. Siamo convinti che un'attenzione continua alla sostenibilità sia un ingrediente essenziale all'interno di tale processo di investimento e non accettiamo che vi sia un conflitto tra l'offerta di ottime performance per i clienti e l'integrazione della sostenibilità in tutto ciò che facciamo. Al contrario, consideriamo gli investimenti sostenibili un'opportunità piuttosto che un vincolo. Abbiamo appena pubblicato il report "Committed to climate: Our net zero roadmap" che spiega come allineeremo i nostri portafogli con l'obiettivo di raggiungere emissioni nette zero. Spero di avervi al nostro fianco nel viaggio verso l'investimento net zero.



Executive summary

Nel nostro Investment Outlook 2023, cerchiamo di fornire agli investitori una guida in un momento cruciale per l'economia globale durante il quale l'aumento dell'inflazione e i cambiamenti geopolitici determinanti hanno portato a pressioni crescenti sui governi.

Una ripresa sostenibile

Passando alla *green transformation* attualmente in corso, riteniamo che, come investitori, dobbiamo continuare a concentrare le nostre risorse su una crescita sostenibile a lungo termine. Vediamo opportunità nel passaggio, ad esempio, all'idrogeno verde, nel ripristino del capitale naturale o nella costruzione di infrastrutture verdi.

Temi di investimento per il lungo periodo

I nostri temi hanno sia un punto di vista sostenibile – transizione energetica e sostenibilità ambientale – sia un focus sui trend duraturi. Questi trend includono innovazione e disruption attraverso le nuove tecnologie, l'attrattiva dei mercati privati e la progressiva affermazione della Cina. Sebbene al momento sia improbabile una rivalutazione significativa delle azioni cinesi di classe A, le valutazioni sembrano attraenti e depongono a favore di un posizionamento strategico. Le opportunità includono l'aumento dei consumi e lo sviluppo dell'hard-tech.

Macroeconomia e mercati

In questa sezione dell'Outlook evidenziamo che:

- L'economia globale è sull'orlo della recessione mentre i tassi ufficiali salgono vertiginosamente, l'Europa affronta uno shock energetico e la Cina lotta tra politiche anti-Covid e mercati immobiliari fragili.
- Il governo cinese ha la possibilità di stimolare la crescita, ma in Occidente le misure dei governi per aiutare le famiglie e le imprese potrebbero andare in conflitto con quelle delle banche centrali per contenere l'inflazione.
- L'azionario deve lottare per generare rendimenti superiori alla media, anche se il divario tra le aspettative sugli utili societari ancora relativamente ottimistiche e la realtà economica si riduce. Siamo neutrali, con una profonda cautela in Europa controbilanciata dall'ottimismo per i titoli growth statunitensi.
- Nell'ambito del reddito fisso, il credito investment grade dell'eurozona offre l'opportunità più interessante con spread ampi, ma generalmente buoni fondamentali societari.



MACRO OUTLOOK



DANIEL MORRIS

Chief market strategist

In marcia verso la recessione

L'economia globale sembra puntare dritta verso un'inevitabile recessione. Le cause sono ben note: gli aggressivi rialzi dei tassi d'interesse delle banche centrali per contrastare l'inflazione, lo shock energetico in Europa e le politiche zero Covid e il traballante mercato immobiliare in Cina.

La recessione è già arrivata in gran parte dell'Europa; ci attendiamo che negli Stati Uniti inizierà nel terzo trimestre del 2023 e che in Cina, nonostante una crescita negativa sia improbabile, i livelli saranno al di sotto delle medie storiche.

Non è difficile immaginare eventi e circostanze che potrebbero scatenare un ulteriore deterioramento: il crollo di un importante mercato finanziario dovuto al rapido aumento dei tassi d'interesse, un inverno rigido e possibili blackout in Europa o, ancora, un'escalation delle tensioni geopolitiche tra USA e Cina.

USA

Vista la forza del mercato del lavoro statunitense – evidenziata non solo dal basso tasso di disoccupazione, ma anche dai forti rialzi dei salari (nominali) – nel 2023 sarà probabilmente necessario un calo degli impieghi non agricoli. La domanda dei consumatori si indebolirà, malgrado le famiglie dispongano ancora di abbondanti risparmi "in eccesso". Questi risparmi stanno tuttavia diminuendo e, va notato, sono concentrati soprattutto nelle famiglie ad alto reddito/basso consumo.

Un deterioramento del mercato del lavoro sarà fondamentale per riportare sotto controllo l'inflazione dei servizi. L'inflazione dei beni dovrebbe diminuire grazie agli

effetti di base e a una flessione della domanda, mentre i costi degli alloggi ad un certo punto rifletteranno il continuo rallentamento del mercato residenziale. Ci attendiamo che il tasso d'inflazione per le spese in consumi personali core (PCE) scenda al di sotto del 3% entro la fine del 2023.

Resta da capire se l'inflazione dei salari può essere arginata senza un forte incremento della disoccupazione. Il numero degli impieghi vacanti relativamente all'entità della forza lavoro resta attestato a circa due volte la media di lungo periodo¹; in altre parole, le aziende sono costrette ad alzare gli stipendi per attrarre personale (Grafico 1). Storicamente, gli impieghi vacanti hanno mostrato di ridursi in modo significativo solo quando aumenta il tasso di disoccupazione. La Federal Reserve USA ritiene che il numero elevato di posti vacanti rifletta la riorganizzazione del mercato del lavoro e dell'economia seguita alla pandemia; con la graduale fine di questo processo, gli impieghi vacanti potrebbero diminuire senza che il tasso di disoccupazione debba necessariamente aumentare.

Il tasso di disoccupazione potrebbe non aumentare in modo particolarmente significativo anche per un'altra ragione: le aziende statunitensi hanno imparato dalla recessione indotta dai lockdown che licenziare il personale può ridurre i costi nel breve termine, ma essere controproducente in un'ottica di lungo periodo. Potrebbero quindi adottare un modello più simile a quello europeo, nel quale i dipendenti restano a libro paga anche durante una recessione, consentendo in seguito una ripresa più rapida e ordinata.

A compensare l'effetto negativo dell'incremento dei tassi ufficiali saranno i continui investimenti derivanti dalle leggi Infrastructure Investment and Jobs Act e Inflation Reduction Act, che stanzieranno quasi 400 miliardi di USD in crediti d'imposta e sussidi per numerosi programmi di energia pulita.

1. Novembre 2022

Grafico 1: Gli aumenti salariali rallenteranno solo con il calo dei posti di lavoro vacanti

Posti di lavoro vacanti come % della forza lavoro civile e dell'indice dei costi dell'occupazione



Eurozona

L'Europa si trova ad affrontare uno shock energetico mai visto nella regione dopo gli incrementi del prezzo del petrolio dell'OPEC negli anni 70. Malgrado siano recentemente diminuiti, i prezzi del gas restano di 10 volte superiori rispetto alla media del 2019.

L'inflazione di alcuni Paesi ha raggiunto la doppia cifra, il sentiment dei consumatori è crollato e la domanda sta diminuendo in linea con i redditi disponibili. Ciononostante, crediamo che l'inflazione primaria abbia raggiunto il picco e tornerà ad attestarsi sul target del 2% della BCE nel 2024.

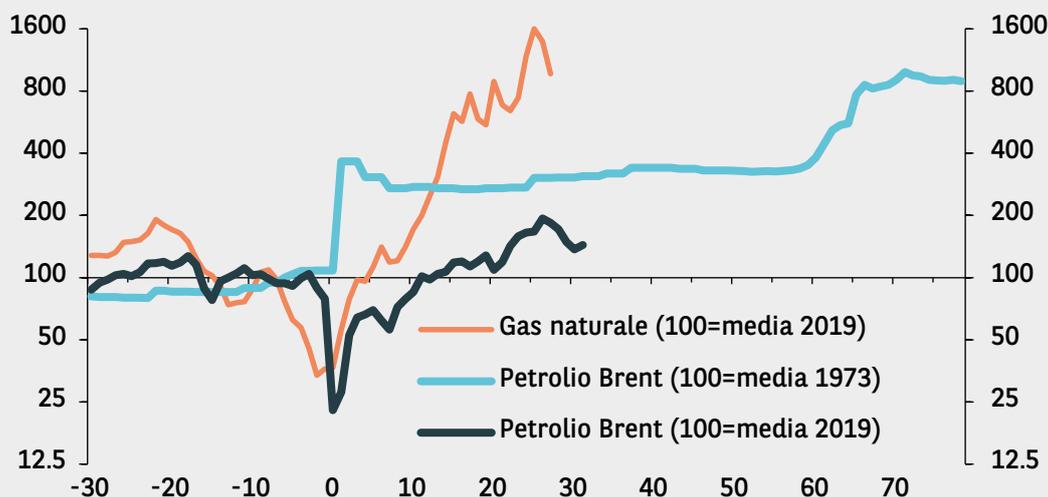
La risposta dei governi agli shock economici è cambiata dopo la pandemia. Anziché contare sugli stabilizzatori automatici – ad esempio le indennità di disoccupazione – per accompagnare le famiglie nei periodi di crisi, i governi fanno ora ricorso a forme più dirette di supporto per attutire qualsiasi calo dei redditi (o degli utili societari).

Attuare questa strategia è stato relativamente facile durante la pandemia, quando i tassi ufficiali e l'inflazione erano bassi e le banche centrali acquistavano titoli di Stato. La recente esperienza del Regno Unito, tuttavia, rivela i limiti di queste politiche, ora che l'inflazione è ben al di sopra dei target e che le banche centrali stanno cercando di ridurre l'entità dei loro bilanci. Se la Germania può permettersi di varare un pacchetto di sostegno da 200 miliardi di euro, lo stesso potrebbe non valere per altri Paesi. Quando, prima della crisi finanziaria mondiale, i rendimenti dei titoli di Stato italiani erano superiori al 4%, il debito del Paese era di soli pochi punti percentuali inferiore al suo PIL. Oggi, lo supera del 40%. I rapporti debito/PIL sono migliorati nel 2022, ma con tutta probabilità peggioreranno nel 2023. I governi dovranno assicurarsi che le nuove spese siano mirate, per evitare una risposta compensativa rispetto a qualsiasi misura di stimolo varata dalla BCE.

Il piano di ripresa NextGenerationEU da 2.000 miliardi di euro (il più ingente pacchetto di stimoli nella storia dell'Unione) sarà determinante ai fini della creazione di "un'Europa più verde, più digitale e più resiliente".

Grafico 2: Lo shock energetico è paragonabile a quello dell'OPEC negli anni '70

Prezzi dell'energia indicizzati al mese del prezzo più basso, scala logaritmica



Cina

I due fattori che hanno gravato sulla crescita cinese nel 2022 — le politiche zero Covid e l'instabilità del mercato immobiliare — dovrebbero attenuarsi nel 2023, consentendo il rimbalzo dell'economia, anche se la crescita si attesterà presumibilmente al di sotto dei livelli pre-pandemia.

I contagi di Covid in Cina si sono nuovamente impennati, ma il governo ha riconfermato la volontà di proseguire con la politica zero Covid. Al contempo, prosegue lo sviluppo di un vaccino con tecnologia mRNA che dovrebbe, ad un certo punto, essere distribuito. Oggi, sappiamo per esperienza che l'attività economica può riprendersi rapidamente una volta sollevate le misure di restrizione.

La risoluzione dei problemi del mercato immobiliare potrebbe invece richiedere più tempo. Dal recente Congresso del Partito Comunista è emersa l'intenzione di varare politiche di lungo termine volte a creare un sistema residenziale che assicuri un'offerta da più fonti e lo sviluppo dei mercati delle locazioni e delle vendite di immobili. Nel breve periodo, il governo sta vagliando politiche mirate per sostenere la ripresa del settore.

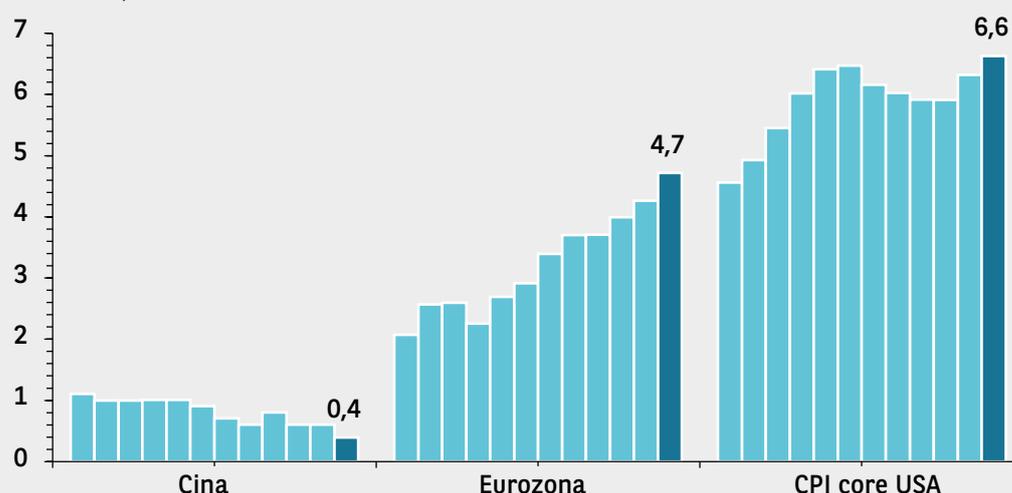
Il discorso del Presidente Xi al Congresso è stato inoltre rilevante per l'enfasi sulla volontà di accelerare la transizione verso uno sviluppo ecologico e il rispetto degli obiettivi sulle emissioni di anidride carbonica. Anche questa dovrebbe essere una fonte di domanda nel lungo periodo per le aziende dei settori interessati.

Una differenza fondamentale tra la Cina, gli Stati Uniti e l'Europa è lo spazio di manovra di cui i governi dispongono per stimolare l'economia mediante misure fiscali o monetarie. L'inflazione core, oltre il 4% nell'Eurozona e oltre il 6% negli USA, è attestata a solo 0,4% in Cina (Grafico 3).²

². Novembre 2022

Grafico 3: L'inflazione core in Cina è di gran lunga inferiore a quella degli Stati Uniti o dell'Eurozona

CPI Core, variazione su base annua



MARKETS OUTLOOK



MAYA BHANDARI

Global head of multi-asset

Facciamo il punto

Il 2022 è stato un anno straordinario e ha segnato la fine di quindici anni altrettanto straordinari dopo la crisi finanziaria mondiale (GFC). Un netto e rapido incremento dei tassi di sconto reali ha causato perdite dolorose in tutte le asset class, mettendo fine alla panacea che i tassi “più bassi più a lungo” avevano creato per gli attivi rischiosi nel corso di diversi decenni. Ad esempio, un investitore in un portafoglio composto per il 60% da azioni globali e per il 40% da titoli di Stato, entro la fine di ottobre di quest’anno, aveva perso il 20%; un’enormità e un livello lontanissimo dal 9-10% che lo stesso investitore sarebbe stato solito guadagnare negli ultimi 50 anni circa. Queste perdite sono state le peggiori di un’intera generazione, anche considerando il 2008, quando si erano fermate a “solo” il 14%.

Noi, come altri, avevamo ritenuto che questo forte rialzo dei rendimenti reali sarebbe stato la minaccia peggiore per i mercati finanziari nel 2022. Per gran parte dell’anno, i nostri portafogli multi-asset hanno mantenuto posizioni corte di duration, neutrali sui titoli azionari (combinazione di posizioni lunghe in Asia e corte in Europa) e lunghe sulle materie prime. Ma, quando i rendimenti dei titoli di Stato, soprattutto i rendimenti reali, si sono rapidamente avvicinati ai massimi post-GFC, abbiamo preso profitto sulla nostra posizione corta di lunga data in titoli di Stato.

Una delle questioni principali per il 2023 sarà capire quando le banche centrali decideranno di mettere in pausa, o addirittura invertire, i cicli di incremento dei tassi di sconto, e l’impatto che questa decisione avrà sul valore dei flussi di cassa tra le diverse asset class. Sicuramente, gran parte dei movimenti dei mercati degli attivi nel 2022 è da attribuire alle variazioni del tasso di sconto.

Oggi, siamo gradualmente più costruttivi sui crediti aziendali, soprattutto sul segmento dei titoli a più alto rating in Europa. Crediamo che le valutazioni ridotte (cioè gli spread elevati) non riflettano adeguatamente quelli che riteniamo essere fondamentali positivi. Non siamo invece pronti a incrementare più in generale l'esposizione agli attivi più rischiosi, come i titoli azionari. Continuiamo infatti a temere ulteriori rischi di ribasso sia per la crescita che per gli utili; inoltre, il sussistere delle incertezze geopolitiche potrebbe gravare ulteriormente sulle proiezioni dei flussi di cassa. Al contempo, riconosciamo che alcune aree, come le società tecnologiche USA di lunga duration, stanno diventando più interessanti in quest'ultimo scorcio dell'anno.

Ogni rischio ha il suo prezzo

Le opinioni d'investimento, di norma, si basano su alcuni giudizi critici. Oggi, tre questioni specifiche hanno un'enorme importanza ai fini delle prospettive di rendimento per il 2023.

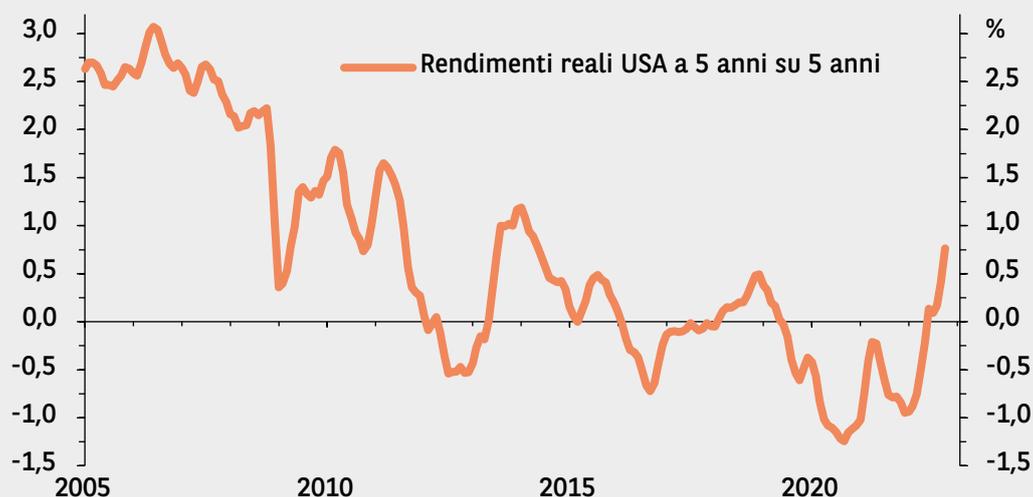
1. Quando la Fed e altre grandi banche centrali invertiranno la rotta, orientandosi verso un calo dei tassi ufficiali?
2. Quanto sarà profonda la correzione della crescita e degli utili?
3. (L'incognita più grande) Quanto saranno importanti le tensioni geopolitiche da Cina, Russia-Ucraina, Stati Uniti ed Europa (incluso il Regno Unito) nel 2023?

La Fed, ad oggi, ha varato il ciclo di irrigidimento monetario più rapido mai visto

La Fed, ad oggi, ha varato il ciclo di irrigidimento monetario più rapido mai visto nella storia. Resta da capire quando deciderà di fermarsi e consentire la trasmissione di questi rialzi attraverso il sistema, evitando l'errore di una frenata eccessivamente brusca. Tutto considerato, crediamo che le possibilità di un cambio di rotta più repentino e marcato stiano aumentando, anche piuttosto velocemente.

Grafico 1: I tassi di interesse reali si sono spostati in modo significativo

Media mobile a tre mesi



Nel 2022, i tassi di interesse – reali e nominali, correnti e impliciti – sono aumentati drasticamente nelle principali economie mondiali. L'incremento ha interessato tutta la curva, ma è stato particolarmente marcato nella parte a breve. Il rialzo di 500 pb dei tassi reali a 2 anni dal mese di marzo ad oggi è stato rimarchevole, così come l'incremento del livello previsto dei Fed Funds a tre anni, da 1,5% a 5% in soli sei mesi. I tassi reali a cinque anni (misurati con un anticipo di 5 anni) – che per molti rappresentano un indicatore di lungo termine dei tassi ufficiali "neutrali" – si sono impennati a livelli che non si vedevano da prima della crisi finanziaria globale. Un anno fa, erano attestati a solo -85 pb negli USA e a -1,4% in Europa, mentre sono oggi balzati, rispettivamente, a 1,50% e 1,25%. Un rialzo peraltro ampiamente giustificato, ad esempio, dal forte cambiamento del mix fiscale-monetario, dall'inversione di alcuni trend strutturali (come la globalizzazione) che avevano protetto la tendenza al ribasso dei titoli di Stato, e dalle dinamiche demografiche favorevoli. Ma vi sono anche buoni motivi per prevedere una pausa di questo andamento, sulla scia dei crescenti fattori di rallentamento in termini sia di inflazione che di crescita.

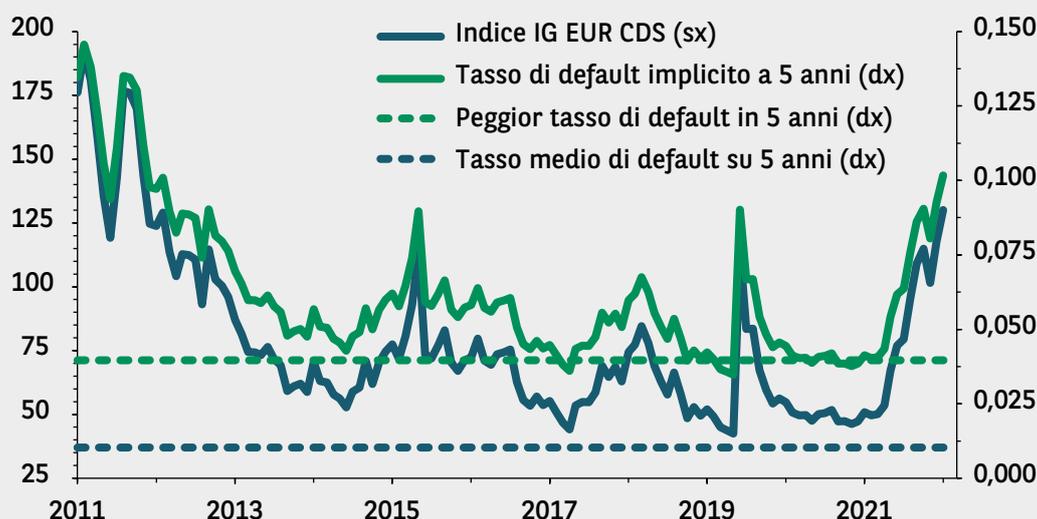
Il persistere dell'inflazione elevata ha messo alla prova la credibilità delle banche centrali

Il persistere dell'inflazione elevata ha messo alla prova la credibilità delle banche centrali, costringendole a intervenire sui tassi d'interesse rapidamente e in modo tardivo. Ma i tassi ufficiali effettivi scontano oggi il raggiungimento di un livello piuttosto restrittivo del 5,0-5,5% negli USA¹ e del 2,25% in Europa entro la metà del 2023, mentre la crescita e l'inflazione rallentano per effetto dell'irrigidimento che si è già trasmesso nel sistema. Crediamo che una pausa dei rialzi dei tassi (la principale fonte di debolezza dei prezzi degli attivi nel 2022) potrebbe offrire un certo sollievo agli asset rischiosi; resta da capire in quale misura.

1. 4,9% in tassi OIS più 50 pb per la riduzione dello stato patrimoniale, utilizzando le stime della Fed

Grafico 2: I tassi di default impliciti sono elevati

Spread tra indici di credito investment grade e tassi di insolvenza



Mantenere una posizione lunga nel credito aziendale europeo di buona qualità, a valutazioni piuttosto depresse, è un'opzione che continuiamo a trovare attraente. Al momento della stesura di questo articolo, gli spread dei titoli societari europei con i rating migliori sono ai livelli della crisi del 2020, con un tasso d'insolvenza implicito di circa 10%, ovvero più di due volte il tasso peggiore a 5 anni e otto volte il tasso medio. Inoltre, e insolitamente per questa fase del ciclo, i rapporti di indebitamento di queste aziende sono bassi e in calo, la copertura degli interessi è elevata e gli stati patrimoniali sono sani. Va notato soprattutto che oggi le aziende non sono soggette a pressioni per ridurre l'indebitamento – ciò che di norma penalizza il credito con il graduale indebolimento del ciclo economico – e si affacciano su una potenziale recessione con flussi di cassa in eccesso e debiti di lunga duration.

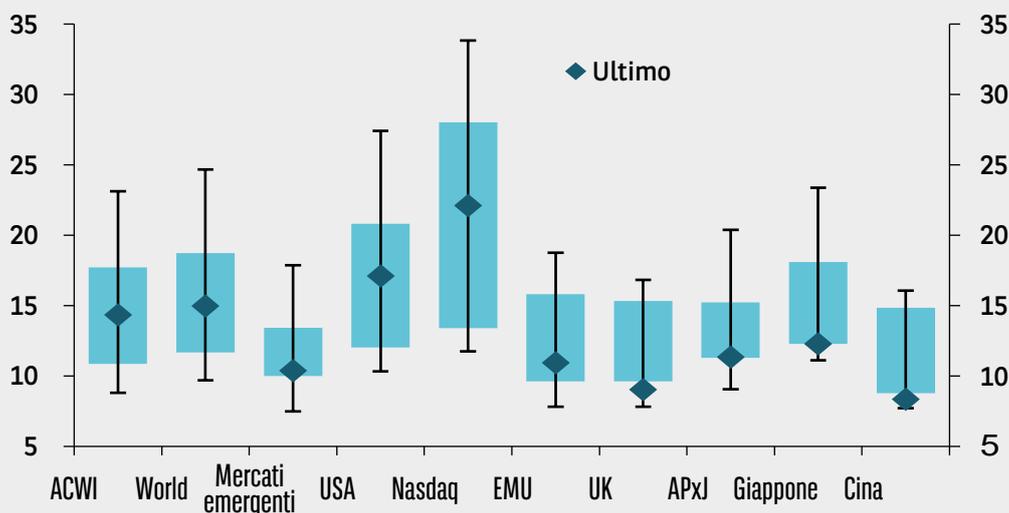
Il nostro giudizio qui è cauto su cosa implichi per gli utili o i flussi di cassa azionari

E questo ci porta esattamente alla seconda domanda sollevata in precedenza, ossia la profondità della prevista correzione della crescita e lo stato dei bilanci delle famiglie, mentre il 2022 volge al termine con un'inflazione in doppia cifra. Alla luce di questo contesto, abbiamo un approccio più cauto, soprattutto per quanto riguarda gli utili. Di conseguenza, non intendiamo investire nelle fasce inferiori delle strutture dei capitali – soprattutto in azioni – nelle aree su cui gravano più sfide, come l'Europa.

Il nostro team di economisti prevede che gli Stati Uniti perderanno tre milioni di posti di lavoro a inizio 2023, con un calo dei libri paga anche di oltre 300.000 unità. Si prevede un continuo indebolimento del mercato residenziale; i tassi sui mutui sono di quasi 400 pb più alti che nell'estate del 2021, e le richieste di mutui sono in netto calo. Le prospettive economiche europee sono altrettanto poco brillanti, con maggiori rischi di ribasso dovuti alla guerra in Ucraina e alla crisi energetica, e con riserve inferiori di risparmi delle famiglie. Conosciamo, dai tempi della crisi

Grafico 3: Le azioni non sono economiche

Rapporto prezzo/utigli forward a 12 mesi Intervallo 10-90° percentile (15 anni)



finanziaria mondiale, l'impatto che un mercato residenziale indebolito può avere sulla crescita; a questo, dobbiamo oggi aggiungere l'effetto dei persistenti incrementi dei canoni di locazione sull'inflazione dei servizi.

Questo contesto macroeconomico sempre più fragile sembra profondamente disconnesso

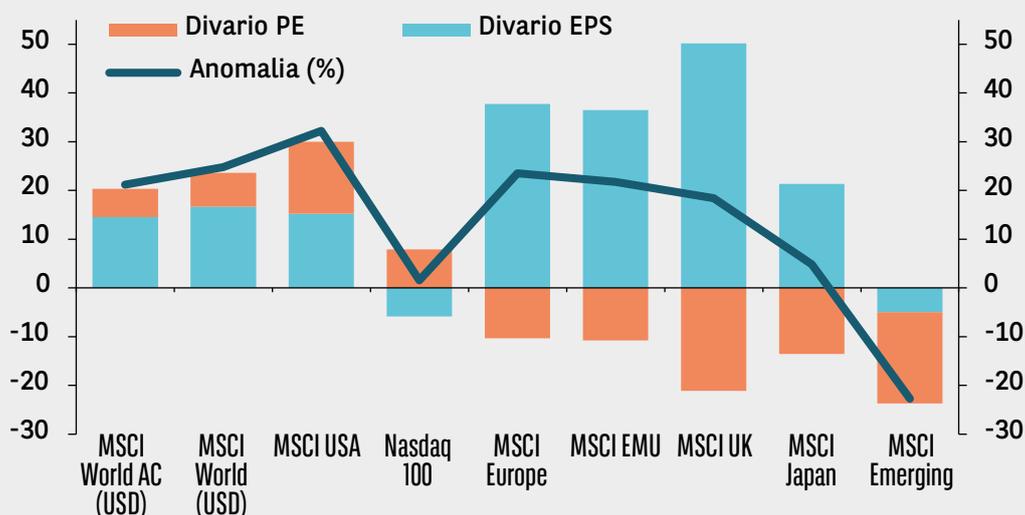
Questo contesto macroeconomico sempre più fragile sembra profondamente disconnesso dalle aspettative sugli utili aziendali relativamente ottimistiche. Di conseguenza, siamo neutrali sui titoli azionari, con una visione estremamente cauta sull'Europa controbilanciata da un maggiore ottimismo verso Cina e Giappone. I titoli azionari hanno generato perdite di total return a due cifre nel 2022 e le valutazioni sono diminuite rispetto ai massimi di gennaio, ma se non fosse stato per le aspettative di crescita positiva degli utili nel 2022 e 2023 le perdite sarebbero state anche maggiori.

Le aspettative sugli utili sono nel migliore dei casi un indicatore coincidente, ma sono oggi troppo elevate a fronte del contesto macroeconomico qui descritto. Disponiamo di diversi approcci per considerare quali dovrebbero essere i livelli degli utili e delle valutazioni nelle diverse fasi del ciclo. Con l'eccezione dell'Asia e, più di recente, dell'indice statunitense Nasdaq, la nostra ricerca indica nuovi ribassi – in termini sia di calo delle valutazioni che degli utili – prima che venga raggiunto il valore equo.

Infine, l'orizzonte di investimento è costellato di rischi geopolitici, che intendiamo monitorare attentamente nel 2023. L'evolvere della guerra in Ucraina e la crisi energetica, l'approccio della Cina a Taiwan e la riapertura dell'economia cinese, le dispute commerciali e il loro impatto sulle catene di fornitura: ognuno di questi sviluppi potrebbe alterare l'andamento dei flussi di cassa e i tassi di sconto. Non si intravedono possibilità di una rapida risoluzione e questi rischi resteranno presumibilmente elevati.

Grafico 4: Importanti anomalie di prezzo in alcuni mercati

Divario EPS e PE vs modello



FOCUS SUL REDDITO FISSO: un nuovo mondo obbligazionario

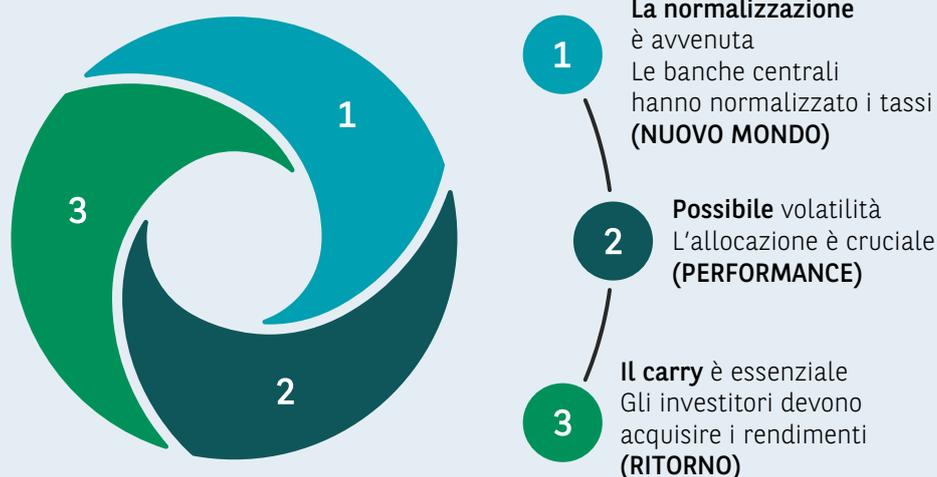
Il reddito fisso ha riportato rendimenti negativi senza precedenti nel 2022, con tutti i settori in perdita (al 10 novembre 2022) a causa della normalizzazione dei tassi ufficiali, dell'impatto negativo della recessione sugli spread di credito e della forte volatilità spinta dagli shock di liquidità. Dopo un mercato rialzista durato più di 50 anni, è emerso un nuovo "mondo" obbligazionario nel quale è oggi possibile realizzare performance assolute positive.

Le banche centrali sono riuscite a normalizzare i tassi d'interesse, per cui non dovrebbero essere necessari ulteriori rialzi significativi rispetto ai livelli attuali. I rendimenti reali quinquennali a cinque anni negli Stati Uniti e nell'Eurozona sono tornati ai massimi registrati all'indomani della crisi finanziaria globale. Di conseguenza, il carry sarà essenziale per generare rendimenti in futuro. Gli investitori devono ricordare che, storicamente, il carry ha sempre rappresentato la maggior parte dei rendimenti totali del reddito fisso. Poiché la transizione verso il nuovo mondo non è completa, tuttavia, è probabile il sussistere di una volatilità elevata a fronte della quale l'asset allocation giocherà un ruolo essenziale. Nel 2023 ci aspettiamo un saliscendi di crescita e inflazione, che richiederà allocazioni diverse a seconda del contesto macroeconomico.

Un ritorno sui mercati del reddito fisso dovrebbe incentrarsi sugli asset core – come gli strumenti del mercato monetario, i titoli di Stato e il credito investment grade – associati a investimenti satellite diversificati in obbligazioni flessibili, green bond e debito dei mercati emergenti.

Tornare a investire nel mercato monetario offre una certa attrattiva grazie alla visibilità dovuta alla duration corta e, oggi, ai rendimenti attraenti visto l'incremento sostanziale dei tassi di breve termine. Entro la fine del 2023 dovremmo assistere negli Stati Uniti a un calo dei tassi d'interesse, che sarà invece meno probabile nell'Eurozona. Riteniamo che il credito investment grade dell'Eurozona sia interessante, in quanto gli spread (al momento della stesura di questo documento) sono commisurati a tassi di default molto più elevati di quelli che a nostro avviso verranno effettivamente registrati.

Grafico 1: Temi dei mercati obbligazionari per il 2023



SOSTENIBILITÀ



JANE AMBACHTSHEER
Global head of sustainability



ALEXANDER BERNHARDT
Global head of sustainability research

L'evoluzione della finanza sostenibile

All'inizio del 2005, il Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, invitò alcuni dei principali investitori istituzionali al mondo a contribuire alla formulazione dei Principles for Responsible Investment (PRI). Solo pochi anni dopo, gli eccessi di un sistema finanziario scarsamente regolamentato avrebbero innescato una crisi economica globale, rimettendo in discussione molti dei modelli finanziari utilizzati fino a quel momento. A posteriori, era giunto il momento che il mondo finanziario si interrogasse su alcuni degli eccessi di cui era responsabile in termini di comportamenti aziendali. Da allora, il numero dei regolamenti correlati agli investimenti sostenibili è decuplicato. Analizziamo questa evoluzione e ciò che ci attende in futuro.

La grande crisi finanziaria sollevò importanti domande in merito al ruolo della finanza. Per lungo tempo, il settore aveva interpretato il proprio dovere fiduciario nei confronti dei clienti come un obbligo di "massimizzare" i rendimenti finanziari per i "beneficiari", spesso con un orizzonte temporale di alcuni trimestri o pochi anni.

Dal 2005 in poi, nel settore si è acceso il dibattito in merito all'impatto di un'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) in questo dovere fiduciario. La discussione è stata anche influenzata da dibattiti paralleli circa le tempistiche entro le quali puntare alla massimizzazione dei rendimenti e per quali beneficiari.

Nel 2005, la ricerca disponibile per comprendere l'impatto finanziario delle considerazioni ESG era relativamente scarsa e superficiale. Da allora, le nostre conoscenze sono aumentate in modo esponenziale.

C'è molto da fare per realizzare l'integrazione ESG con una forza e precisione adeguate in tutti i portafogli

Fattori ESG e risultati d'investimento

Possiamo oggi affermare con una certa sicurezza che l'integrazione ESG – a livello aziendale e di fondi – porta, nella maggior parte dei casi, a generare [risultati finanziari migliori](#). Grazie soprattutto agli sforzi del PRI e di altri gruppi settoriali, il dibattito sul dovere fiduciario è stato sostanzialmente “risolto”. Investitori responsabili del controllo di oltre [100 mila miliardi di USD](#) in asset hanno sottoscritto ai massimi livelli questa prefazione ai sei principi del PRI:

“In quanto investitori istituzionali, abbiamo il dovere di agire nel migliore interesse di lungo termine dei nostri beneficiari. In questo ruolo fiduciario, crediamo che le problematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) possano influenzare le performance dei portafogli d'investimento (in misure diverse tra le società, i settori, le regioni, le asset class e nel corso del tempo). Siamo anche consapevoli che applicare questi Principi potrebbe allineare al meglio gli investitori con gli obiettivi della società più ampia.”

Mentre il settore degli investimenti è in linea di principio unanime nel concordare, molto resta da fare per realizzare un'integrazione ESG solida e accurata nei portafogli. Il divario tra ambizione e realtà è alla base di gran parte delle recenti critiche ai principi ESG dovute a dichiarazioni fuorvianti da parte di alcuni investitori – il cosiddetto “greenwashing”, o ambientalismo di facciata – nonché alla confusione dei dati disponibili. I regolatori hanno incrementato gli sforzi per fare chiarezza sulla definizione e l'applicazione della “sostenibilità” e i regolamenti sull'investimento sostenibile sono aumentati a livello globale da meno di 50 nel 2015 a più di 500 oggi.¹

Affrontare le critiche ai principi ESG

Analizziamo qui alcune delle critiche; spesso sono eccessive e meritano di essere considerate in modo più approfondito sulla base di quanto segue:

- **I principi ESG hanno attratto l'attenzione, non sono stati una distrazione.** Gli sforzi di integrazione ESG hanno portato alla luce problematiche quali il rischio climatico e la diversità. Questo, con tutta probabilità, ha accelerato gli interventi delle aziende e delle autorità, anziché essere fonte di distrazione rispetto a tali tematiche.
- **Qual è l'obiezione?** Va riconosciuto che molti indicatori ambientali e sociali sono peggiorati negli ultimi [20 anni](#). Ma ambiente e società sarebbero stati migliori se il settore degli investimenti avesse ignorato le considerazioni ESG come avveniva generalmente prima del 2004? È poco probabile.
- **ESG: solo dati.** Al livello più basilare, gli indicatori ESG comunicano informazioni “spassionate” sulla gestione aziendale che possono avere un impatto significativo sui risultati. È vero, i dati spesso non sono ampiamente divulgati, vengono raramente verificati e si prestano a interpretazioni diverse. Ma, adeguatamente analizzati, questi dati possono comunicare agli investitori più attenti informazioni importanti e negoziabili, in grado di generare sovraperformance.

1. Fonte: PRI responsible investment regulation database, 2021
<https://www.unpri.org/policy/regulation-database>

- **Non è una questione di commissioni.** Secondo alcuni critici, gli operatori del settore utilizzerebbero gli approcci ESG come scusa per farsi pagare di più. Ora, questo può essere vero per alcuni fondi passivi e i loro equivalenti ESG, ma non esistono dati che avvalorino questa critica per la maggior parte dei fondi ESG a gestione attiva. Nella maggior parte dei casi, i fondi ESG hanno [prezzi simili](#) ai fondi standard equivalenti.
- **ESG: oltre le emissioni.** Sebbene possa essere considerato il più importante, il cambiamento climatico non è l'unico rischio sistemico. Ad esempio, se riuscissimo a ridurre le emissioni ma esacerbassimo le disuguaglianze, non faremmo altro che scambiare/prediligere un rischio sistemico per un altro.

La capacità di generare rendimenti sostenibili dipende da un pianeta e una popolazione sani

Un passo necessario per la finanza sostenibile

Prima di ESG, c'era l'Investimento socialmente responsabile (SRI), che puntava alla creazione di un sistema economico equo e sostenibile. Con l'avvento del PRI, l'attenzione si è spostata sui fattori ESG, di fatto eliminando le nozioni di responsabilità e irresponsabilità per concentrarsi sul risultato finale e sui rischi e premi finanziari insiti nella considerazione di questi fattori.

Il successo del movimento ESG ha aperto la strada a un dibattito più ampio sul futuro [della finanza sostenibile](#). Il cerchio si sta chiudendo: ci allontaniamo dalle considerazioni puramente finanziarie sull'integrazione ESG, per riconoscere che gli investitori hanno un impatto reale sul mondo e che la loro capacità di generare rendimenti sostenibili dipende da un pianeta, e da una popolazione, sani. Oltre 270 asset manager, con AUM per un valore di circa 61 mila miliardi di USD, si sono ad oggi impegnati a creare portafogli a emissioni nette zero entro il 2050, sottoscrivendo l'iniziativa Net Zero Asset Managers.²

Senza gli sforzi del PRI e di altri gruppi settoriali, le questioni ESG non sarebbero oggi nell'agenda della maggior parte dei consigli di amministrazione, né verrebbero intraprese azioni politiche per garantire la trasparenza ESG e incoraggiare l'investimento in soluzioni sostenibili. Rileviamo anche che non sono ancora stati compiuti i progressi necessari verso un'economia a basso tenore di carbonio, sostenibile dal punto di vista ambientale e inclusiva di cui abbiamo collettivamente bisogno per garantire rendimenti nel lungo termine. In altre parole, c'è ancora molto da fare. L'eccezionale crescita del "settore ESG" ha imposto un dibattito atteso da tempo sull'intersezione tra il benessere della società e gli investimenti. Quel che era vecchio è tornato nuovo e, speriamo, appena in tempo.

2. [Net Zero Asset Managers initiative publishes initial targets for 43 signatories as the number of asset managers committing to net zero grows to 273](#) - The Net Zero Asset Managers initiative

INVESTIMENTO TEMATICO AMBIENTALE



ULRIK FUGMANN

Co-head environmental
strategies group



EDWARD LEES

Co-head environmental
strategies group

La storia può aiutare a valutare il futuro

Comprendere i motori di traino delle rivoluzioni industriali del passato può essere particolarmente utile per valutare le opportunità d'investimento di lungo termine, come quelle presentate dagli effetti del cambiamento climatico e dell'attuale crisi energetica. Quali lezioni possono apprendere gli investitori dalla storia dell'economia?

Anche tra tutti gli ostacoli dovuti alle crisi, come gli stress sulle forniture di beni alimentari e di energia e i fenomeni climatici estremi, il mondo è prossimo a una nuova rivoluzione industriale, che potrebbe consentire un utilizzo più efficiente delle capacità – e delle risorse – portando a un futuro più verde e sostenibile.

L'“Industria 4.0” – con innovazioni come le fabbriche intelligenti, i sistemi autonomi, la stampa 3D e l'apprendimento automatico – promette di fornirci gli strumenti per ricostituire la biosfera, incrementare la sicurezza energetica e alimentare e migliorare gli standard di vita e le opportunità di lavoro.

Sembra anche destinata ad aprire la strada a un'economia della condivisione, con approcci open source alle informazioni e all'innovazione, in grado di accelerare il cambiamento anche in termini di transizione energetica. Un esempio pratico: in uno scenario di questo tipo, meno persone possiederanno automobili e, semplicemente, noleggeranno un veicolo (presumibilmente elettrico autonomo) quando ne avranno necessità.

La strada verso l'Industria 4.0

Progressi di tale portata richiederanno investimenti massicci. Tuttavia, valutare quali saranno le aziende "vincenti" nel lungo termine e riuscire a evitare le mode di breve durata potrebbe essere problematico: uno sguardo alle rivoluzioni del passato può aiutarci.

La prima rivoluzione industriale – in Inghilterra tra il 1760 e il 1860 – trainata dai progressi tecnologici, dall'istruzione e dalla crescente disponibilità di capitale, trasformò il Paese nel "laboratorio mondiale", portando con sé un sostanziale incremento del reddito reale pro capite.

La seconda rivoluzione industriale – negli Stati Uniti a partire dagli anni 1850 – fu alimentata da fattori quali l'elettrificazione, la produzione di petrolio greggio, la rapida diffusione della telefonia e la produzione di veicoli tramite catene di montaggio. Questi fattori spinsero l'ascesa del Paese a ruolo di superpotenza mondiale.

Entro i primi anni 2000, il potenziale produttivo dell'infrastruttura sulla quale era stata costruita la seconda rivoluzione industriale si era esaurito ed emerse una nuova infrastruttura tecnologica, fondata su computer, reti informatiche e robotica. Da qui, i semi dell'[Industria 4.0](#).

Quest'ultima rivoluzione potrebbe essere trasformativa per le economie, l'ambiente e il modo in cui le società sono organizzate

Grafico 1: La quarta rivoluzione industriale è già iniziata

Prima	1760-1860	Rivoluzione industriale
• Forza vapore, energia idraulica, meccanizzazione		
Seconda	1850-1914	Rivoluzione tecnologica
• Elettrificazione, produzione di massa, divisione del lavoro		
Terza	1969-2000	Rivoluzione digitale
• Computer, Internet, automazione		
Quarta	2010-Oggi	Industria 4.0
• Sistemi cyber-fisici, Internet delle cose, robotizzazione		

Quest'ultima rivoluzione potrebbe essere trasformativa per le economie, l'ambiente e il modo in cui le società sono organizzate. I progressi tecnologici contribuiranno a ridurre quasi a zero (o comunque a un importo marginale) i costi per produrre e consegnare sempre più beni e servizi.

Nel prossimo decennio, le infrastrutture dell'Industria 4.0 sembrano destinate a espandersi fino a includere, ad esempio, le automobili a guida autonoma, che utilizzano energia rinnovabile a basso prezzo su reti di trasporto intelligenti. Questo dovrebbe consentire alle persone di condividere la mobilità, ma anche le comunicazioni e l'energia.

Identificare temi e vincitori

Come possiamo identificare le aziende in grado di sopravvivere e di prosperare per i prossimi 10-20 anni?

A nostro avviso, la storia ha dimostrato che il ritmo dei cambiamenti tecnologici e dei ribassi dei costi, spesso, ha superato le aspettative. Si veda, ad esempio, la quota di elettricità generata da fonti rinnovabili rispetto al totale della generazione elettrica statunitense. Le soluzioni ambientali, come l'idrogeno verde, l'energia fotovoltaica e le bioplastiche stanno rivoluzionando la produzione manifatturiera e le catene di fornitura e trasformando i comportamenti dei consumatori globali.

Comprendere questa trasformazione sempre più rapida contribuisce a informare le nostre decisioni d'investimento.

Comprendere questa trasformazione sempre più rapida – e, in modo particolare, il suo impatto sui settori interessati – contribuisce a informare le nostre decisioni d'investimento. Puntiamo a beneficiare della penetrazione delle tecnologie trasformative, dei tassi di crescita che questi progressi portano per i settori e le aziende e di ciò che tutto questo significa per i loro cicli di vita.

Trovare le aziende vincenti richiede ricerca, mentalità aperta e la capacità di analizzare sfide e opportunità da prospettive diverse. Inoltre, significa possedere la convinzione necessaria a puntare rigorosamente su risultati ambientali positivi.

È necessaria una comprensione più approfondita, ad esempio, della portata – e, soprattutto, dell'interconnessione – delle sfide poste dalla crisi energetica e delle opportunità che la stessa crea, quali una transizione più rapida verso le fonti di energia rinnovabili e prodotte localmente.

Comprendere in modo esaustivo le fasi di trasformazione, del passato e attuali, ci può aiutare a identificare i potenziali vincitori, in termini di investimento, della prossima era a carbonio zero. E siamo convinti che la gestione attiva degli investimenti sia fondamentale per identificare le aziende in grado di sovraperformare.

DISRUPTIVE TECH



PAM HEGARTY
Portfolio manager



VINCENT NICHOLS
Investment specialist

Prevalgono i driver di crescita secolari

Le prospettive per il settore tecnologico nel 2023 sono difficili da valutare, alla luce dei grandi fattori di rallentamento macroeconomici e geopolitici. Tuttavia, continuiamo a confidare nella sostenibilità dei driver di crescita secolari alla base della nostra strategia – cloud computing, intelligenza artificiale, automazione e Internet delle cose – nonché nelle tecnologie fondazionali che abilitano questi temi. I leader e i beneficiari della trasformazione digitale produrranno crescita dei ricavi, utili, flussi di cassa e rendimenti superiori in un orizzonte d’investimento di lungo termine.

Per gran parte del 2022, il settore tecnologico ha sottoperformato il mercato più ampio sulla scia del rialzo dei tassi d’interesse. Di conseguenza, le valutazioni si sono ridotte e non è rimasto praticamente alcun “eccesso”, soprattutto nei settori dei semiconduttori e del software.

Sebbene siano probabili revisioni al ribasso degli utili sulla scia del rallentamento economico, crediamo che il settore potrebbe sovraperformare, considerando la resilienza storica degli utili del comparto tecnologico nel corso delle fasi di recessione. Con la graduale decelerazione della crescita, gli investitori potrebbero essere nuovamente disposti a pagare di più per approfittare di una crescita di buona qualità.

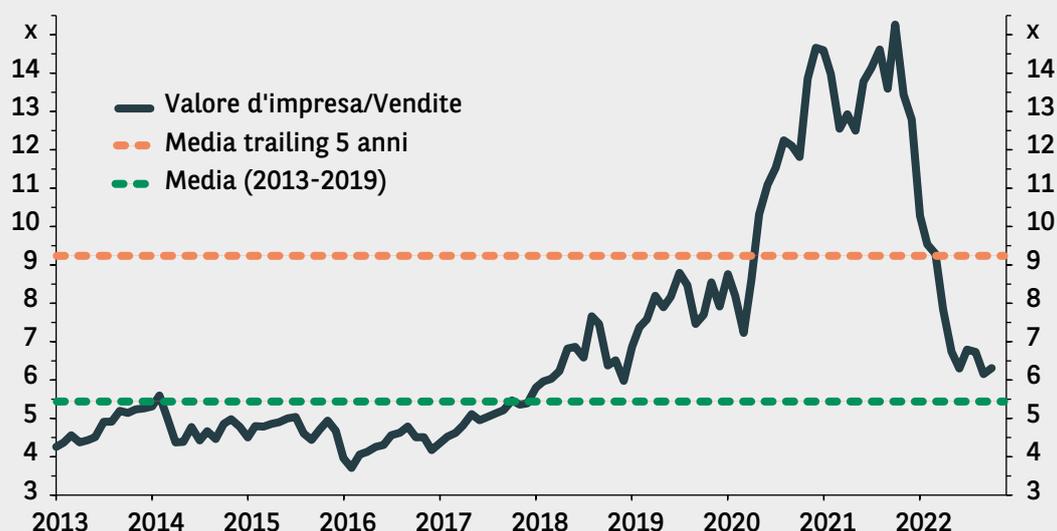
Opportunità con l'arrivo del 2023

1. L'adozione del cloud computing, dell'intelligenza artificiale (IA), dell'automazione e di Internet delle cose prosegue, spinta dalle aziende che si adoperano per risparmiare sui costi e prendere decisioni più lungimiranti.
2. L'importanza strategica della trasformazione digitale dovrebbe dare resilienza alle spese informatiche delle aziende. Gartner prevede una crescita del 5% delle spese IT nel 2023. La cybersicurezza è una delle aree che a nostro avviso dimostreranno una buona capacità di tenuta.
3. La domanda di semiconduttori potrebbe essere resiliente nei mercati finali, tra cui il settore automotive (dove i contenuti elettronici aumentano e le scorte restano basse) e i centri dati (in funzione della capacità di tenuta delle spese a supporto delle iniziative cloud e IA).
4. Le valutazioni appaiono attraenti. Stimiamo che il rapporto tra valore d'impresa e vendite stimate sui dodici mesi successivi dei titoli del segmento software in Nord America tornerà a quasi 6x. Un valore vicino ai livelli del 2013-2018 e del 32% al di sotto della media dei cinque anni più recenti (Grafico 1).
5. La maggior parte dei titoli di società dei semiconduttori sono scambiati a livelli vicini (o inferiori) ai nostri scenari peggiori, dal momento che gli investitori hanno scontato le correzioni delle scorte in tutti i mercati finali.
6. I rendimenti reali di duration lunga hanno probabilmente raggiunto i picchi. Quindi, anche mentre la Federal Reserve USA continuerà ad alzare i tassi, non necessariamente le valutazioni diminuiranno ulteriormente. Inoltre, la crescita tornerà a scarseggiare, riportando con tutta probabilità gli investitori a gravitare verso i titoli growth di qualità.

La spesa IT e la domanda di semiconduttori dovrebbero dimostrarsi resilienti, mentre le valutazioni sembrano convincenti

Grafico 1: Drastico miglioramento delle valutazioni dei titoli software

Rapporto medio EV-NTM Sales delle azioni del segmento software in Nord America



Dati al 25 ottobre 2022. Fonte: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Quali sono i rischi?

1. I tassi d'interesse reali potrebbero aumentare ulteriormente, sortendo un effetto negativo sulle valutazioni degli asset di lunga duration.
2. La debolezza delle spese dei consumatori in PC e smartphone di bassa gamma potrebbe diffondersi ai clienti commerciali e aziendali, nonché ad altri mercati finali.
3. I beneficiari di COVID, ad esempio il settore dell'e-commerce, potrebbero continuare a sottoperformare con il graduale ritorno della crescita verso i trend pre-pandemia.
4. La guerra in Ucraina, la disputa commerciale tra Cina e USA e i movimenti autoritaristici e sovranisti, inclusi i nazionalismi rispetto alle catene di fornitura, stanno creando incertezze.
5. La regolamentazione continua a rappresentare un rischio.

Siamo fiduciosi che i motori di crescita secolari domineranno rispetto ai timori ciclici di breve termine nell'arco di un orizzonte d'investimento di tre anni o più

In sintesi

Crediamo che la ricerca fondamentale bottom-up sui titoli, unita a una buona disciplina di costruzione dei portafogli siano l'approccio migliore per muoversi attraverso le incertezze. Stiamo riesaminando i modelli finanziari delle aziende per verificarne la resistenza agli scenari di recessione e assicurarci che i nostri prezzi target siano conservativi.

Abbiamo analizzato le nostre partecipazioni in base al loro potenziale di crescita dei ricavi e stabilità per i prossimi tre anni e alla solidità della loro "posizione dominante", nonché al loro posizionamento competitivo e alla solidità dello stato patrimoniale. Siamo investiti in aziende di qualità elevata, con crescita stabile e posizioni di mercato dominanti. Per quanto riguarda i titoli growth più speculativi e con flussi di cassa di duration più lunga, deteniamo posizioni modeste.

Cerchiamo i titoli di società che hanno ridotto il rischio o vantano motori di traino idiosincratici che si dimostreranno resilienti in una recessione. Tra gli esempi, Micron Technology¹, soggetta a forti revisioni al ribasso degli utili e il cui titolo è oggi scambiato poco oltre il valore contabile, e First Solar, che ha contrattualizzato tutta la produzione per i prossimi due anni e potrebbe espandere la propria capacità produttiva grazie ai crediti d'imposta negli Stati Uniti.

Siamo fiduciosi che i motori di crescita secolari domineranno rispetto ai timori ciclici di breve termine nell'arco di un orizzonte d'investimento di tre anni o più. Ci concentriamo sulle partecipazioni in società leader o beneficiarie sostenibili della trasformazione digitale, con vantaggi competitivi duraturi e scambiate a valutazioni appetibili.

1. Questi titoli sono menzionati a soli fini illustrativi. Le strategie di BNP Paribas Asset Management potrebbero detenere o non detenere posizioni in tali titoli. Il valore degli investimenti e il rendimento da essi generato possono aumentare o diminuire ed è possibile che gli investitori non recuperino l'importo originariamente investito. Le performance passate non costituiscono garanzia di rendimenti futuri

CINA



CHI LO

Senior market strategist APAC

La deglobalizzazione nel contesto del “decoupling dalla Cina”

Il c.d. disaccoppiamento dalla Cina è un tema di mercato dominante dall’inizio della disputa commerciale tra Cina e USA nel 2018, con alcuni grandi Paesi sviluppati intenzionati a rimpatriare la loro produzione globale. Questo ha sollevato timori di deglobalizzazione, ossia la frammentazione delle catene di fornitura e la decelerazione del commercio e degli investimenti transfrontalieri. Questi sviluppi hanno rimesso in discussione i meriti di un investimento in Asia, inclusa la Cina, situata al centro di molte catene di fornitura globali, scrive Chi Lo, senior market strategist per la regione APAC.

Le limitazioni sui trasferimenti di tecnologie – tra le altre misure di restrizione del commercio – rappresentano oggi l’incertezza maggiore per l’Asia, dal momento che un terzo delle sue esportazioni interessa proprio l’elettronica e altri prodotti tecnologici.

La crisi di Covid-19 ha aggravato i timori sulle prospettive per il settore manifatturiero asiatico, interrompendo le catene di fornitura globali e creando carenze di qualsiasi prodotto, dai materiali edili alle componenti auto ai semiconduttori.

Lo spostamento delle catene di fornitura asiatiche

Sebbene questi timori abbiano indotto alcune grandi aziende a ridurre il sourcing o le attività manifatturiere in Asia per spostarli altrove, non identifichiamo un disaccoppiamento su larga scala dalla regione o dalla Cina.

Innanzitutto, contrariamente alle aspettative secondo cui la guerra commerciale e la pandemia avrebbero ostacolato il commercio bilaterale sino-statunitense, questo è in realtà aumentato da 620 miliardi di USD annualizzati nel giugno 2018 a 801 miliardi di USD nell’agosto 2022. Un andamento parzialmente dovuto al fatto che le spedizioni dagli USA alla Cina sono aumentate, nonostante gli acquisti cinesi siano stati inferiori [all’accordo cosiddetto di Fase 1](#) stipulato nel gennaio 2020.

In secondo luogo, anziché ridurre la loro dipendenza dalle catene di fornitura asiatiche, gli importatori USA hanno incrementato le importazioni dalla regione ASEAN più ampia.¹ I flussi degli investimenti esteri diretti (FDI) verso la Cina sono aumentati negli ultimi sei anni (Grafico 1).

Acquistare di più dalla regione ASEAN non significa acquistare meno dalla Cina o "sganciarsi" dal Paese

Nessun disaccoppiamento

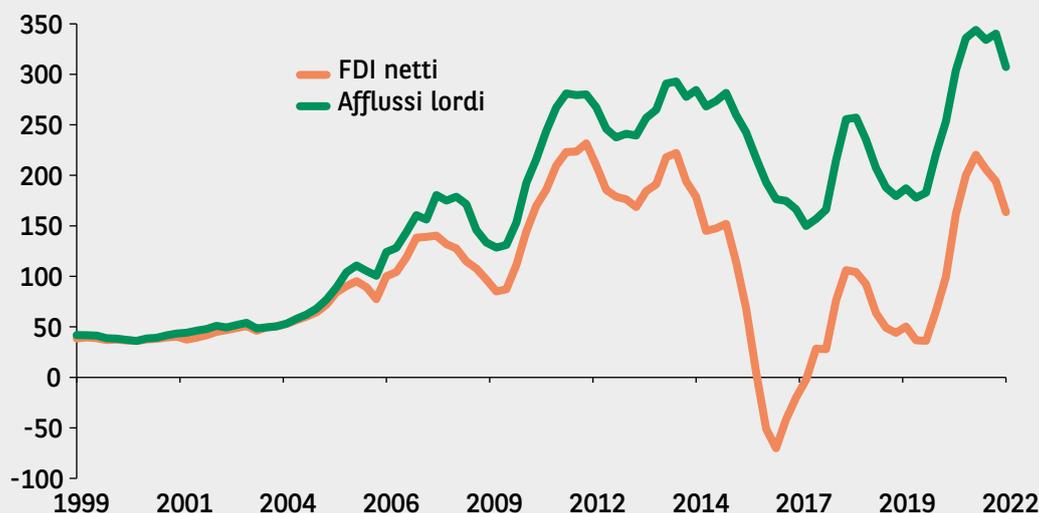
Acquistare di più dalla regione ASEAN non significa acquistare meno dalla Cina o "sganciarsi" dal Paese. Anzi, questo cambiamento del modello delle importazioni illustra la strategia cosiddetta Cina + 1, nella quale le società continuano a produrre in Cina per il mercato locale, spostando una parte della capacità nella regione ASEAN.

Il trasferimento è un mezzo per gestire le interruzioni delle catene di fornitura dovute a questioni economiche e politiche e, più di recente, a Covid-19. Questo si rispecchia nei crescenti flussi di FDI verso i Paesi ASEAN. Il persistere degli investimenti in Cina avalla la nostra visione di lungo corso dell'"investire in Cina per la Cina" da quando, nel 2016, gli Stati Uniti hanno ridefinito la loro politica sulla Cina da impegno costruttivo a competizione strategica.

È importante notare che una grossa quota dei flussi di FDI verso i Paesi ASEAN proviene dalla Cina, responsabile oggi del 40% del totale rispetto a solo il 10% pochi anni fa. Un fatto che, in realtà, rafforza l'integrazione della catena di fornitura tra la regione ASEAN e la Cina anziché indebolirla. In precedenza, i componenti venivano spediti dai Paesi ASEAN alla Cina, la quale a sua volta li rivendeva nei mercati mondiali,

1. Paesi membri della regione ASEAN includono: Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam

Grafico 1: I flussi di FDI verso la Cina sono continuati - Nessun segnale di decoupling
(dati bilancia dei pagamenti, mld USD, somma rolling 4 trimestri)



diventando a tutti gli effetti la “fabbrica del mondo”. Oggi questo processo sembra aver invertito la rotta: la Cina rifornisce i paesi ASEAN di prodotti che alimentano le esportazioni della regione in tutto il mondo. Questo cambiamento del processo di integrazione delle catene di fornitura ha ampliato la “fabbrica del mondo” a includere anche il resto dell’Asia.

Il persistere degli investimenti in Cina avalla la nostra visione di lungo corso dell’“investire in Cina per la Cina”

Implicazioni

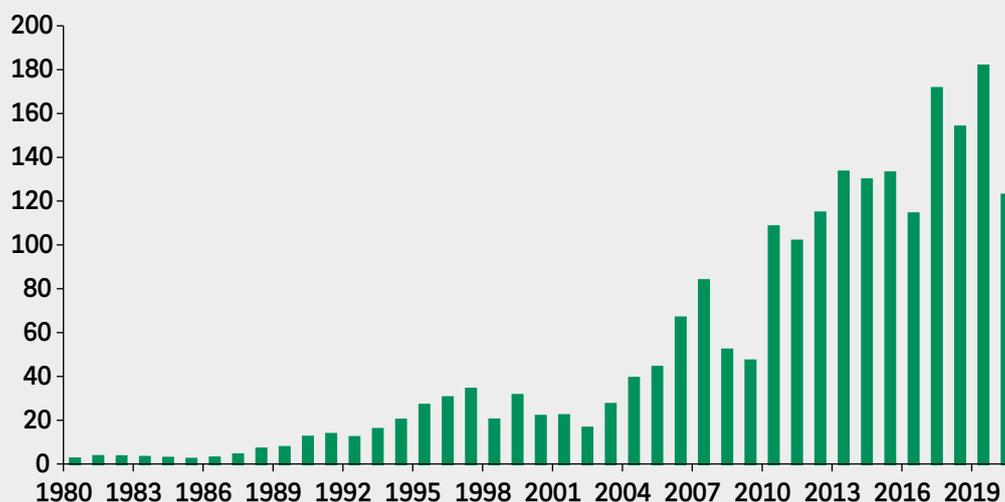
Lo spostamento delle catene di fornitura asiatiche riflette anche la strategia cinese della “doppia circolazione”. Pechino punta a sfruttare l’impeto della sua crescita interna per alimentare la crescita nazionale e regionale. Questo potenziale rappresenta una solida base per gli investimenti di lungo termine nell’Asia emergente e in Cina.

Da un punto di vista macroeconomico, questo sviluppo si tradurrà presumibilmente in stretti legami economici infraregionali, rimettendo in discussione il trend della deglobalizzazione. Con l’intensificarsi dei timori sull’inflazione e le pressioni dei prezzi degli input che gravano sulle aziende, i vantaggi di costo derivanti dal sourcing in Asia, le cui catene di fornitura si sono ulteriormente integrate con la Cina, diventano sempre più evidenti.

Stanno avvenendo sottili cambiamenti che trasformeranno l’Asia in un hub produttivo emergente per i mercati mondiali. Vediamo, ad oggi, pochi segnali di un disaccoppiamento globale e regionale dalla Cina. Dal Regno di Mezzo ci si può allontanare, mai nascondersi.

Grafico 2: Incremento degli afflussi di FDI verso Paesi ASEAN

(in mld USD; dati bilancia dei pagamenti)



PRIVATE MARKETS



KAREN AZOULAY

Head of infrastructure debt

La resilienza dei mercati privati: il debito infrastrutturale

Quasi 10 mila miliardi di USD sono stati investiti in questi mercati, ossia in quella che è diventata un'asset class globale sempre più diversificata, dai prestiti alle imprese, alle attività reali, alla finanza strutturata e altri strumenti. In questo articolo ci concentriamo sul debito infrastrutturale.

Nel contesto fatto di caccia al rendimento e fabbisogno di qualità nei portafogli, il segmento del debito privato sta diventando sempre più rilevante. Avendo riportato una crescita del 13-14% l'anno nell'ultimo decennio, gli attivi in gestione (AUM) del debito privato superano oggi di gran lunga 1.000 miliardi di USD.

In quanto asset class, il debito privato ha mostrato resilienza nel corso di interi cicli economici. Ad esempio, è stata l'unica asset class dei mercati privati ad aver aumentato la raccolta fondi ogni anno dal 2011, anche durante la pandemia.

Per gli investitori disposti a impegnare il loro denaro per periodi più lunghi, il debito privato può essere una buona fonte di diversificazione dei portafogli, offrendo una volatilità contenuta e scarsa correlazione con i mercati dei titoli quotati. Altre fonti di attrattiva sono il valore relativo interessante, i flussi di cassa indicizzati all'inflazione e il premio di illiquidità rispetto agli asset quotati.

Di questo segmento fanno parte anche gli strumenti a tasso variabile, potenzialmente più attraenti delle obbligazioni vanilla, in quanto la cedola è collegata a un tasso base e può aumentare in un contesto di rialzo dei tassi d'interesse.

Servizi essenziali a prova di recessione

Storicamente, il debito infrastrutturale ha dimostrato di essere un porto sicuro. Il segmento offre una gamma diversificata di esposizioni a molti settori difensivi (Grafico 1) e con diversi profili di rischio-rendimento.

Complessivamente, crediamo che questo segmento sia ben posizionato in vista di una recessione, per gli stessi motivi per cui ha saputo navigare la pandemia meglio di altre asset class: molti progetti infrastrutturali sono finalizzati a servizi essenziali, necessari tanto nei periodi di prosperità quanto in tempi di ristrettezze. In altre parole, la popolazione ha bisogno di reti ferroviarie, di energia per illuminare e riscaldare la casa, ecc. anche nei periodi più difficili.

Crediamo che il debito infrastrutturale sia ben posizionato in vista di una recessione

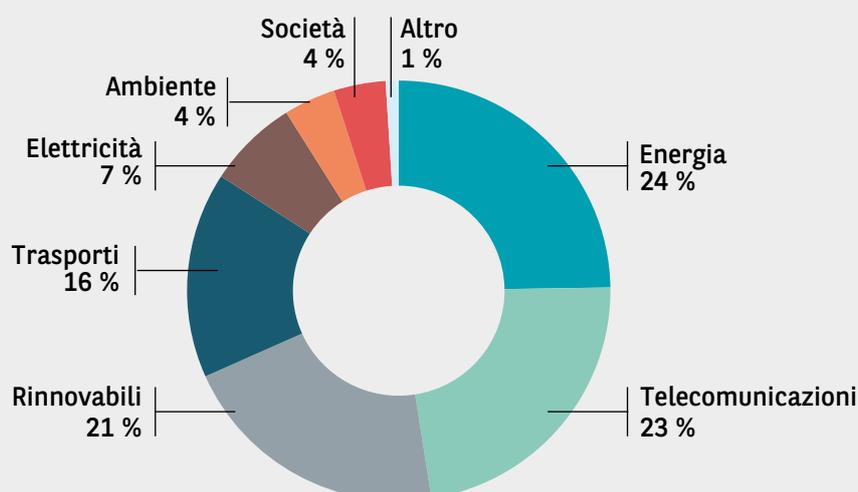
In quanto investimenti, gli asset infrastrutturali – dalle reti in fibra ottica ai parcheggi, alle utility e alle strade – sono caratterizzati da alte barriere all'ingresso: il completamento dei progetti richiede somme ingenti, tenendo così a bada la concorrenza. Spesso, tali progetti coinvolgono posizioni di mercato monopolistiche e prevedono tariffe regolamentate, e i flussi di cassa di lunga data nel corso dei cicli economici offrono stabilità agli investitori.

Infrastrutture verdi

Il debito infrastrutturale è collegato anche ad aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Molti asset infrastrutturali sono fondamentali ai fini della transizione energetica e della digitalizzazione, anche sulla scia degli obiettivi di decarbonizzazione e dello zero netto entro il 2050 fissati dall'Unione Europea.

Questi obiettivi guidano le decisioni d'investimento: oltre alle ingenti somme richieste per eliminare gradualmente l'energia convenzionale nel settore delle utility, sarà necessario costruire più infrastrutture a energie rinnovabili nei prossimi decenni,

Grafico 1: Finanziamento di asset infrastrutturali core.
Ripartizione settoriale in Europa



ad esempio per le flotte elettrificate e il crescente utilizzo dell'idrogeno (verde). Per quanto riguarda il ruolo della digitalizzazione nel processo di decarbonizzazione, l'analisi dei dati può contribuire a migliorare l'efficienza (energetica).

Il nostro quadro ESG proprietario è stato interamente integrato nel processo di selezione degli investimenti; prevede un'analisi esaustiva e dettagliata da parte del nostro Sustainability Centre, nonché la valutazione di un consulente indipendente circa l'impatto di ogni investimento in funzione delle emissioni indotte ed evitate, del contributo ambientale netto e dell'allineamento delle temperature con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Il debito infrastrutturale junior – che offre rendimenti più elevati e simili a quelli delle azioni – potrebbe rappresentare un'opzione attraente.

Debito junior per superare la tempesta

Negli ultimi 10 anni, il debito infrastrutturale ha offerto rendimenti costantemente più elevati delle obbligazioni quotate, anche in virtù del rendimento addizionale che gli investitori percepiscono per rinunciare alla flessibilità dei mercati pubblici. Mentre i rendimenti del debito infrastrutturale sono rimasti piuttosto costanti, i rialzi dei tassi delle banche centrali hanno incrementato i rendimenti sui titoli di Stato e le obbligazioni societarie, indebolendo il premio di rendimento.

Per gli investitori alla ricerca di un rendimento simile a quello dei titoli societari con rating equivalenti, questo ha complicato la scelta tra le due asset class. Tuttavia, siamo convinti che il debito infrastrutturale junior – che offre rendimenti più elevati e simili a quelli delle azioni, mantenendo al contempo le tutele tipiche del debito, quali i covenant, e un rischio più contenuto – potrebbe rappresentare un'opzione attraente.

Identifichiamo crescenti opportunità nel segmento telecom: in Europa vengono diffusamente distribuite reti in fibra di vetro, mentre l'esplosione dell'utilizzo dei dati e la nuova tecnologia 5G necessitano di centri dati e torri cellulari. Complessivamente, ci attendiamo un'ulteriore espansione del debito infrastrutturale, non da ultimo in virtù del continuo incremento del fabbisogno di finanziamenti legati alla transizione energetica e alla decarbonizzazione.



ASSET CLASS OVERVIEW

Performance annuali sulla base dei rendimenti totali in EUR (al 31 ottobre 2022)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
	21.2%	32%	11.5%	15.6%	8.4%	0.1%	30%	6.7%	36.9%	14.1%	 Performance +  Performance -
	6.5%	19.5%	10.4%	10.7%	7.5%	-0.2%	25.3%	6.3%	31.1%	-8.0%	
	0%	8.4%	1%	10.1%	3.7%	-2.7%	13.3%	5.7%	25.6%	-14.4%	
	-0.1%	7.5%	-0.5%	8.1%	0.3%	-3.8%	9.2%	4.8%	2.5%	-14.7%	
	-0.1%	2.6%	-0.7%	4.6%	-0.2%	-4.1%	4.5%	-5.2%	-1.7%	-16.3%	
	-9.8%	-17.8%	-25.9%	2.3%	-2.1%	-13.7%	4.3%	-15.8%	-3.1%	-18.8%	

- Global government bonds (H)
- Global corporate bonds (H)
- Global corporate high-yield (H)
- Commodities (H)
- Developed equities (UH)
- Global real estate (UH)

H: hedged; UH: unhedged

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

Indici utilizzati: global real estate (RNLG), developed equities (MSDEWIN), global government bonds (SBWGEC), global corporate bonds (LGCPTREH), global corporate high-yield (LG30TRUH), commodities (BCOMHET); Ticker Bloomberg tra parentesi
I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti correnti o di quelli futuri.

PRODUCTION

Daniel Morris, chief market strategist, co-head Investment Insights Centre

Andrew Craig, co-head Investment Insights Centre

Haktan Asalioglu, publication manager - Investment Insights Centre

Nieck Ammerlaan, content manager - Investment Insights Centre

Questa pubblicazione è stata prodotta dall'Investment Insights Centre di BNP Paribas Asset Management.

AM.investmentinsights@bnpparibas.com

Graphic design: Creative Services BNPP AM

Gli articoli sono stati scritti a Novembre 2022

Il valore degli investimenti e il reddito da essi generato possono aumentare o diminuire ed è possibile che gli investitori non recuperino l'esborso iniziale. Gli investimenti nei mercati emergenti o in settori specializzati o ristretti possono essere soggetti a una volatilità superiore alla media a causa di un elevato grado di concentrazione, maggiore incertezza perché sono disponibili meno informazioni, c'è meno liquidità o per una maggiore sensibilità ai cambiamenti del mercato condizioni (condizioni sociali, politiche ed economiche). Alcuni mercati emergenti offrono meno sicurezza rispetto alla maggior parte dei mercati internazionali sviluppati.

Per questo motivo, i servizi di operazioni di portafoglio, liquidazione e conservazione per conto di fondi investiti nei mercati emergenti possono comportare un rischio maggiore.

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.

Il presente documento è redatto e pubblicato dalla suddetta società di gestioni di investimenti. **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; non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi;

2.una consulenza finanziaria.

Il presente documento fa riferimento a uno o più strumenti finanziari autorizzati e regolamentati nella giurisdizione in cui hanno sede legale.

Non è stata avviata alcuna azione finalizzata a permettere l'offerta pubblica degli strumenti finanziari in altre giurisdizioni, salvo quanto indicato nella versione più recente del prospetto e nel documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) degli strumenti finanziari, in cui una tale azione sarebbe necessaria e, in particolare, negli Stati Uniti, a US persons (ai sensi del Regolamento S del United States Securities Act del 1933). Prima di effettuare una sottoscrizione in un Paese in cui gli strumenti finanziari sono autorizzati, gli investitori devono verificare gli eventuali vincoli o restrizioni legali potenziali relativi alla sottoscrizione, all'acquisto, al possesso o alla vendita degli strumenti finanziari in questione.

Gli investitori che intendano sottoscrivere degli strumenti finanziari devono, prima dell'adesione, leggere attentamente la versione più recente del prospetto e del documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) e consultare l'ultima relazione finanziaria pubblicata sugli strumenti finanziari in questione. Questa documentazione è disponibile gratuitamente presso le sedi dei collocatori e le filiali dei soggetti incaricati dei pagamenti e sul sito web della società di gestione di investimenti.

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, finanziaria e di sostenibilità e integrazione ESG, non può essere offerta alcuna garanzia che gli strumenti finanziari raggiungano i propri obiettivi d'investimento. Le performance possono variare 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. **Le performance passate, ove illustrate, non sono garanzia di risultati futuri e 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.**

I dati di performance, se presenti nel documento, non tengono conto delle commissioni e degli oneri fiscali.

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

Rischio d'investimento legato a fattori ambientali, sociali e di governance (ESG): la mancanza di definizioni ed etichette comuni o armonizzate che integrino i criteri ESG e di sostenibilità a livello della UE può comportare approcci diversi da parte dei gestori nella definizione degli obiettivi ESG. Ciò significa anche che potrebbe essere difficile confrontare le strategie che integrano i criteri ESG e di sostenibilità, nella misura in cui la selezione e le ponderazioni applicate per selezionare gli investimenti si basano su metriche con lo stesso nome ma significati sottostanti diversi. Nel valutare un titolo in base ai criteri ESG e di sostenibilità, il Gestore degli investimenti può anche utilizzare fonti di dati di fornitori esterni di ricerche ESG. Data la natura in evoluzione del panorama ESG, queste fonti di dati possono risultare al momento incomplete, imprecise o non disponibili. L'applicazione di standard di condotta aziendale responsabile nel processo di investimento può comportare l'esclusione di titoli di determinati emittenti. Di conseguenza, la performance del Comparto può talvolta essere migliore o peggiore di quella di fondi affini che non applicano tali standard.

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'investimento
sostenibile per un
mondo che cambia