

# AFFRONTARE LE RAPIDE

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 2022



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

L'investimento  
sostenibile per un  
mondo che cambia

## INDICE

---

Lettera agli investitori	3
Executive summary	4

## SCENARIO MACROECONOMICO E MERCATI

---

Affrontare le rapide	6
Azioni	8
Reddito fisso	11

## SOSTENIBILITÀ

---

Per raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile serve una nuova macroeconomia	16
---	----

## TEMI D'INVESTIMENTO

---

Gli investimenti focalizzati sul tema dell'ambiente sono destinati a registrare una forte crescita nel 2022	20
Le misure di distanziamento lasciano intendere un futuro ancora più brillante per la "disruptive technology"	22
Prospettive per la Cina – Qualche idea poco convenzionale	26
Finanziare la crescita economica con il debito privato	28

## GLI AUTORI

---



**ROBERT GAMBI**

Global head of investments



**DANIEL MORRIS**

Chief market strategist



**ALEXANDER BERNHARDT**

Global head of sustainability research



**ULRIK FUGMANN**

Co-head environmental strategies group



**EDWARD LEES**

Co-head environmental strategies group



**VINCENT NICHOLS**

Investment specialist



**PAMELA HEGARTY**

Portfolio manager, Disruptive Technology



**CHI LO**

Senior market strategist APAC

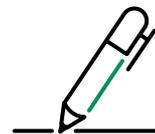


**DAVID BOUCHOCHA**

Head of private debt and real assets

**ROBERT GAMBI**

Global head of investments



## Lettera agli investitori

---

Il 2021 ha riservato non poche sorprese.

I vaccini avrebbero dovuto domare il virus, permettendo all'economia globale di sbloccarsi in sicurezza, ma l'insorgenza di nuovi ceppi di Covid-19 più facilmente trasmissibili ha ritardato questo processo.

Considerata la capacità inutilizzata nell'economia, l'inflazione avrebbe dovuto rimanere bassa, eppure ha sorpreso al rialzo a causa di uno squilibrio globale di domanda e offerta, che ha fatto lievitare i prezzi e provocato un'impennata del costo dell'energia.

Come sempre, anche le decisioni dei politici e delle autorità normative hanno fatto notizia, con la conferenza stampa di giugno della Federal Reserve statunitense e la risalita della "prosperità comune" nell'elenco delle priorità in Cina che spiccano fra le cause più evidenti delle revisioni nelle aspettative degli investitori.

Con queste premesse, i mercati non possono far altro che adeguarsi agli sviluppi macroeconomici, che si tratti del "flusso e riflusso" del Covid-19, dell'aumento dell'inflazione o di inaspettate sorprese politiche.

L'anno si è aperto con il clamoroso ritorno del "reflation trade": i rendimenti delle obbligazioni sono risaliti e i titoli ciclici e value hanno sovraperformato. Ben presto però il reflation trade si è esaurito e ha paradossalmente invertito la tendenza, proprio quando l'inflazione ha ricominciato a salire.

In effetti, i tassi d'interesse reali a lungo termine sono ancora vicini ai minimi di inizio anno, e con livelli così bassi, non sorprende che i multipli azionari e le valutazioni siano elevati.

Al di là di questi sviluppi ciclici, i mercati continuano ad essere guidati dall'evoluzione di temi strutturali che riflettono cambiamenti significativi, persistenti e diffusi nelle attività e nei comportamenti della società.

Di queste dinamiche, quella più importante – senza dubbio per le sorti del pianeta – è probabilmente la transizione energetica. E anche qui le sorprese non sono mancate: sebbene l'anno si sia aperto con l'ennesima promessa di interventi politici per combattere il cambiamento climatico, la valutazione dei titoli "green" ha subito un crollo.

Anche il 2022 sarà indubbiamente ricco di sorprese.

Sicuramente si potrà contare su una maggiore attenzione alla crisi climatica e si spera che il virus scompaia definitivamente, ma il tracciato dell'economia resta fundamentalmente incerto, sia per quanto riguarda l'evoluzione del ciclo, che per l'approccio delle autorità politiche o le tendenze secolari. Inoltre, in mercati potenzialmente illiquidi, qualunque evento macroeconomico inatteso può causare ampie oscillazioni nelle valutazioni.

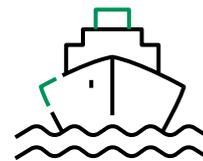
Naturalmente nel nostro settore l'incertezza rappresenta un'opportunità e gli operatori di mercato sono abbastanza efficienti da prevedere determinati esiti. È l'incertezza che permette ai gestori attivi di creare valore aggiunto per i loro clienti. Gli stessi gestori attivi però possono fornire rendimenti solidi e costanti solo attraverso una ricerca articolata che supporti posizioni altamente convincenti.

Nel 2021, abbiamo utilizzato in modo coerente le nostre risorse per migliorare la nostra capacità di generare rendimenti ottimizzando la nostra cultura e consolidando il processo in atto per sviluppare, sottoporre a stress test e infine tradurre le idee di investimento in posizioni proficue nei portafogli.

Intendiamo fare lo stesso nel 2022. Non c'è da stupirsi se la sostenibilità rimarrà al centro di questo processo; per noi, essere sostenibili significa impegnarsi attivamente con le aziende per apportare un cambiamento reale e investire attivamente in titoli.

Ci auguriamo di avervi al nostro fianco nel percorso di finanziamento della transizione verso un'economia "net zero".

## Executive summary



Con il nostro Investment Outlook 2022 vogliamo aiutare gli investitori ad “affrontare le rapide” che accompagneranno il percorso di stabilizzazione della congiuntura globale nelle prossime fasi della ripresa economica. Terremo anche in considerazione le possibili conseguenze di più ampio raggio della politica macroeconomica, ora che il mondo è impegnato a rispondere ai problemi sociali ed economici messi a nudo dalla pandemia.

### UNA RIPRESA SOSTENIBILE

Dedichiamo buona parte delle nostre prospettive d’investimento alle opportunità che la trasformazione economica green può offrire agli investitori.

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

### TEMI D’INVESTIMENTO PER IL LUNGO PERIODO

I nostri temi d’investimento per il 2022 hanno sia una componente incentrata sulla sostenibilità, cioè la transizione energetica e la tutela dell’ambiente, sia un focus sulle tendenze di lunga durata, come l’innovazione sanitaria e la disruption delle nuove tecnologie.

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



## MACROECONOMIA E MERCATI

Le sezioni dedicate alla macroeconomia e ai mercati lo evidenziano chiaramente:

- Sebbene alcune difficoltà alla produzione continueranno per buona parte del 2022, queste alla fine si risolveranno, permettendo alle economie di tornare a tassi di crescita tendenziali senza far aumentare l'inflazione.
- Con i cospicui risparmi accumulati, i consumatori hanno tutte le carte in regola per fare spese folli, con potenziali conseguenze inflazionistiche. Se però i postumi di una vita in lockdown dovuta alla pandemia globale dovessero inibire i consumi, potrebbe servire un aiuto dalle banche centrali e dai governi per incoraggiare la domanda.
- Ci aspettiamo che lo slancio alla base degli aumenti salariali andrà gradualmente a scemare man mano che le aziende adegueranno i loro processi e investiranno capitale per ridurre la dipendenza dalla manodopera. La relativa debolezza odierna delle organizzazioni sindacali non consente confronti appropriati con gli anni '70.
- Nel 2022 le azioni faranno fatica a generare rendimenti superiori alla media. I titoli azionari europei sembrano destinati a recuperare il terreno perso rispetto agli omologhi statunitensi. Una delle grandi incognite sarà capire se i titoli value possano iniziare a invertire la sottoperformance che dura ormai da parecchi anni. L'ampio divario di valutazione tra i titoli value e quelli growth e la prospettiva di un aumento dei tassi d'interesse suggeriscono un imminente rialzo.
- Anche se è probabile che un incremento ostinato dell'inflazione spingerà la Federal Reserve statunitense ad alzare più volte i tassi ufficiali nel 2022, ci aspettiamo solo un breve ciclo di aumenti dei tassi di riferimento. Il rialzo dei rendimenti dei Treasury US a lungo termine dovrebbe essere limitato dalle ridotte aspettative inflazionistiche su tali orizzonti e dalla portata del bilancio della Fed, che mantengono bassi i rendimenti reali.



# SCENARIO MACRO- ECONOMICO E MERCATI



**DANIEL MORRIS**  
Chief market strategist

## Affrontare le rapide



Far ripartire un'economia globale sostanzialmente in panne si sta rivelando un'impresa ardua. La più grave (e brusca) recessione dagli anni '20 e le persistenti restrizioni anti-Covid hanno frenato l'offerta, mentre gli enormi stimoli fiscali e monetari hanno gonfiato la domanda. La difficoltà dell'economia globale consiste ora nel far combaciare una domanda sostenuta con un'offerta limitata. Il ripristino delle catene di approvvigionamento, la ricollocazione della manodopera e un nuovo equilibrio di domanda e offerta: saranno questi i fattori essenziali che determineranno sia la crescita economica nel 2022 che la forza e la persistenza dell'inflazione.

Con il sostegno fornito da governi e banche centrali dallo scoppio della pandemia il mondo non soffrirà di una carenza di domanda. La fiducia di consumatori e imprese è elevata: i privati spendono e le aziende investono. I problemi dell'economia mondiale derivano dall'incapacità di soddisfare questa domanda, sia per la mancanza di componenti o di lavoratori, sia per la difficoltà a consegnare i prodotti. Alcuni di questi vincoli alla produzione dureranno più a lungo di altri (in particolare la carenza di semiconduttori), ma alla fine si risolveranno, permettendo alle economie di tornare ai tassi di crescita tendenziali senza gonfiare l'inflazione.

Nella maggior parte delle principali economie, i tassi di crescita del 2022 saranno superiori alla media (tra il 4% e il 6% negli Stati Uniti e in Europa), salvo poi ridiscendere nel corso dell'anno, man mano che la spinta impressa dalle riaperture si affievolirà e le economie recupereranno finalmente il terreno perso durante i lockdown.

## L'impatto di un "eccesso" di domanda sull'inflazione dipenderà in parte dalla sua composizione

### Composizione della domanda

L'impatto di un "eccesso" di domanda sull'inflazione dipenderà in parte dalla sua composizione. In seguito ai lockdown iniziali del 2020, il consumo di beni è rapidamente aumentato, con i privati che hanno acquistato nuovi televisori e attrezzature per l'home office, mentre molte attività legate ai servizi sono state vietate. Queste spese sono state in parte finanziate da un significativo sostegno al reddito da parte del governo. In effetti gli incentivi sono stati talmente generosi che, nonostante l'aumento dei consumi, i risparmi accumulati delle famiglie sono pressoché raddoppiati rispetto al livello precedente al lockdown.

Sinora i privati hanno acquistato televisori o computer portatili secondo necessità, motivo per cui la domanda di beni è destinata a normalizzarsi nei prossimi mesi. Al contrario, il ricorso ai servizi dovrebbe recuperare il ritardo accumulato, soprattutto perché in molti ambiti la spesa è ancora ben al di sotto dei livelli pre-pandemia (ad esempio, intrattenimento dal vivo ed eventi sportivi).

### I limiti del mercato del lavoro

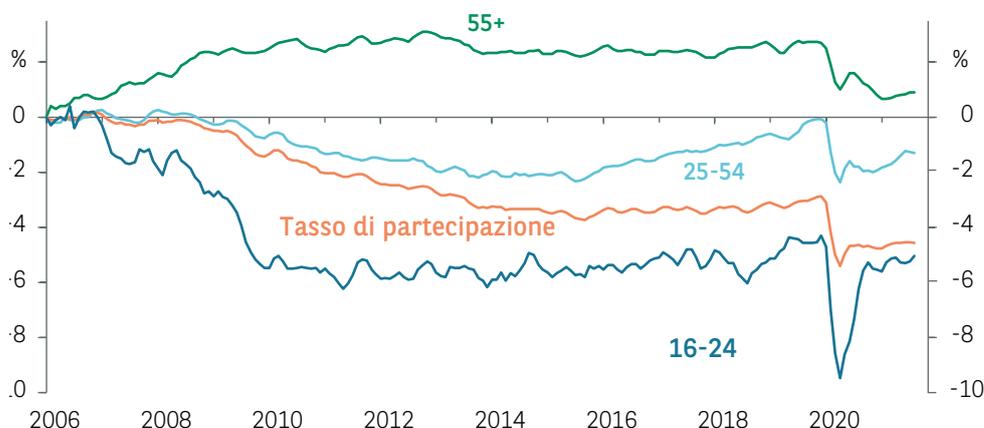
Anche se ci aspettiamo che le difficoltà nelle catene di fornitura e nella produzione alla fine svaniranno, i mercati del lavoro potrebbero non tornare al punto in cui erano prima della pandemia. A parità di condizioni, meno forza lavoro significa una minore produzione e verosimilmente una maggiore pressione salariale. Seppure non nell'immediato, le imprese finiranno per sostituire la manodopera con il capitale, migliorando la produttività.

## I mercati del lavoro potrebbero non tornare al punto in cui erano prima della pandemia

La ripresa dell'occupazione in Europa dovrebbe comunque avvenire più rapidamente e più agevolmente che negli Stati Uniti, grazie ad un maggiore ricorso agli ammortizzatori sociali. L'approccio americano di licenziare i lavoratori allo scoppio di una crisi implica tempi di ripresa più lunghi per l'occupazione, perché i dipendenti non tornano semplicemente al loro vecchio impiego, ma devono sostenere nuovi colloqui di collocamento. Vero è che a lungo termine questa dinamica può rivelarsi più favorevole per la crescita, visto che la "nuova" configurazione del mercato del lavoro può adattarsi meglio ad un altrettanto "nuovo" assetto economico.

Molti osservatori del mercato sono rimasti delusi dal lento recupero del tasso di partecipazione negli Stati Uniti, tradottosi in un'offerta di manodopera troppo bassa rispetto al numero di impieghi disponibili. E se effettivamente l'indice nel complesso è cambiato poco nell'ultimo anno, emergono ampie divergenze nelle varie fasce d'età. In tal senso, il tasso di partecipazione tra i lavoratori nella fascia 24-54 anni è cresciuto abbastanza rapidamente, salvo indebolirsi di recente. Resta da vedere se il tasso tornerà al livello pre-pandemia. Solo negli ultimi mesi prima del coronavirus, infatti, il tasso di partecipazione dei lavoratori più giovani si era completamente ripreso dalla crisi finanziaria globale del 2008/2009 (si veda Grafico 1).

**Grafico 1:** Variazione del tasso di partecipazione rispetto al livello precedente la crisi finanziaria globale



Dati al 23 novembre 2021. Fonti: BLS, BNP Paribas Asset Management.

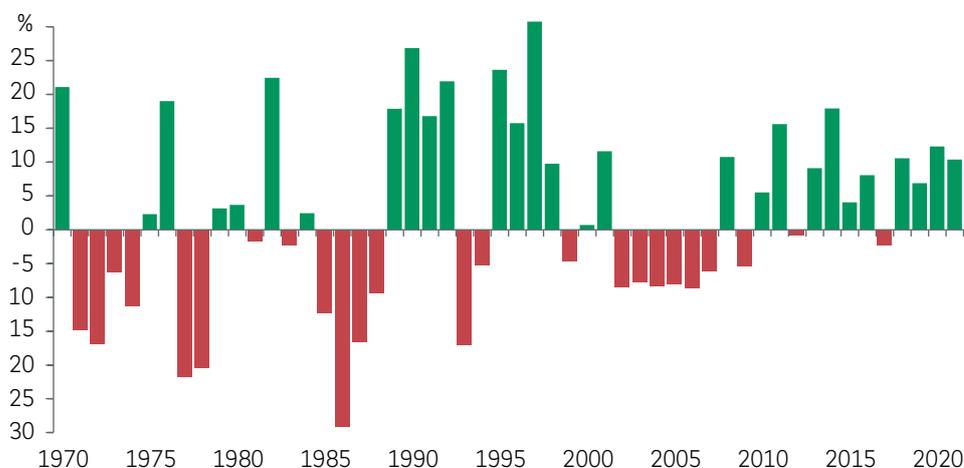
Il livello relativo ai lavoratori più giovani è tornato alla media del decennio precedente la pandemia. Dopo il drastico calo successivo alla crisi finanziaria globale, il tasso attuale potrebbe rappresentare la nuova normalità. Nel settore della ristorazione, ad esempio, i numerosi aneddoti che raccontano di carenze di personale, suggeriscono che i clienti dovranno semplicemente portare più pazienza in futuro.

Questi giovani lavoratori però rappresentano solo una piccola parte dell'intera forza lavoro (12%). Il cambiamento più significativo, e potenzialmente permanente, è avvenuto tra i lavoratori più anziani. In realtà, l'alto tasso di partecipazione prima della pandemia non era la regola, ma piuttosto l'eccezione. Dopo la crisi finanziaria globale, i tagli ai fondi pensione hanno costretto molti lavoratori in età avanzata a cercare un impiego. Vent'anni dopo il picco minimo del mercato azionario, i patrimoni pensionistici sono ora molto più in salute grazie all'ottima crescita dei prezzi degli asset. Inoltre, la paura di contrarre il Covid non fa che incentivare le opzioni di pensionamento piuttosto che la permanenza nel mondo del lavoro. Risultato: il livello di piena occupazione non coincide più con quello antecedente la pandemia.

**L'alto tasso di partecipazione prima della pandemia  
non era la regola, ma piuttosto l'eccezione**

## AZIONI

Il 2021 sarà probabilmente il quarto anno consecutivo di sovraperformance delle azioni statunitensi rispetto al resto del mondo. Se si prendono a modello gli ultimi 50 anni di storia, nel 2022 i rendimenti USA potrebbero cedere il passo, visto che le precedenti "serie vincenti" degli Stati Uniti non hanno mai superato i quattro anni (si veda Grafico 2).

**Grafico 2:** Performance relativa delle azioni statunitensi rispetto all'Indice MSCI World ex-US

Dati al 23 novembre 2021. Nota: Rendimento totale in USD.

Fonti: FactSet, BEA, BNP Paribas Asset Management.

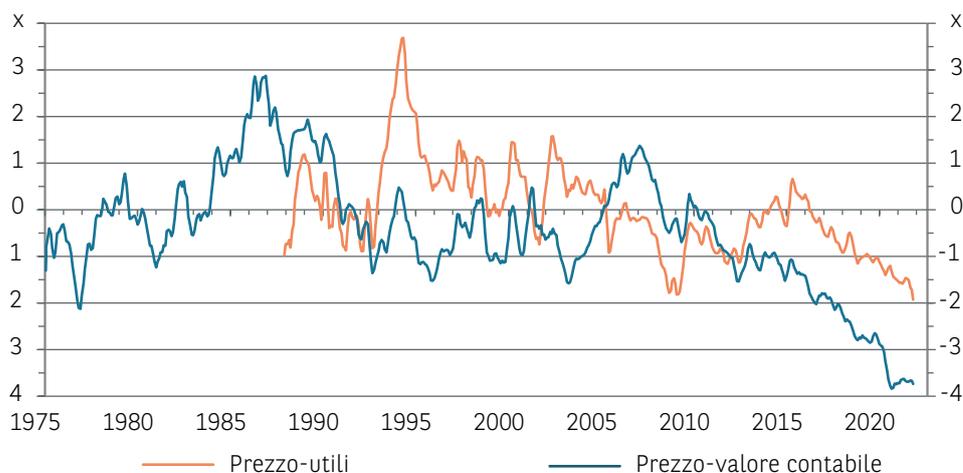
Modelli a parte, ci sono buone ragioni per credere che il prossimo anno i rendimenti azionari statunitensi rimarranno indietro rispetto ad altre parti del mondo. Gli Stati Uniti hanno infatti riaperto la loro economia con un certo anticipo rispetto al resto del mondo, motivo per cui l'attività si è già ripresa dai lockdown e la crescita del PIL ha già superato i livelli pre-pandemia. Con il progredire delle riaperture in Europa e a cascata nei mercati emergenti, ci si attende un ulteriore slancio economico in queste aree.

**Ci sono buone ragioni per credere che nel 2022  
i rendimenti azionari statunitensi rimarranno  
indietro rispetto ad altre parti del mondo**

Dopo il massiccio sostegno dei governi alle famiglie e alle imprese durante la pandemia, l'impulso fiscale sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona verrà ridimensionato nel 2022, anche se in Europa i governi continueranno a distribuire i fondi del piano per la ripresa Next Generation EU. La politica monetaria si farà più restrittiva negli Stati Uniti che nella zona euro, in parte perché le pressioni inflazionistiche sono maggiori a causa degli stimoli fiscali. Se un'inflazione più elevata ridurrà effettivamente la domanda, gli Stati Uniti vedranno crescere i consumi dei privati a un ritmo più lento che in Europa, dove tuttavia il rincaro dei prezzi del gas fungerà da detrattore.

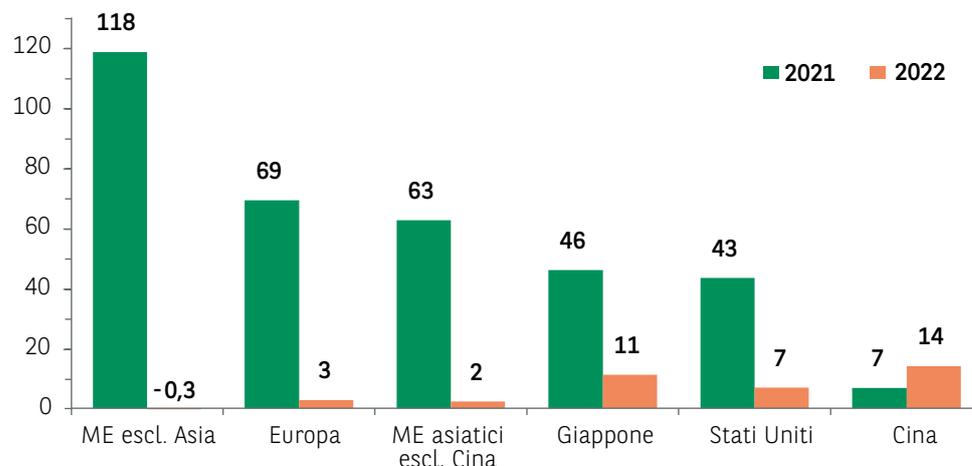
## Valutazioni

In termini assoluti, le valutazioni azionarie statunitensi sono elevate, ma a nostro avviso non rappresentano una minaccia per i rendimenti del mercato. Gli acquisti nell'ambito dei piani di quantitative easing (QE) hanno gonfiato i multipli che tuttavia rimarranno sostenuti almeno finché le obbligazioni resteranno nei bilanci delle banche centrali e i rendimenti a livelli storicamente bassi. Su base relativa, invece, le valutazioni delle azioni europee rispetto a quelle statunitensi hanno raggiunto i minimi storici (si veda Grafico 3). Il motivo non è da ritrovarsi solo nei multipli elevati dei titoli delle mega cap tecnologiche americane; la maggior parte dei settori europei infatti scambia a sconto rispetto alle controparti d'oltreoceano.

**Grafico 3:** Multipli relativi; azioni europee vs. statunitensi

Dati al 23 novembre 2021. Fonti: FactSet, MSCI, BNP Paribas Asset Management.

Il premio crescente assegnato alle azioni statunitensi non è ovviamente giustificato, dato che la crescita degli utili e la performance del mercato azionario europeo hanno tenuto il passo con gli Stati Uniti nel 2021 e le aspettative di profitto per il 2022 sono simili e parimenti modeste (si veda Grafico 4).

**Grafico 4:** Crescita degli utili su base annua (%)

Dati al 23 novembre 2021. Nota: in valuta locale per gli indici dei singoli paesi, in USD per gli indici dei ME, in EUR per l'Europa. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

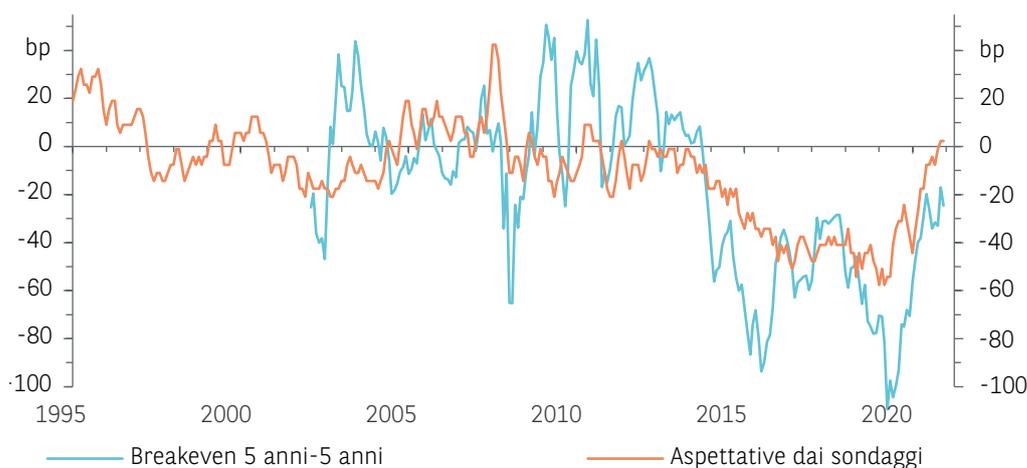
In particolare, si prevede che gli utili difficilmente aumenteranno nel 2021 per le società dell'indice MSCI China, a dimostrazione che la sottoperformance del mercato quest'anno non è stata immotivata. Altri mercati emergenti, in particolare i paesi esportatori di materie prime al di fuori dell'Asia e i produttori asiatici di semiconduttori, hanno evidenziato tassi di crescita di gran lunga migliori. D'altro canto, questi risultati brillanti alzano inevitabilmente l'asticella per il 2022, ragion per cui sarà meno probabile registrare rendimenti azionari superiori alla media.

## REDDITO FISSO

### Inflazione

Crediamo che le forti pressioni inflazionistiche continueranno fino al 2023, e anche se alla fine si riveleranno “transitorie”, saranno abbastanza vigorose e persistenti da costringere la Federal Reserve (Fed) statunitense a inasprire la sua politica prima del previsto. Anche fra i mercati e nei sondaggi è convinzione diffusa che le pressioni a breve termine finiranno per svanire. Sebbene le aspettative inflazionistiche per il prossimo futuro siano aumentate, le stime a più lungo termine sono allo stesso livello se non a livelli inferiori a quelli precedenti la crisi finanziaria globale (si veda Grafico 5).

**Grafico 5:** Aspettative inflazionistiche rispetto alla media precedente la crisi finanziaria globale (1995-2006)

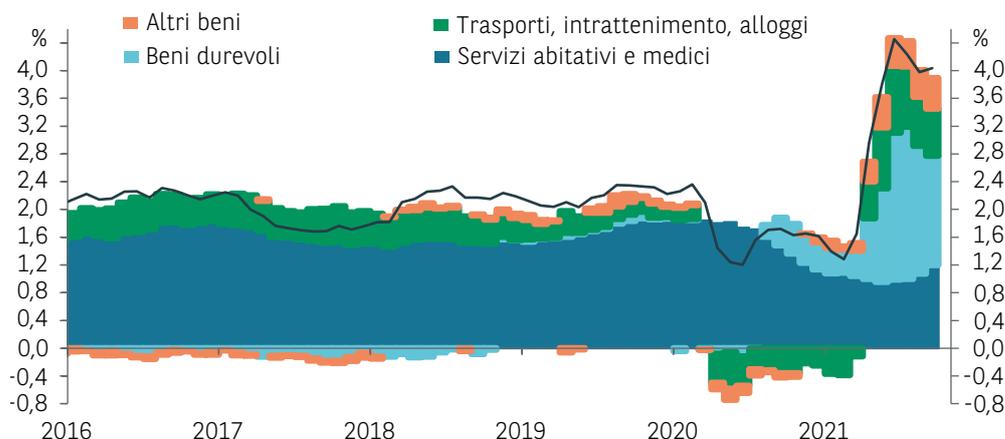


Dati al 23 novembre 2021. Fonti: Bloomberg, University of Michigan, BNP Paribas Asset Management.

Queste aspettative d’inflazione a lungo termine contenute (o “ben ancorate”) possono riflettere o l’ipotesi di un rincaro “transitorio” dei prezzi o una fiducia nella credibilità delle principali banche centrali. È convinzione diffusa che un eventuale ampliamento e ulteriore radicamento dell’inflazione spingerà le banche centrali a reagire (seppur tardivamente) per riportare il tasso in linea col target. In quel caso a preoccupare gli investitori non sarebbe l’inflazione a medio termine di per sé, che a nostro avviso tornerà alla soglia prefissata, ma il tracciato dei tassi ufficiali da qui ad allora.

**Un eventuale ampliamento dell’inflazione  
spingerà le banche centrali a reagire**

Riteniamo che, complici le persistenti difficoltà nelle catene di fornitura, l’inflazione del paniere di consumo personale “core” (PCE) negli Stati Uniti potrebbe superare il 4,5% nel 2022, con la maggior parte del rincaro concentrata nei beni durevoli e in particolare nei prezzi delle auto usate (si veda Grafico 6). Eppure, ciò che sale deve prima o poi anche scendere. Da dicembre 2019 i prezzi delle auto usate sono aumentati del 50%, ma una volta che la produzione automobilistica si riprenderà è probabile che torneranno ai livelli pre-pandemia, apportando un contributo disinflazionistico alle variazioni dell’indice su base annua.

**Grafico 6:** Contributo al PCE core statunitense

Dati al 23 novembre 2021. Fonti: BEA, BNP Paribas Asset Management.

I prezzi degli alloggi, che occupano una grossa fetta dell'indice statunitense dei prezzi al consumo (CPI), potrebbero tradursi in un'inflazione più elevata e duratura, poiché gli aumenti di queste voci di costo tendono ad essere più persistenti. Ci sono però due attenuanti. Una delle principali conseguenze della pandemia è lo spostamento di molti impiegati e professionisti dalle costose città a luoghi alternativi più economici e con una qualità della vita migliore. Questa dinamica ha smorzato l'incremento dei prezzi immobiliari nelle città più grandi, facendoli invece aumentare nei centri più piccoli. E così, da dicembre 2019 (secondo il FHFA House Price Index), i prezzi sono scesi del 3% a San Francisco e sono saliti di poco a New York, mentre hanno subito un'impennata di oltre il 26% ad Austin, in Texas, e del 36% a Coeur d'Alene, nell'Idaho.

Con l'home working destinato a diventare una modalità di lavoro permanente, la domanda subirà verosimilmente uno spostamento sostanziale verso gli immobili residenziali. È ovvio quindi che le pressioni a breve termine sui prezzi degli immobili in città continueranno e anzi saranno esacerbate dalla mancanza di lavoratori. Le nuove località di tendenza hanno dalla loro una densità abitativa relativamente bassa e più spazio a disposizione. L'edilizia residenziale finirà per ampliare l'offerta come mai potrebbe avvenire nelle grandi città metropolitane e il rincaro dei prezzi dovrebbe moderarsi, anche se una domanda sostenuta porrebbe dei rischi al rialzo per l'inflazione core.

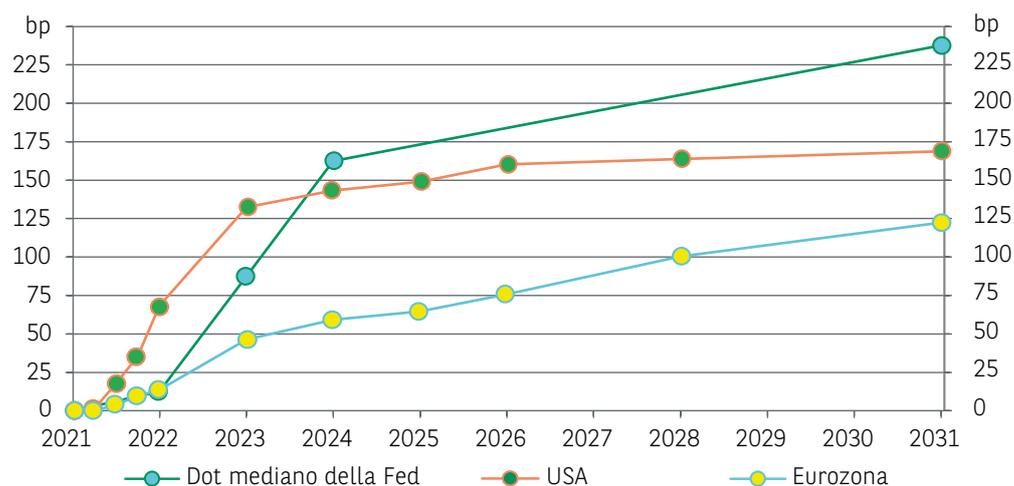
**La domanda subirà verosimilmente uno spostamento sostanziale verso gli immobili residenziali**

### Tassi ufficiali

Molti degli eventi degli ultimi 15 anni non trovano precedenti nella storia – dalla crisi finanziaria globale, al quantitative easing, dalle pandemie ai lockdown. L'incertezza sulla rapidità e semplicità con cui l'economia globale ritroverà una "nuova normalità" si riflette nella volatilità dei tassi d'interesse e nei divergenti approcci politici. Un esempio è la dispersione delle proiezioni interne allo stesso FOMC (Federal Open Market Committee) riguardo al tasso sui fed fund nel 2024, stimato in un intervallo particolarmente ampio che va dallo 0,6% al 2,6%.

I mercati si aspettano che la Fed aumenti i tassi più rapidamente (due volte nel 2022) di quanto previsto dai suoi stessi membri, dato che l'inflazione parrebbe più duratura ed elevata di quanto la banca centrale sarà disposta a tollerare. Nell'Eurozona, i mercati prevedono due rialzi ma non prima del 2023 (si veda Grafico 7). A parte i prezzi del gas naturale, la pressione inflazionistica nella zona euro è meno accentuata perché lo stimolo fiscale è stato più contenuto e dunque la ripresa meno vigorosa. Resta da capire come la BCE (Banca Centrale Europea) intenda gestire la revoca del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) e il rafforzamento dell'APP (Asset Purchase Programme).

**Grafico 7:** Previsioni sui tassi ufficiali -  
Differenza rispetto al tasso attuale (fed fund per gli USA, tasso di deposito per la BCE)



Dati al 23 novembre 2021. Fonti: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

A nostro avviso le aspettative del mercato si dimostreranno corrette e la Fed sarà costretta a rivedere la sua narrazione di un'inflazione passeggera. Il mercato del lavoro statunitense sembra destinato a raggiungere la piena occupazione prima del previsto grazie a tassi di partecipazione ancora inferiori ai livelli pre-pandemici e un conseguente aumento delle pressioni salariali. L'incremento dei rendimenti dei titoli di Stato sarà più evidente a cinque anni che in seguito, visto che le aspettative sui tassi ufficiali a breve termine aumentano più del tasso terminale. Il rialzo dei rendimenti dei Treasury a lungo termine sarà limitato dalle ridotte aspettative inflazionistiche e dalla portata del bilancio della Fed, che mantengono bassi i rendimenti reali.

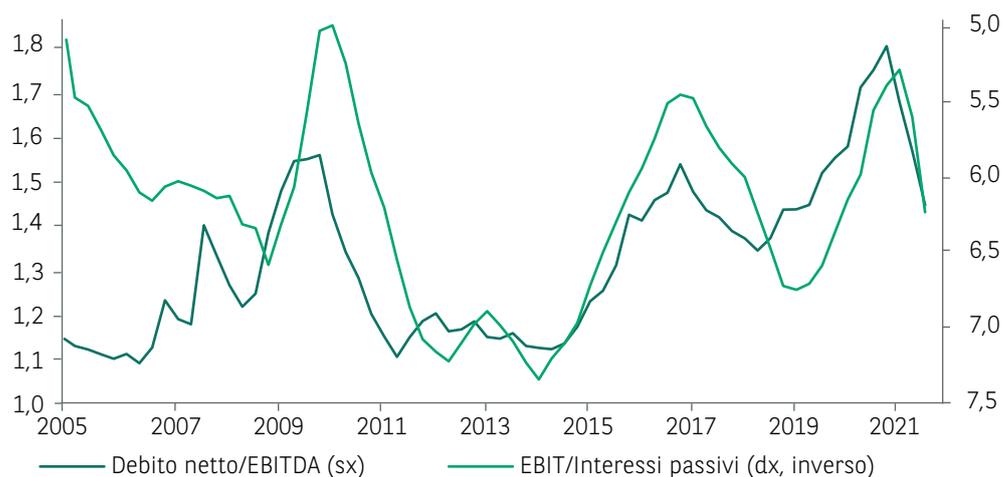
La ricerca del rendimento continua

### Credito societario

Anche se occasionalmente focolai di coronavirus frenano la crescita, la ripresa economica globale continua e le prospettive macroeconomiche ci sembrano favorevoli. Nel 2022 assisteremo inevitabilmente a un rallentamento dei tassi di crescita degli utili e ad un aumento dei tassi d'interesse, ma crediamo che la maggior parte delle aziende riuscirà a tenere fede agli obblighi di pagamento degli interessi programmati.

Grazie al sostegno delle banche centrali durante i lockdown, le società hanno accumulato un'ampia liquidità che ha consentito loro di superare il crollo della domanda. Sebbene allora quest'ancora di salvezza si sia rivelata fondamentale per la sopravvivenza di molte aziende, ora solleva qualche preoccupazione sulla loro capacità di sostenere l'incremento degli oneri una volta che le condizioni finanziarie si saranno normalizzate. Con il forte rimbalzo degli utili aziendali, questi timori si sono finora dimostrati infondati. I rapporti tra debito netto ed EBITDA sono tornati ai livelli pre-pandemia, come pure il rapporto tra EBIT e interessi passivi (si veda Grafico 8).

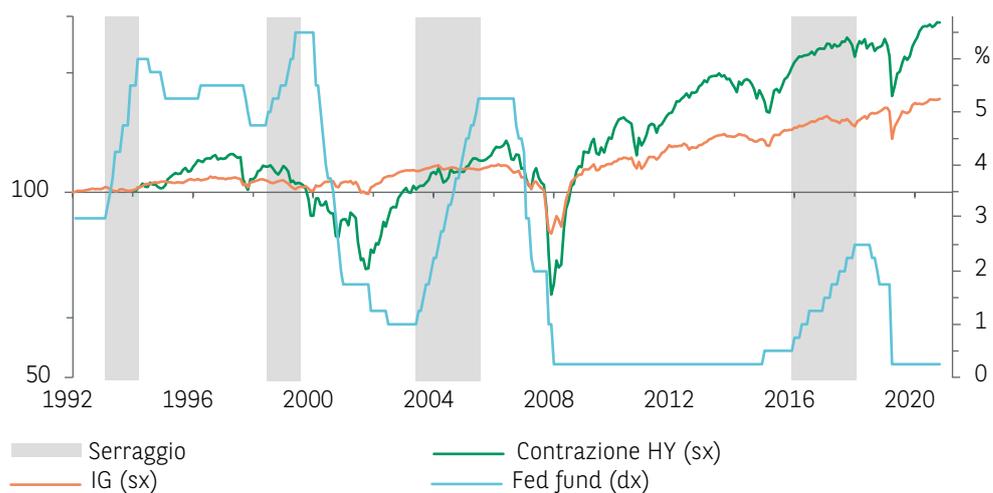
**Grafico 8:** Metriche del credito aziendale (media USA ed Europa)



Dati al 23 novembre 2021. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Durante i cicli di inasprimento, il credito investment grade e high yield tende a sovraperformare i titoli di Stato, soprattutto all'inizio, ovvero prima che gli interventi sui tassi ufficiali siano tali da rallentare la crescita economica (si veda Grafico 9). Al momento la sfida per gli investitori risiede negli spread contratti, che offrono poco potenziale di rendimenti superiori alla media. Da parte nostra intendiamo approfittare di eventuali sell-off futuri per ampliare l'esposizione.

**Grafico 9:** Performance relativa del credito societario statunitense e fed funds

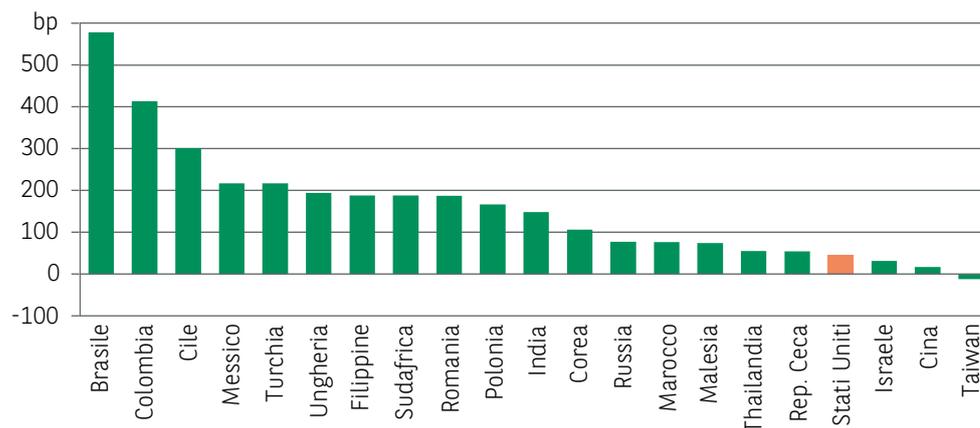


Dati al 23 novembre 2021. Fonti: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

## Debito dei mercati emergenti

C'è stata una crescente divergenza nella crescita e nell'inflazione dei mercati emergenti. Alcuni paesi – come India, Messico e Filippine – hanno subito una contrazione e una forte inflazione, mentre le economie orientate all'esportazione – come Corea del Sud, Taiwan e Hong Kong – hanno archiviato una crescita migliore e sono finora riuscite a tenere a bada l'inflazione. La pressione al rialzo dei prezzi al consumo e alla produzione ha già costretto le banche centrali dei mercati emergenti ad aumentare i tassi d'interesse che, secondo le previsioni, subiranno un incremento generalizzato nel 2022 (si veda Grafico 10).

**Grafico 10:** Variazione dei tassi ufficiali impliciti nel mercato tra un anno



Dati al 23 novembre 2021. Fonti: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Se è vero che questo scenario è poco favorevole per i tassi dei mercati emergenti, crediamo che presenti al contempo opportunità selettive nella parte lunga della curva di alcuni mercati ad alto rendimento. In virtù delle valutazioni attuali, le obbligazioni dei paesi emergenti continuano a offrire più valore rispetto alle controparti statunitensi. Mentre le obbligazioni IG e HY statunitensi continuano a scambiare ad uno spread ristretto (dall'1% al 2%) rispetto al range storico, c'è più margine di ulteriore contrazione dei differenziali per le obbligazioni IG e HY dei mercati emergenti.

Dal punto di vista delle valutazioni, le obbligazioni ad alto rendimento dei mercati emergenti sembrano particolarmente allettanti, in primis quelle asiatiche. Nonostante il probabile aumento dei casi di default in Cina da un livello di partenza attualmente basso, l'ampliamento degli spread ha permeato l'intera regione, aumentandone l'appetibilità in termini di valore relativo rispetto ad altri paesi emergenti e al segmento HY globale.

Con il recente sell-off, molte divise dei mercati emergenti sono tornate nuovamente attraenti; su base REER (tasso di cambio effettivo reale), il mercato valutario dei paesi emergenti è più conveniente ora che dopo il "taper tantrum" del 2013. L'America Latina e altri mercati emergenti ad alto rendimento, come pure le valute legate al petrolio, sembrano ancora sottovalutate. Le valutazioni sono migliorate anche per molte divise asiatiche.

Per il prossimo anno ci aspettiamo un incremento dei rendimenti del debito dei mercati emergenti in valuta forte, man mano che lo slancio della ripresa prenderà piede anche in questi paesi e i timori sulla variante Delta del Covid si affievoliranno.

Gli sviluppi in Cina si sono fatti più complessi, il che richiede un'attenzione particolare, vista anche l'ondata di cambiamenti normativi e di notizie su alcuni settori nazionali (ad es. quello immobiliare). Ci aspettiamo che il governo continui a sostenere l'economia e che la People's Bank of China mantenga una politica più accomodante nel prossimo futuro.

# SOSTENIBILITÀ



ALEXANDER BERNHARDT

Global head of sustainability research

## Per raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile serve una nuova macroeconomia?



Nel 2015, i leader mondiali hanno elaborato 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (i cosiddetti “Sustainable Development Goals” o SDG) nell’ambito dell’Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile. Gli SDG definiscono un programma per tutelare il pianeta e promuovere una società equa – entrambi aspetti imprescindibili per un’economia sana.

Tuttavia, per quanto la realizzazione degli SDG andrà a beneficio dell’economia, a nostro avviso non si è fatto abbastanza per capire come la politica macroeconomica possa contribuire al loro raggiungimento.

Realizzare gli SDG e l’Accordo di Parigi richiederà investimenti per migliaia di miliardi di dollari nel prossimo decennio. La mobilitazione di queste risorse implica uno sforzo concertato da parte del settore pubblico e privato, eppure finora diversi preconcetti macroeconomici tradizionali stanno inibendo questi flussi, soprattutto di capitale pubblico.

Indubbiamente l’attuale “tempesta perfetta” di Covid, cambiamento climatico, perdita di biodiversità e disuguaglianza sociale crea un’opportunità irripetibile per rivoluzionare pensieri e azioni. In questo report cercheremo di analizzare questi temi e proveremo a elaborare delle ipotesi sulla futura evoluzione della politica macroeconomica.

Ci concentreremo in particolare su due temi attualmente all'ordine del giorno nelle riunioni di governi e banche centrali e potenzialmente in grado di influenzare uno sviluppo sostenibile:

1. Come le famiglie, anche i governi gestiscono spesso i bilanci con l'obiettivo di "far quadrare i conti". Tuttavia, l'idea secondo cui i governi di paesi con valute di riserva e finanziamenti delle banche centrali non possano fallire sta mettendo in discussione questa visione.
2. Le banche centrali sono spesso considerate attori "indipendenti" concentrati sui loro mandati specifici – generalmente la stabilità dei prezzi e la piena occupazione. A mettere in dubbio questa nozione è il concetto di "finanza funzionale", secondo cui la politica fiscale e monetaria del governo andrebbe gestita tenendo conto del suo impatto sull'economia reale.<sup>1</sup>

Nelle sezioni seguenti passeremo in rassegna ognuno di questi aspetti.

**Il ragionamento della MMT non fa una piega:  
chiunque abbia la possibilità di creare  
denaro, pagherà sempre i suoi conti**

## DEBITO, DEFICIT E INFLAZIONE

Negli ultimi mesi la Teoria Moderna della Moneta (MMT) ha fatto scalpore per uno dei suoi presupposti, secondo cui i livelli di debito pubblico e il deficit spending non contano come misure in sé, perché i governi che hanno accesso a una macchina da stampa non saranno mai inadempienti. La MMT postula invece che l'unico vero elemento di controllo della spesa pubblica dovrebbe essere l'inflazione.

Questa posizione è generalmente percepita come controversa, per due motivi:

- in primo luogo, molti economisti e politici credono che i bilanci pubblici andrebbero gestiti come quelli di una famiglia, come evidenziato dall'ormai comune ritornello sulle costose proposte legislative: "Come faremo a pagare?"
- In secondo luogo, si teme che le ingenti spese fiscali – che potrebbero essere giustificate dalle politiche MMT – possano generare un'inflazione incontrollabile.

Queste preoccupazioni vanno prese con le pinze: per i paesi con valuta di riserva, come gli Stati Uniti, infatti ci sono pochi argomenti credibili che sostengono l'importanza assoluta del debito federale o dei deficit oltre al loro potenziale impatto deflazionistico o inflazionistico. Al contrario, il ragionamento della MMT su questo fronte non fa una piega: chiunque abbia la possibilità di creare denaro, pagherà sempre i suoi conti. Il che vale anche quando ci sarebbero altre scelte politiche preferibili in extremis.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> [Definizione di finanza funzionale \(investopedia.com\)](#). Famoso per aver sviluppato i principi della finanza funzionale, Abba Lerner intendeva utilizzare la politica fiscale e monetaria per gestire la disoccupazione e mantenere la stabilità dei prezzi. Il movimento della Teoria Moderna della Moneta (MMT) ha ampliato questo obiettivo al "perseguimento di finalità pubbliche": [EconStor: Teoria Moderna della Moneta e finalità pubbliche](#).

<sup>2</sup> La parola chiave qui è scelta. Un governo può scegliere di andare in fallimento, ad esempio per realizzare una strategia politica o evitare altri risultati meno auspicabili. Se però può coniare la sua stessa moneta, non ha alcun motivo per farlo.

## I governi hanno più risorse da spendere per raggiungere gli SDG e gli obiettivi di Parigi

Per quanto riguarda l'inflazione, tutti gli economisti concordano sull'importanza di tenerla a bada, poiché le conseguenze di un'inflazione incontrollata<sup>3</sup> possono essere disastrose. Agli economisti però manca una "teoria unificata" dell'inflazione, motivo per cui è piuttosto difficile placare questa preoccupazione. È convinzione diffusa che il tipo di deficit spending incoraggiato dalle politiche guidate dalla MMT causerebbe un'inflazione incontrollata e non mancano i confronti tra la moderna economia statunitense e, per esempio, le economie emergenti e/o storiche come lo Zimbabwe, la Germania di Weimar o gli Stati Uniti negli anni '70, dove l'(iper)inflazione è stato un grosso problema.

Crediamo che due di queste analogie siano a dir poco pretestuose, non essendoci quasi somiglianze in termini di dimensioni, dinamismo o importanza globale tra lo Zimbabwe degli anni 2000, la Germania degli anni '20 e l'economia statunitense di oggi. Ognuna di queste crisi storiche dell'inflazione è stata unica nel suo genere.

La storia recente relativizza anche i timori di una spesa eccessiva che causerebbe un rialzo dell'inflazione. Prendendo ancora una volta ad esempio gli Stati Uniti:

- Molti economisti della "vecchia scuola" avevano previsto che dopo la grande crisi finanziaria del 2008/2009, il quantitative easing (QE) avrebbe provocato un'iperinflazione. Queste previsioni si sono rivelate sbagliate. Il QE1 infatti è stato seguito dal QE2 e dal QE3.
- Le spese di soccorso in risposta all'attuale pandemia sono servite a generare inflazione a breve termine, ma resta da vedere se questa tendenza durerà nel tempo.
- In nessun caso le generose manovre di deficit spending messe in campo dalle ultime amministrazioni statunitensi - sia repubblicane (Bush, Trump) che democratiche (Obama) - sono sfociate in un'inflazione incontrollata.

Per quanto sia impossibile fugare del tutto i dubbi sull'inflazione legati alla MMT, ci sembra chiaro dall'esperienza recente che i governi dei paesi con valute di riserva hanno probabilmente più capacità di spesa di quanto si pensasse. Dopotutto una spesa di gran lunga più elevata da parte del settore pubblico è imprescindibile per raggiungere gli SDG e rispettare gli impegni presi con l'Accordo di Parigi.

### FINANZA FUNZIONALE

Per molto tempo la politica monetaria in particolare si è concentrata su obiettivi di bilancio nominali riservando poca importanza agli impatti distributivi o ambientali delle azioni correlate. In effetti, molti banchieri centrali sono ardenti sostenitori dell'indipendenza e dell'imparzialità dei loro mandati istituzionali rispetto alle questioni climatiche o di sostenibilità.

## Le banche centrali possono combattere il cambiamento climatico? Secondo noi devono fare la loro parte

Per cambiare questo punto di vista bisogna ammettere che l'imparzialità è una linea difficile da percorrere per le banche centrali.

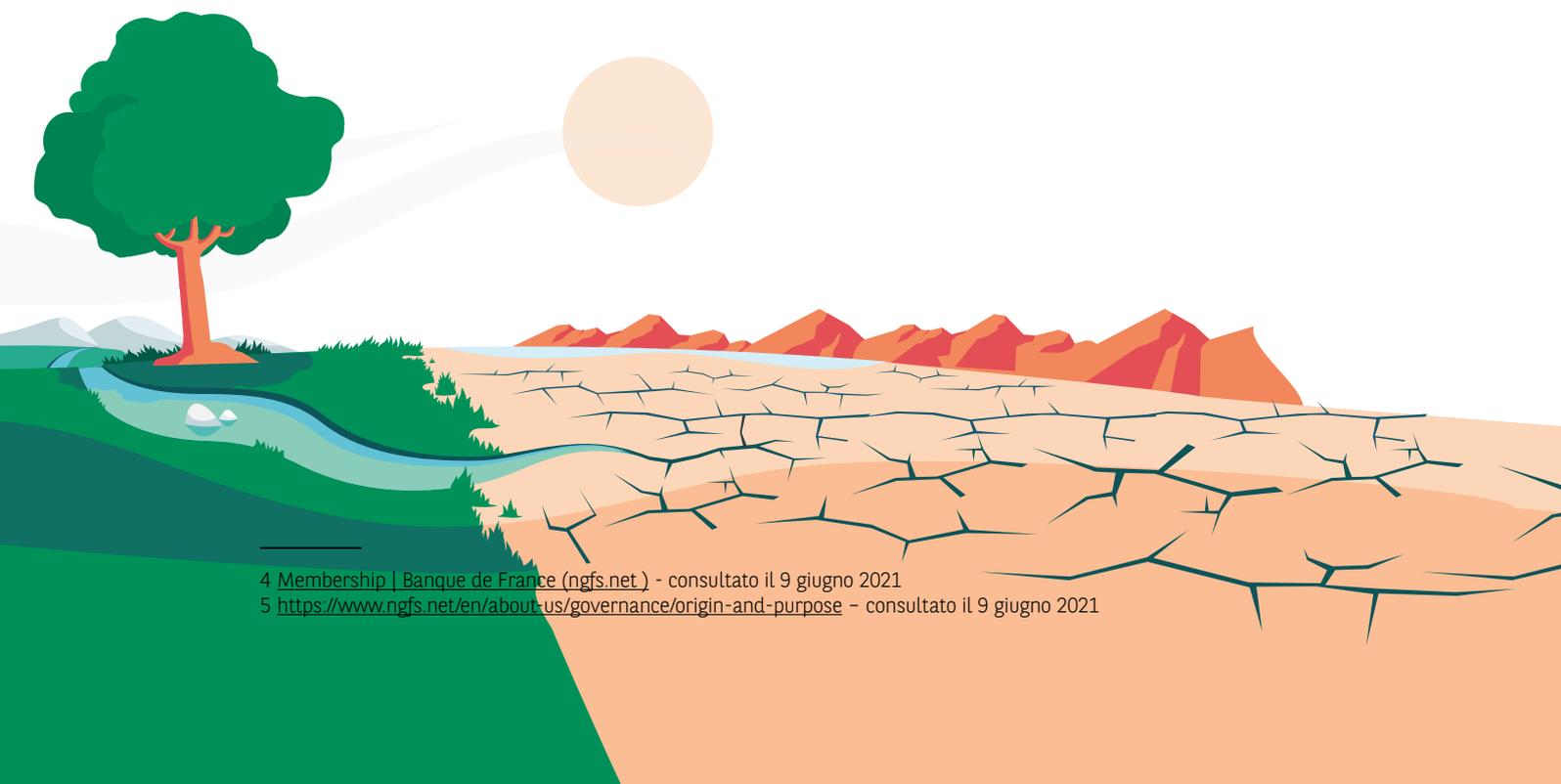
Inoltre, i banchieri centrali sono sempre più consapevoli che le questioni del mondo reale, come il cambiamento climatico, possono esercitare un impatto drammatico sui mercati finanziari, e viceversa. Si pensi al Network for Greening the Financial System (NGFS) – un gruppo globale di oltre 90 banche centrali e autorità di vigilanza<sup>4</sup> che si riunisce “per migliorare il ruolo del sistema finanziario nella gestione dei rischi e nella mobilitazione del capitale per investimenti verdi e a basse emissioni di anidride carbonica nel contesto più ampio dello sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale”<sup>5</sup>.

Da una ricerca condotta dal gruppo di lavoro macrofinanziario del NGFS è emerso che “i rischi fisici e di transizione posti dal cambiamento climatico possono avere implicazioni sostanziali per la stabilità macroeconomica e finanziaria.” È evidente quindi che i rischi legati al cambiamento climatico non si possono scindere dalle considerazioni di stabilità monetaria e finanziaria delle banche centrali.

### SDG, PARIGI E MMT

Queste azioni e dichiarazioni dei responsabili della politica monetaria assomigliano ad alcuni principi della MMT. Anche se l'adozione di questi approcci simili alla MMT può non essere intenzionale, la pratica macroeconomica si muove in una direzione chiara, cioè verso un mandato più funzionale e fiscalmente coordinato per le banche centrali.

Se per affrontare il Covid i banchieri centrali si sono mobilitati con un'ampia gamma di strumenti efficienti e creativi per evitare la catastrofe economica, non si è ancora visto un simile impegno a favore del clima. È la mancanza di urgenza che mette tutti in pericolo. Dobbiamo assolutamente usare gli strumenti a nostra disposizione – comprese la teoria e la politica macroeconomica – per creare un futuro più sostenibile.



4 Membership | Banque de France (ngfs.net) - consultato il 9 giugno 2021

5 <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> - consultato il 9 giugno 2021

# TEMI D'INVESTIMENTO



**ULRIK FUGMANN**

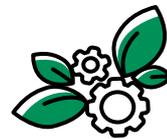
Co-head environmental  
strategies group



**EDWARD LEES**

Co-head environmental  
strategies group

## Gli investimenti focalizzati sul tema dell'ambiente sono destinati a registrare una forte crescita nel 2022



Se il 2020 è stato uno degli anni migliori in assoluto per gli investimenti nel tema ambientale "puro", cresciuto di oltre il 100%, il 2021 è stato caratterizzato da un notevole – e sano – consolidamento. Il segmento ha sottoperformato del 31% il resto dei mercati (a fine ottobre) rispetto all'indice MSCI ACWI, nonostante i fondamentali aziendali siano notevolmente migliorati e gli incentivi normativi e politici ne abbiano sostenuto le prospettive a lungo termine.

Il posizionamento eccessivo in fondi passivi negoziati in borsa (ETF) all'inizio del 2021 e un forte aumento delle aspettative sui tassi d'interesse e sull'inflazione hanno ostacolato gli attivi growth a lunga scadenza, penalizzando il tema in generale. Inoltre, l'inflazione derivante dalle strozzature all'offerta (a nostro avviso transitorie) e dal notevole aumento dei costi di trasporto ha alimentato le preoccupazioni del mercato riguardo a una possibile compressione di margini e profitti.

Infine, sempre più investitori faticano a trovare approcci adeguati per valutare il tipo di aziende innovative generalmente associate alla crescita tematica. Per stabilire il valore delle aziende innovative, noi applichiamo modelli top-down al "total addressable market" (la domanda totale potenziale per un prodotto o servizio), oltre alla teoria del ciclo di vita della tecnologia e alla modellazione dei flussi di cassa scontati a lungo termine.

### VALUTAZIONI INTERESSANTI

Nell'ultima parte del 2021, le valutazioni nell'universo tematico ambientale sono scese al livello minimo in tre anni. Nel frattempo, le società del segmento hanno generalmente archiviato una delle stagioni degli utili migliori degli ultimi 20 anni, grazie a una domanda ampiamente superiore all'offerta.

Le valutazioni per il nostro universo legato all'innovazione della transizione energetica equivalgono ora a meno della metà di quelle delle azioni incluse nell'indice statunitense Nasdaq<sup>1</sup>, a fronte di un multiplo di 1,7x sulla crescita degli utili (crescita annuale composta a 3 anni).

Pensando al 2022, non c'è quindi da stupirsi se siamo più ottimisti riguardo al tema ambientale che ai mercati azionari in generale, dove probabilmente assisteremo a una certa volatilità nel tira e molla di interventi monetari, ritmo di incremento dei tassi d'interesse e andamento degli utili. Questa dinamica dovrebbe andare a vantaggio della nostra strategia absolute return long/short incentrata sul tema ambientale, che tende a prosperare nelle fasi di incertezza e volatilità dei mercati.

## LA SELEZIONE DEI TITOLI SARÀ CRUCIALE NEL 2022

Il 2021 è stato caratterizzato da una dispersione storicamente ampia della performance a livello settoriale, con gli indici MSCI World Integrated Oil & Gas e MSCI World Financials saliti rispettivamente del 41% e del 31%, a fronte di un -7% per l'MSCI Global Alternative Energy. Questa dinamica ha generato a sua volta una forte volatilità e dispersione tra gli stili growth e value.

Nel 2022 potremmo assistere verosimilmente a una sostanziale inversione di questa tendenza. Anche se sposiamo l'idea del picco petrolifero e dell'impennata dei prezzi, siamo comunque convinti che un ritrovato equilibrio nel mercato petrolifero, abbinato al contenimento della domanda, riporteranno in carreggiata le quotazioni nel medio e lungo termine. Con la volatilità dei prezzi di gas ed energia, il mondo si è reso conto della necessità di accelerare la costruzione di infrastrutture per le fonti rinnovabili, compresi l'eolico, il solare, lo stoccaggio di energia e l'idrogeno, imprescindibili sia per decarbonizzare le economie che per raggiungere la sicurezza energetica e geopolitica.

**Accelerazione della crescita demografica, cambiamenti climatici,  
forte pressione sui sistemi alimentari: ecco perché investire  
in strategie ambientali dovrebbe essere una priorità**

Con l'espansione demografica che continua ad accelerare e che, insieme ai cambiamenti climatici, accresce la pressione sui sistemi alimentari globali, l'inflazione dei prezzi alimentari aumenta. Questo è uno dei motivi per cui investire nel ripristino dei suoli e degli oceani è diventata una priorità assoluta per il mondo politico ed è anche un tema centrale della nostra strategia di recupero degli ecosistemi.

A livello tematico, le opportunità d'investimento più interessanti risiedono a nostro avviso nelle aziende che operano con notevoli vantaggi competitivi, in particolare nei segmenti con elevate barriere d'ingresso. Apprezziamo anche le piattaforme aziendali, che possono contare su un forte vantaggio operativo grazie all'upselling e ai ricavi da servizi, rispetto alle realtà manifatturiere e ai produttori di beni intermedi in ambiti più commoditizzati della catena di fornitura, dove la concorrenza è agguerrita e i margini più ristretti.

## L'INVESTIMENTO TEMATICO PUÒ CONTRIBUIRE A REALIZZARE LE PRIORITÀ DELLA COP26

La Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici COP26 ha mosso passi incoraggianti verso l'assunzione di grandi impegni per il clima e accordi politici per promuovere lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che contribuiscano a una riduzione significativa delle emissioni di CO<sub>2</sub> e metano, nonché al ripristino e alla tutela del capitale naturale dell'intero pianeta.

I principali ambiti di discussione alla COP26 sono stati:

- Idrogeno verde
- Energia solare residenziale
- Sviluppo dell'energia eolica offshore
- Stoccaggio di energia per ridurre le emissioni di carbonio
- Soluzioni pratiche di imballaggio per ridurre l'inquinamento da plastica
- Itticoltura con sistemi basati su terra per affrontare il problema del depauperamento dei mari
- Metodi di agricoltura sostenibile per proteggere le terre di tutto il mondo.

Tutti questi ambiti rappresentano dei temi d'investimento coperti dall'Environmental Strategies Group di BNP Paribas Asset Management.

**PAM HEGARTY**

Portfolio manager,  
Disruptive Technology

**VINCENT NICHOLS**

Investment specialist

## Le misure di distanziamento lasciano intendere un futuro ancora più brillante per la disruptive technology



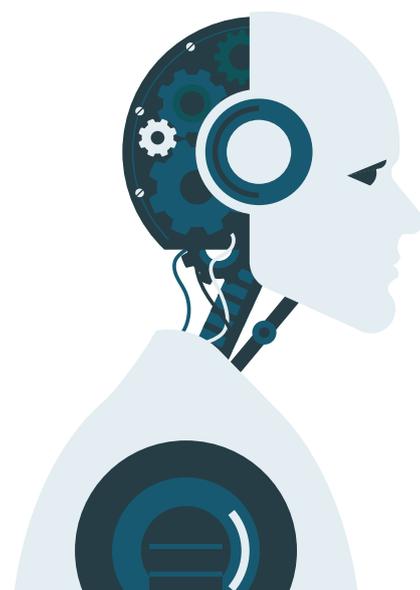
Le tendenze dirompenti nella tecnologia erano già diffuse quando il blocco sociale ed economico dovuto alla pandemia ha innescato un cambiamento sismico nel nostro modo di lavorare, spendere e comunicare. Il passaggio improvviso a uno stile di vita socialmente distanziato ha accelerato questi trend e ha fatto esplodere la domanda di tecnologie e innovazioni che forniscono soluzioni virtuali per le più svariate interazioni quotidiane.

Molte delle soluzioni digitali che hanno reso possibile – e più sopportabile – il distanziamento sociale ci hanno mostrato un modo di vivere più semplice, anche rispetto ai tempi pre-pandemici. La pandemia ha semplicemente accelerato una trasformazione che altrimenti si sarebbe manifestata nel corso di molti anni.

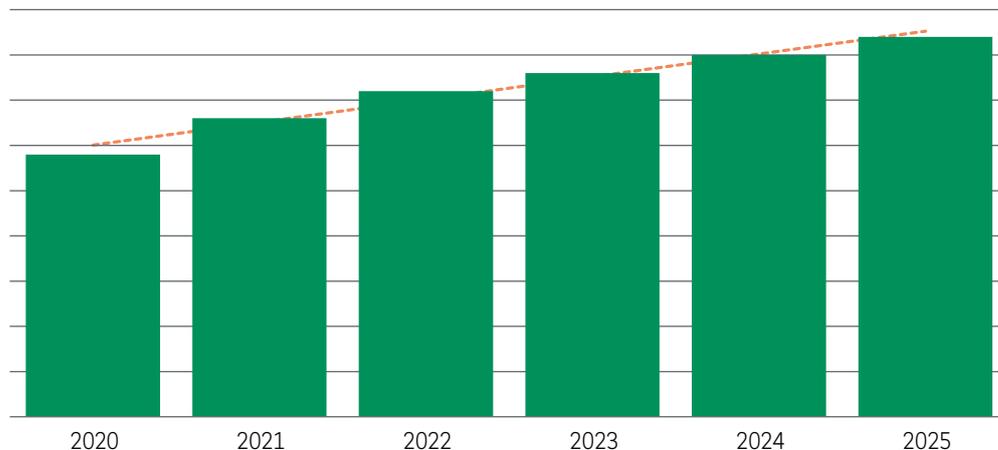
### IL LAVORO DA REMOTO È DESTINATO A PERMANERE

Le pratiche di lavoro flessibile esistono già da tempo ed è improbabile che l'adozione diffusa del cosiddetto "remote working" si interrompa una volta sconfitto definitivamente il coronavirus. La pandemia ha impresso ulteriore slancio anche all'automazione, in particolare nel settore dei servizi, dove il distanziamento sociale ha costretto molti lavoratori a restare a casa per mesi.

L'e-commerce ha preso sempre più piede, incentivando la pubblicità sul web e i servizi di pagamento elettronico. Con esso sono nati anche numerosi magazzini fisici e automatizzati e le consegne a domicilio hanno registrato un vero e proprio boom. Sempre più aziende abbineranno i canali fisici a quelli online, mentre la realtà aumentata regalerà un'esperienza d'acquisto più semplice e piacevole e i prezzi dinamici adeguati in base alla domanda dei consumatori faranno lievitare fatturato e utili.



**Grafico 1:** L'e-commerce sembra destinato a un futuro brillante grazie a tendenze come lo shopping multicanale, l'avvento del visual commerce e prezzi dinamici guidati dai dati



Cinque tendenze che definiranno il futuro dell'e-commerce; fonte: Logiq, via Visual Capitalist; ottobre 2021

## STRUMENTI TECNOLOGICI PER SUPERARE PROBLEMI COMPLESSI IN MOLTI SETTORI

I big data, l'intelligenza artificiale, l'analisi dei dati e la sicurezza informatica sono considerati ora strumenti essenziali per superare i complessi problemi economici, demografici e sociali che molti settori sono chiamati ad affrontare. La trasformazione digitale è diventata inevitabile in tutta la società e impone l'intervento dei governi per evitare un ampliamento del divario digitale nella popolazione.

Come con ogni iterazione dell'evoluzione digitale, il 5G è destinato a trasformare il nostro modo di utilizzare la tecnologia. La sua potenza in termini di velocità e portata dovrebbe espandere ulteriormente il mercato della connettività intelligente a livello domestico e aziendale, implicando al contempo un maggiore ricorso ai big data, all'intelligenza artificiale e ai veicoli automatici.

Il disegno di legge bipartisan sulle infrastrutture da 1.200 miliardi di dollari approvato di recente dal Congresso americano fungerà da ulteriore catalizzatore. Anche la diffusione della banda larga satellitare è ben avviata e promette di estendere la copertura globale di internet alle aree rurali e remote, attualmente poco servite. Si tratterebbe di un progresso davvero trasformativo per le comunità, soprattutto nel mondo in via di sviluppo.



**Il settore tecnologico merita un multiplo di premio grazie alle sue eccellenti prospettive di crescita e ai generosi rendimenti sul capitale investito**

## **LE AUTORITÀ NORMATIVE CONTROLLANO OGNI SOCIETÀ E GLI INVESTITORI DOVREBBERO FARE LO STESSO**

A livello globale, il settore tecnologico deve fare i conti con un crescente controllo normativo sulla protezione dei dati e il potere monopolistico dei principali provider di piattaforme. Di recente, in Cina abbiamo assistito a un'escalation delle tensioni tra il governo e diversi giganti tech.

Negli Stati Uniti, questi temi trovano interesse e impegno normativo bipartisan e stanno acquistando rilevanza. La legislazione proposta introdurrebbe cambiamenti radicali sia nelle modalità di applicazione delle normative antitrust sia nel modo in cui le aziende gestiscono e controllano le proprie piattaforme. L'impatto commerciale sulla redditività delle aziende interessate può variare in misura considerevole, motivo per cui riteniamo che l'analisi fondamentale delle singole aziende sia cruciale per valutare gli effetti sulle strategie d'investimento.

Un'altra preoccupazione riguarda le persistenti carenze e interruzioni nelle catene di approvvigionamento, che potrebbero continuare a influenzare le attività delle aziende tecnologiche, in particolare di quelle che forniscono beni fisici. Ad oggi, i blocchi dovuti al Covid si confermano una fonte di incertezza. E considerati i tempi necessari per costruire e attrezzare nuove fabbriche, un eventuale aumento delle forniture di semiconduttori sarà comunque molto lento. Ci vorrà del tempo anche perché le aziende e i paesi superino le difficoltà legate alle spedizioni e alla logistica.

Ad ogni modo, ci aspettiamo che la domanda di semiconduttori sarà moderata dalla diminuzione degli stimoli per i consumatori. Alcune complicazioni dovrebbero risolversi nel corso dell'anno, aprendo le porte a un conseguente miglioramento dell'offerta.

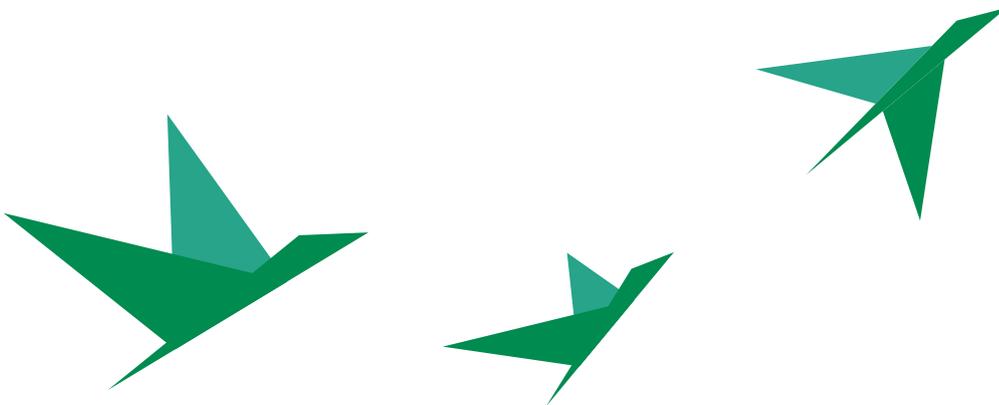


## LE TENDENZE DI CRESCITA SOTTOSTANTI DOVREBBERO SUPERARE L'INFLAZIONE A BREVE TERMINE

Che dire dell'inflazione e dell'aumento dei tassi d'interesse? La potenziale debolezza dei mercati obbligazionari rappresenta un rischio per le società tecnologiche in forte crescita con flussi di cassa futuri scontati a più lungo termine. Se l'inflazione rimarrà per molto tempo oltre il trend, i titoli tecnologici potrebbero sottoperformare, seppure per un breve periodo, considerate le forti tendenze di crescita incentrate su ambiti come il cloud computing, l'automazione e Internet delle cose. Cerchiamo di mitigare il rischio di rialzo dell'inflazione e dei tassi d'interesse gestendo la dimensione delle posizioni e bilanciando i titoli a crescita e valutazioni elevate con investimenti in società a crescita più stabile e con valutazioni convincenti.

Le valutazioni relative al settore tecnologico sono attualmente superiori alle medie storiche in alcuni ambiti, come quello dei software in forte espansione. Tuttavia, crediamo che il settore meriti un multiplo di premio rispetto al resto del mercato grazie al miglioramento dei rendimenti sul capitale investito (ROIC) e alle eccellenti prospettive di crescita.

A nostro avviso, la spesa nel settore IT rimarrà sostenuta, mentre il segmento industriale e quello automobilistico incontreranno un'ingente domanda di chip e componenti. Secondo gli esperti, nel 2022 la cospicua spesa informatica a livello mondiale si assesterà, pur rimanendo a un livello elevato. Gartner prevede un aumento degli investimenti aziendali globali in sistemi IT pari al 9,5% per il 2021, seguito dal 5,5% nel 2022 (ottobre 2021, Gartner Inc.). In base ai sondaggi dei professionisti IT, la spesa confluirà soprattutto nella sicurezza informatica, nella migrazione al cloud, nei tool di collaborazione e nell'analisi dei dati. Questi ambiti sono ben allineati alla nostra visione sui principali temi di crescita secolare e sulle tecnologie fondamentali.



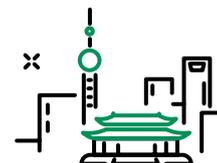


**CHI LO**

Senior market strategist APAC

## Prospettive per la Cina

Alcuni pensieri non convenzionali



Anche se il mercato parrebbe ampiamente concorde riguardo alla crescita del PIL cinese nel 2022, c'è meno chiarezza sulle prospettive a tre-cinque anni. Svariate questioni, infatti, potrebbero rallentare lo slancio congiunturale nel 2022 – dal calo delle esportazioni a un'ulteriore riforma normativa, dalla politica "zero Covid" di Pechino al controllo delle emissioni di anidride carbonica e al raffreddamento del mercato immobiliare. Mancano anche gli "spiriti animali" per stimolare gli investimenti privati.

### EVITARE SEGNALI POLITICI INUTILI

Un cauto ritocco alla politica macroeconomica riuscirebbe a compensare solo in parte questi venti contrari. Il Partito sembra più tollerante nei confronti di un rallentamento della crescita, consapevole che questo è il prezzo da pagare quando si attribuisce la massima priorità alla riduzione del debito, al taglio delle emissioni di anidride carbonica e all'attuazione di ulteriori riforme. Per il 2022 la gestione economica del governo sembra più concentrata sulla risoluzione dei problemi strutturali e delle perturbazioni a livello di offerta, in particolare la carenza di energia, l'aumento dei prezzi energetici e l'inflazione dei prezzi alla produzione.

Posti questi obiettivi, è altamente improbabile che la People's Bank of China aprirà i rubinetti monetari, per evitare di inviare segnali di allentamento politico, che potrebbero alimentare l'inflazione e far deragliare gli sforzi di riduzione del debito e gli impegni "Go Green" del governo.

**Gli investimenti in ambiti "Go Green"  
e lo sviluppo dell'hard tech  
dovrebbero ravvivare lo slancio di crescita cinese**

### CONSIDERAZIONI STRUTTURALI NEL DIBATTITO SULLA CRESCITA

È convinzione comune che la crescita annuale del PIL cinese scenderà al 4%-5% nei prossimi tre-cinque anni. Tuttavia, il mercato potrebbe aver trascurato l'impatto sulle prospettive di un ritorno dell'industrializzazione accompagnato da cambiamenti strutturali.

Complice la nuova tattica di riforma di Pechino, il settore manifatturiero ha riconquistato il favore della politica. Il Partito infatti favorisce le attività manifatturiere ad alto valore aggiunto e la produzione di hard tech rispetto ai segmenti tradizionali e agli investimenti in campo soft tech. Per hard tech, o tecnologia profonda, si intende la produzione di hardware e componenti che consentono lo sviluppo strategico e high-tech di un paese. La soft tech si riferisce invece allo sviluppo dell'e-commerce, che soddisfa una domanda di consumo non strategica.

Nel 2005 il settore interno cinese ha avviato un lento processo di ribilanciamento, che ha comportato la riduzione dei costi e il miglioramento delle infrastrutture per diffondere l'industrializzazione anche nelle province più povere (Grafico 1). La strategia si è tradotta in una divisione regionale del lavoro: la costosa zona orientale ha spostato l'attenzione dal settore manifatturiero a quello dei servizi ad alto

valore aggiunto, mentre alle regioni interne più convenienti sono toccate le attività produttive a basso valore aggiunto. Questa migrazione potrebbe creare uno slancio in grado di mantenere il tasso medio di crescita del PIL cinese oltre il 4-5% anche dopo il 2022.

**Grafico 1:** La migrazione industriale verso l'interno\* è pronta a ripartire



\*Include: Anhui, Chongqing, Gansu, Guizhou, Guangxi, Heilongjiang, Henan, Hubei, Hunan, Mongolia interna, Jiangxi, Jilin, Ningxia, Qinghai, Shaanxi, Shanxi, Sichuan, Tibet, Xinjiang e Yunnan  
Dati al novembre 2021; fonti: CEIC, BNP Paribas Asset Management

Il processo di migrazione si è però invertito nel 2013 (si veda Grafico 1), quando Pechino ha spostato i motori della crescita economica dagli investimenti e dalla produzione ai servizi e ai consumi. Questa mossa ha ampliato la quota del PIL rappresentata dal settore terziario, a discapito di quello secondario. L'espansione complessiva del PIL è rallentata, riflettendo la politica dell'epoca di Pechino, che prevedeva un compromesso fra una crescita più lenta, ma qualitativamente migliore.

Con questo approccio di riforma, è probabile che la migrazione industriale verso le province interne riprenda, con in testa i settori ad alto valore aggiunto. Gli sforzi del governo per raggiungere la neutralità carbonica entro il 2060 sono destinati ad aprire le porte a nuovi segmenti in crescita e a offrire opportunità d'investimento per rimpiazzare quelli "al capolinea".

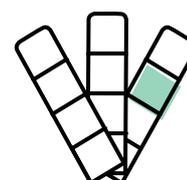
## OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO IN NUOVI SETTORI

La Cina ha bisogno di aggiornare le infrastrutture della rete elettrica e sviluppare sistemi di stoccaggio dell'energia per migliorare la fornitura e la distribuzione. Inoltre, deve ridurre il consumo di combustibili fossili ricorrendo a più elettricità verde, e accrescere l'efficienza energetica promuovendo una transizione strutturale dall'industria pesante a elevata intensità energetica verso segmenti ad alto valore aggiunto. Per il prossimo decennio, gli investimenti nei nuovi settori sono stimati nell'ordine dei 5.000 miliardi di RMB (781 miliardi di dollari) l'anno, equivalenti a circa il 10% degli investimenti annuali totali della Cina in attività fisse.

La mobilitazione del capitale privato è fondamentale per sostenere gli investimenti in campo "Go Green". Insieme allo sviluppo dell'hard tech, ciò dovrebbe ravvivare lo slancio di crescita del PIL cinese e rafforzare la produttività del paese nel medio termine. Solo il tempo ci dirà come si evolveranno queste tendenze, ma ci sono già spunti utili per valutare le prospettive di crescita della Cina e capire in che modo gli investitori possono organizzare al meglio le loro strategie nel 2022.



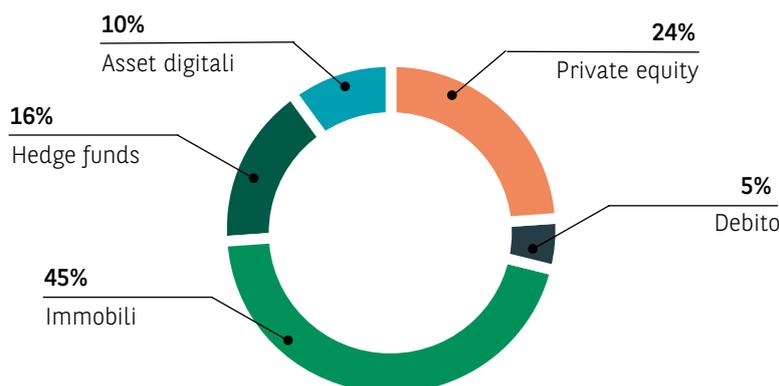
**DAVID BOUCHOUCHA**  
Head of Private Debt  
and Real Assets



## Finanziare la crescita economica con il debito privato

Le attività quotate non sono più sufficienti a costruire un portafoglio d'investimento. Il debito privato sta diventando una componente centrale dell'allocazione.

**Grafico 1:** Ripartizione degli strumenti alternativi per settore (al 3° trimestre 2021, in base alla capitalizzazione di mercato)



Gli "asset digitali" sono file elettronici di dati che possono essere posseduti e trasferiti da singoli individui e utilizzati come moneta per effettuare transazioni, o come supporto per archiviare contenuti immateriali, quali ad esempio opere d'arte computerizzate, video o documenti contrattuali. Esempi di asset digitali sono le criptovalute, i cosiddetti asset-backed stablecoin e i token non fungibili, ovvero certificati di proprietà di media digitali originali.

Fonte: JP Morgan, Alternative Investments Outlook and Strategy, ottobre 2021

Nonostante le recenti preoccupazioni per un possibile rallentamento della crescita economica e le implacabili pressioni sui prezzi, il quadro generale alla fine del 2021 rimane chiaro: le condizioni nei paesi del G7 stanno migliorando grazie agli stimoli fiscali e monetari, con un corollario di mercati azionari che ridefinisce i massimi storici a fronte di tassi d'interesse ancora bassi.

### UN FINANZIAMENTO IBRIDO DELL'ECONOMIA

Nell'attuale contesto di valutazioni poco allettanti per le azioni e costose per le obbligazioni, il debito privato può essere una valida alternativa. A parità di rischio offre infatti agli investitori un premio di liquidità rispetto alle obbligazioni quotate. Questo spiega perché gli afflussi nel debito privato sono stati così massicci: 120 miliardi di dollari nella prima metà del 2021 in Europa (fonte: Preqin).

La rosa degli investitori che scelgono il debito privato è sempre più nutrita, con gli assicuratori a fare da apripista, attratti dalle condizioni favorevoli riservate da Solvency 2. Seguono a ruota i fondi pensione, i fondi sovrani e persino gli investitori individuali. Molte istituzioni hanno programmi di allocazione permanente fissati al 10, al 20 o talvolta addirittura al 40% dei portafogli, con un equilibrio fra private equity, asset reali e debito.

Ovviamente il debito privato non sfugge al dibattito sull'impatto di un'eccessiva liquidità sui premi al rischio. L'enorme quantità di denaro disponibile – detta in gergo “dry powder” – contribuisce alle pressioni sui margini di credito. Ad ogni modo, i premi di liquidità sono rimasti intatti perché anche la domanda di finanziamento è aumentata.

**Con un'attenzione mirata alla sostenibilità,  
alla diversificazione e al valore relativo, un'allocazione al  
debito privato può aggiungere valore e impatto ai portafogli**

La crescita guidata dall'esplosione delle operazioni di fusione e acquisizione sta alimentando il fabbisogno di finanziamento delle società europee a media capitalizzazione. Le esigenze infrastrutturali legate alla transizione energetica e digitale sono enormi, in particolare nei punti di intersezione fra tecnologia dell'informazione e infrastrutture tradizionali: immagazzinamento dell'elettricità a batteria, infrastrutture intelligenti (reti, città, strade), elaborazione e trasmissione dei dati.

Parallelamente, le regole del Comitato di Basilea stanno fissando ulteriori vincoli per i bilanci delle banche. Il debito privato si inserisce così in un modello di finanziamento complementare per le banche e gli investitori europei.

## UN TRIPLO IMPERATIVO

Il contributo del debito privato al finanziamento della crescita è di per sé un elemento motivazionale allettante per gli investitori. Sempre più spesso il debito privato è legato al rispetto di rigidi criteri ambientali, sociali e di governance (ESG). Ed è giusto così: finanziare l'economia va bene, ma finanziare l'economia del futuro è ancora meglio!

Soddisfare i requisiti ESG richiede ingenti risorse e un approccio ad hoc per ogni attività sottostante. Per i nostri portafogli di prestiti infrastrutturali e immobiliari, misuriamo l'impatto ambientale e delle emissioni di anidride carbonica e, ad esempio, il numero di famiglie che ottengono accesso alle reti digitali. Nel caso di una piccola o media impresa, si tratta di valutare la sensibilità della dirigenza riguardo ai temi ESG e analizzare le scelte compiute.

Un secondo pilastro portante degli investimenti – la diversificazione – vale anche per il debito privato. La pandemia ha dimostrato agli investitori che settori apparentemente robusti non sono necessariamente immuni agli shock. Il rischio di valutazioni eccessive per gli asset più ricercati ci spinge come gestori a considerare una gamma più ampia di attività. Ecco perché riteniamo che per investire in infrastrutture e proprietà immobiliari sia essenziale un approccio multisettoriale. In tal senso analizziamo un'ampia gamma di aziende, applicando varie strategie alle PMI e optando per un metodo di finanziamento ancora più granulare basato sui mutui.

Infine, ogni decisione di credito deve basarsi sulla ricerca di un giusto compenso per il rischio assunto. Un classico rapporto a cui si attengono i gestori patrimoniali è l'indice di selettività dei casi. Abbiamo notato che molte opportunità di credito apparentemente valide vanno invece scartate perché in realtà non offrono un livello equo di remunerazione. Ecco perché integriamo nel nostro processo d'investimento un calcolo sistematico del premio di liquidità basato sulla nostra analisi delle controparti quotate.

Siamo convinti che soddisfacendo questi tre presupposti – sostenibilità, diversificazione e valore relativo – riusciremo a conferire valore aggiunto e impatto ai portafogli gestendo attivamente le allocazioni al debito privato.

## 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](mailto:AM.investmentinsights@bnpparibas.com)

Gli investimenti sono soggetti alle fluttuazioni del mercato e ai rischi inerenti gli investimenti in titoli. Il valore degli investimenti e il reddito che generano può diminuire così come aumentare ed è possibile che gli investitori non recuperino il loro investimento poiché gli strumenti descritti sono soggetti al rischio di perdita di capitale.

Gli investimenti nei mercati emergenti, o in settori specializzati o ristretti, possono presentare un'instabilità superiore alla media riconducibile ai seguenti fattori: elevato grado di concentrazione delle posizioni, maggiori incertezze dovute alla scarsità di informazioni disponibili, minore liquidità o maggiore sensibilità ai cambiamenti delle condizioni di mercato (situazione sociale, economica e politica).

Inoltre, alcuni mercati emergenti offrono condizioni operative meno sicure rispetto alla maggioranza di mercati dei paesi avanzati, e pertanto i servizi relativi alle transazioni del portafoglio, alle liquidazioni ed alla custodia per i fondi che investono su mercati emergenti potrebbero comportare rischi maggiori.

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

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

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

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

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

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

Tutte le informazioni riportate nel presente documento sono disponibili gratuitamente sul sito web [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).



Scarica l'app Investors' Corner



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

**L'investimento  
sostenibile per un  
mondo che cambia**