



## Ventidue anni a fianco di Telethon



DICEMBRE 2013

### FOCUS

Semestre europeo:  
cosa cambia?  
2

### STRATEGIE

Maggiore incertezza  
sull'outlook  
economico  
4

View sulle obbligazioni  
governative: negativa  
5

Temporanea debolezza  
del dollaro U.S.  
5

I mercati azionari:  
l'asset class con le migliori  
prospettive per il futuro  
6

### NEWS DAL GRUPPO

BNP Paribas  
Wealth Management  
premiata come  
"Eccellente Private Bank  
in Europa nel 2013" da  
Private Banker International  
7



Era il 1992 quando BNL è diventata partner di Telethon. Un lungo viaggio che si ripete di anno in anno, con rinnovata energia e crescente soddisfazione. Oggi, dopo 22 anni a fianco della ricerca, BNL Gruppo BNP Paribas può dire che la Responsabilità Sociale d'Impresa sia uno dei tratti distintivi della propria identità. Il Tennis, il Cinema, EduCare e ovviamente Telethon sono tutti progetti accomunati da valori che per la Banca sono dei pilastri: l'impegno, il merito e la determinazione. E nell'anno del suo centenario, parlare di BNL come Banca socialmente responsabile assume un significato ancor più importante, perché simbolico.

234 milioni raccolti, circa il 50 per cento della somma complessiva raccolta in questi anni da Telethon, uno dei maggiori fund raising europei. 1500 i ricercatori finanziati che hanno lavorato su 2400 progetti, studiando 445 malattie genetiche.

Proprio nel 2013, ad esempio, lo staff di ricerca coordinato dal Prof. Naldini, che opera presso l'Istituto Telethon per la Terapia Genica di Milano, ha pubblicato alcuni risultati di rilevanza mondiale su due malattie genetiche molto rare e fino ad ora prive di soluzioni. Grazie a questo è stato possibile intervenire, con risultati molto incoraggianti, già su 6 bambini.

I numeri sono importanti, ma non solo. Questa raccolta è un patrimonio che va oltre le cifre. È fatta di speranze, di eccellenze mondiali nella ricerca e di posti di lavoro creati. Essere una Banca socialmente responsabile vuol dire sostenere il Paese sotto tutti i punti di vista: creare un ponte tra i propri Clienti e i loro progetti; diffondere la cultura, investire sui giovani, dare credito a tutte quelle iniziative significative per il futuro, come la ricerca.

La partnership con Telethon ha rappresentato un'occasione non solo per dare ma anche per ricevere. Abbiamo imparato che le malattie genetiche, considerate rare e a cui vanno pochissimi fondi pubblici, colpiscono il 5% della popolazione. E abbiamo imparato che con la determinazione e l'impegno di tutti una soluzione è possibile.

Un impegno che ci coinvolge tutto l'anno, rappresentativamente racchiuso nella Maratona TV che nel 2013 si svolgerà il 13, 14 e 15 dicembre. Un impegno ricambiato dall'orgoglio per i risultati raggiunti, possibili solo grazie alla partecipazione di tutti i nostri Clienti. Il senso profondo di un progetto che possiamo definire "etico" si trova all'interno di concetti come coraggio, passione, entusiasmo e partecipazione. Queste sono le parole con cui è possibile raccontare lo spirito con cui BNL affianca Telethon.

Un progetto solidale, concreto e responsabile. Etico.



**Manfredo Carfagnini,**

Responsabile Private Banking BNL-BNP Paribas



# Semestre europeo: cosa cambia?

Con il Fiscal Compact la "governance" europea dei conti pubblici cambia pelle. Non basterà più rispettare il tre per cento del rapporto tra deficit e PIL. Servirà fare le riforme strutturali. Un impegno per l'Italia.



**Giovanni Ajassa**

Responsabile Servizio Studi  
BNL Gruppo BNP Paribas



Se non si riesce a bandirli, si può provare almeno a spiegarli. Parliamo della complicata schiera di acronimi e di sigle ben poco intelleggibili che declinano la nuova "governance" delle finanze pubbliche e delle politiche economiche europee. È il mondo che aggiunge al rispetto delle vecchie regole del Patto di Stabilità e Crescita l'osservanza di nuovi e ben più articolati dispositivi. Parliamo del "Semestre Europeo", che è cosa ben diversa dai sei mesi di presidenza dell'Unione che a giugno 2014 vedranno scendere in campo l'Italia. Parliamo del "Six Pack", del "Two Pack" e del "Trattato sul coordinamento, la stabilità e la governance nell'Unione economica e monetaria" altrimenti noto con il binomio inglese di "Fiscal Compact".

Per orientarsi nel nuovo mondo regolamentare la Direzione Generale degli Affari Economici e Finanziari della Commissione Europea – guidata dall'italiano Marco Buti – ha stilato un eccellente vademecum in lingua inglese che è consultabile on-line. Per chi vuole rimanere sull'italiano, la portata della nuova "governance" si coglie anche solo sfogliando la nostra "Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza". Basta scorrere l'indice del documento.

C'è un capitolo che prima non esisteva e che si intitola "Raccomandazioni del Consiglio UE all'Italia". Le raccomandazioni in questione sono quelle trasmesse lo scorso luglio all'Italia nell'ambito della nuova procedura del "Semestre Europeo". A queste raccomandazioni il Documento di Economia e Finanza offre un puntuale riscontro. È la nuova "governance" che ha preso forma e che da seguito concreto all'idea di una interazione, sistematica e trasparente, tra autorità europee e governi nazionali.

Non più lettere riservate, comunicazioni ad hoc

magari maturate sull'onda di un'emergenza, ma un confronto regolare con date e modalità uguali per tutti.

Nel primo semestre dell'anno – il semestre europeo, per l'appunto – è Bruxelles a parlare. In autunno sono i governi nazionali a rispondere.

Entro il 15 ottobre le bozze delle leggi di stabilità – tecnicamente, i "documenti programmatici di bilancio" (DPB) – devono essere trasmesse all'attenzione della Commissione europea. È quanto hanno fatto le cancellerie europee nelle scorse settimane, Italia compresa.

A loro volta, le autorità di Bruxelles hanno tempo fino al 30 novembre per emettere un parere argomentato circa la conformità dei programmi di bilancio alle raccomandazioni formulate nell'ambito del Semestre europeo nonché la congruità delle manovre rispetto agli obiettivi programmatici indicati dagli Stati membri. Nel caso di una "serious non-compliance with the SGP" ovvero di una rilevante

difformità dei piani di bilancio rispetto agli obblighi assunti ai sensi del Patto europeo di Stabilità, la Commissione europea può chiedere al paese membro la riscrittura del documento programmatico di bilancio.

L'eventuale inadempienza viene colta non solo nell'ambito "quantitativo" della verifica dei valori programmati dei saldi di finanza pubblica, ma anche in quello "qualitativo" del seguito che il paese membro mostra di dare alle raccomandazioni sulle riforme strutturali ricevute da Bruxelles. Non solo il rispetto del "quantum", ma anche il compimento del "quid".

Nel nuovo quadro, per superare il vaglio comunitario non basterà mantenersi entro il tre per cento del deficit pubblico su PIL. Occorrerà anche realizzare quelle riforme strutturali su cui ci si è impegnati. È un cambiamento non di poco conto.

Nel mondo nuovo del Fiscal Compact le leggi finanziarie si scriveranno a quattro mani. Molto più che in passato, l'Europa

interagirà con le singole case nazionali. Nella sorveglianza dei saldi quantitativi come pure nel monitoraggio dell'azione strutturale di riforma.

La connessione tra raccomandazioni europee e azioni nazionali emerge nitida già oggi per il caso italiano delle scelte inerenti il sistema fiscale.

E non solo su quelle, visto che, oltre al fisco, ci sono i grandi dossier dell'efficienza e qualità della pubblica amministrazione, del sistema finanziario, del mercato del lavoro, della concorrenza e della riduzione del debito.

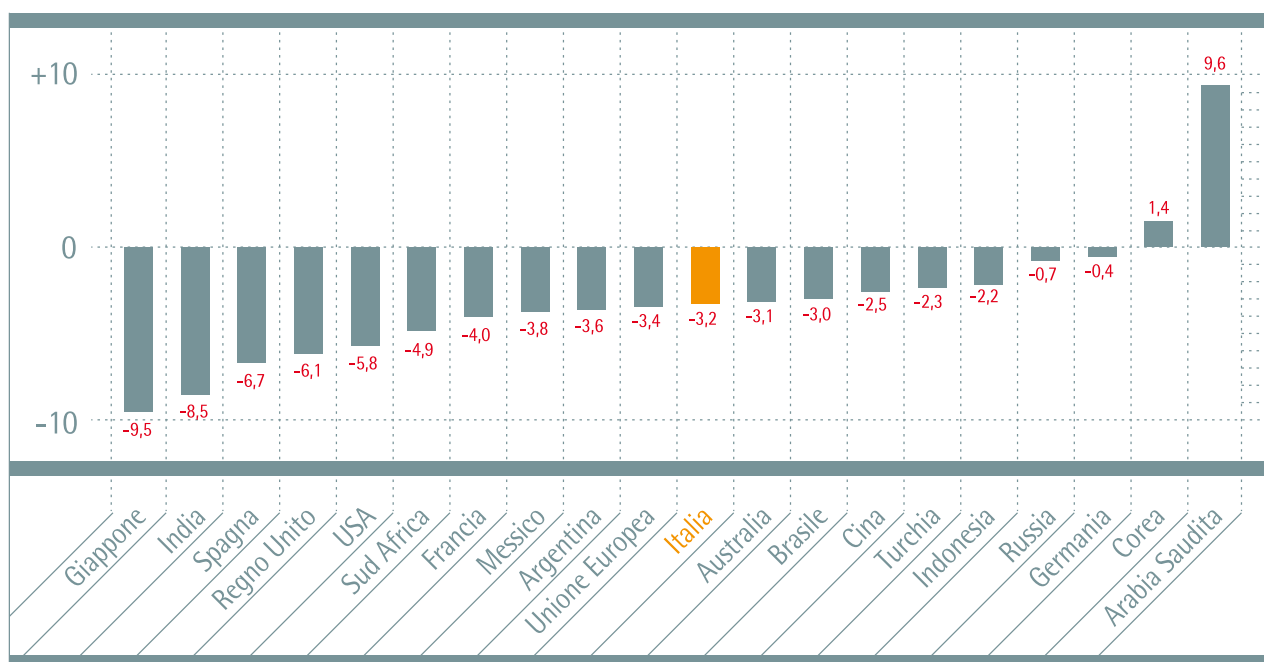
Su tutti questi temi il confronto tra raccomandazioni europee e azioni dell'Italia è già partito e proseguirà, in maniera trasparente e sistematica.

Certo, in Italia come altrove, ai Parlamenti nazionali spetterà sempre l'ultima parola nella sovranità sulla politica di bilancio.

Ma la nuova "governance" europea dei conti pubblici, se ben usata, potrà aiutare tutti a guardare più lontano.

## Deficit pubblico in % del PIL nel G20

(anno 2013; elab. Servizio Studi BNL su FMI, WEO ottobre 2013)





# Maggiore incertezza sull'outlook economico



**Manuela Maccia**  
Responsabile Offerta ed Advisory

Nel corso dei prossimi trimestri, ci aspettiamo alcune differenze nei sentieri di crescita economica tra i paesi sviluppati ed i paesi emergenti.

Mentre i paesi sviluppati proseguono sul sentiero di ripresa, infatti, i paesi emergenti stanno attraversando una fase di rallentamento nel trend di crescita.

In questo momento, la principale fonte di incertezza per lo scenario macroeconomico resta il quadro politico.

Negli Stati Uniti la negoziazione politica si è finalmente conclusa il 17 ottobre quando il Congresso ha annunciato un accordo che ha consentito la fine dello shut-down del Governo permettendo l'estensione del finanziamento fino al 15 gennaio. La scadenza sul tetto del debito è invece rinviata al 7 febbraio.

Questa continua incertezza sulla politica fiscale, e gli effetti temporanei che avrà nell'interpretazione dei dati economici, suggerisce che la FED potrebbe attendere fino a marzo prima di iniziare a ridurre i suoi

acquisti di titoli (il cosiddetto "tapering"). Questo sarà un passaggio fondamentale verso la normalizzazione dei tassi di interesse e rappresenterebbe anche un chiaro segnale che le autorità monetarie sono fiduciose circa la sostenibilità della ripresa.

Anche in Europa permane l'incertezza circa la politica monetaria della BCE.

L'inflazione nell'area euro è in continuo calo ed è di recente scesa sotto l'importante barriera dell'1%, segnando un aumento dei prezzi dello 0,7% rispetto al mese di ottobre dello scorso anno.

Si tratta di un valore ben al di sotto della media (2%) degli ultimi 13 anni. In un contesto macroeconomico caratterizzato ancora da modesti tassi di crescita prospettica, il rischio di una possibile dinamica deflattiva sarà certamente oggetto di attenzione da parte della BCE. Il mercato ha iniziato a scontare la possibilità che la Banca Centrale da qui a

fine anno potesse intraprendere ulteriori azioni accomodanti, o tramite una riduzione del tasso di interesse di riferimento – come effettivamente avvenuto il 7 novembre u.s. – o tramite misure di iniezioni di liquidità, volte a contrastare anche l'eccessivo rafforzamento dell'euro sul mercato dei cambi. Infine, le prospettive per le economie emergenti si stanno deteriorando ed il trade-off tra crescita economica e inflazione è meno favorevole rispetto a qualche mese fa. Le principali Banche Centrali di tali paesi hanno reagito con interventi diretti sui mercati valutari o con aumenti dei tassi di interesse al fine di limitare il deprezzamento delle valute locali.

Tuttavia lo scenario è meno negativo per la Cina, dove ci aspettiamo di assistere ad una graduale stabilizzazione della crescita economica e dove i timori circa un netto rallentamento verso una crescita strutturalmente più debole dovrebbero gradualmente attenuarsi.





## View sulle obbligazioni governative: negativa

In linea con quanto ci attendevamo, il recente cambiamento delle aspettative sulla politica monetaria della FED (posticipo del *tapering*) ha spinto al ribasso i rendimenti delle obbligazioni e il decennale americano è tornato puntualmente a 2.50% ad ottobre. Riteniamo però che ormai il grosso della discesa sia alle spalle e che **i rendimenti dei bond dovrebbero ritornare su un sentiero rialzista. Gli investitori che vogliono ridurre la loro esposizione ai bond governativi possono utilizzare questa opportunità per farlo.** Riguardo alle obbligazioni dei paesi periferici europei, gli spread di rendimento verso i bond tedeschi dovrebbero essere soggetti a volatilità nei prossimi mesi. Il mercato obbligazionario sembra essere entrato in una fase di trading range guidato dalle mutevoli dinamiche tecniche di liquidità (scadenze/emissioni).

Bassi tassi di inflazione e Banche Centrali accomodanti rappresentano un mix ottimale per i mercati obbligazionari; tuttavia, gli attuali rendimenti offerti mediamente dai titoli governativi e corporate dell'area euro non sembrano essere particolarmente remunerativi dei rischi ad essi associati.

Bond governativi italiani: il favorevole contesto tecnico (emissioni/rimborsi) e la prevalente detenzione domestica sono fattori di supporto per i nostri titoli governativi.

Il successo del Tesoro nell'emissione del nuovo BTP Italia potrebbe rappresentare un *catalyst* positivo per l'intera curva.

Il principale rischio è connesso all'instabilità politica interna e ad un eventuale downgrade da parte di S&P e/o Moody's.

**Obbligazioni di diversificazione: manteniamo una preferenza relativa per il comparto HY e suggeriamo acquisti tattici sulla parte più bassa dell'IG.**

Per quanto riguarda l'Investment Grade continuiamo a consigliare acquisti selettivi nell'area di rating BBB. Sulle Obbligazioni Corporate italiane consigliamo agli investitori con sufficiente tolleranza al rischio di mantenere le posizioni con scadenze più brevi (fino a 5 anni). Le Obbligazioni High Yield offriranno un carry interessante fintanto che i tassi di default attesi sono bassi. Anche le Obbligazioni Convertibili offrono un attraente profilo rendimento-rischio.

### Debito emergente

Manteniamo una view cauta sulle obbligazioni dei mercati emergenti in valute forti a causa delle preoccupazioni che si sono manifestate nell'intero universo degli emergenti. Gli investitori con una forte esposizione tramite fondi di investimento alle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale dovrebbero ridurre tale esposizione. Agli investitori Euro-based suggeriamo di effettuare switch su asset in USD in modo da mantenere la prospettiva di beneficiare di un apprezzamento della valuta statunitense.

## Temporanea debolezza del dollaro U.S.

La debolezza del dollaro che ha caratterizzato le ultime settimane può essere ricondotta alla variazione nelle aspettative relative alla politica monetaria degli Stati Uniti (posticipo del *tapering* prima da settembre a dicembre, poi ad inizio 2014). Tuttavia, la recente reazione del mercato valutario all'ultimo meeting della FED (FOMC) ha portato ad un'inversione di tendenza e il dollaro ha iniziato ad apprezzarsi, passando da 1.38 a 1.37, per poi portarsi sotto 1.35 in seguito al rilascio dell'ultimo dato dell'inflazione europea (0.7%). Tale livello è poi sceso ulteriormente con l'annuncio del taglio dei tassi di riferimento a 0.25 da parte della BCE che ha spinto temporaneamente il cambio Euro-dollaro sotto 1.33.

Guardando avanti, la FED ha segnalato in modo chiaro il suo impegno a normalizzare la politica monetaria e i tassi di interesse nel corso del prossimo anno. Di conseguenza sia i fattori fondamentali (crescita economica negli Stati Uniti più elevata) sia il differenziale atteso dei tassi di interesse suggeriscono che l'Euro sia sopravvalutato.



# I mercati azionari: l'asset class con le migliori prospettive per il futuro

I mercati azionari passeranno da un mondo guidato dalla liquidità ad uno guidato dai fondamentali macroeconomici. Non si può escludere una volatilità di breve periodo, ma il trend di crescita resta intatto.

Da un punto di vista settoriale, pertanto, preferiamo i settori pro-ciclici come Semiconductors, Capital Goods e Mining, i quali dovrebbero beneficiare di un graduale miglioramento delle condizioni di crescita. Siamo positivi anche sulle Value Stocks (Financials). Siamo prudenti sui settori difensivi (Telecom, Utilities, Consumer Staples).

**Positivi sull'area Euro:** le politiche monetarie accomodanti in corso e le attese che le autorità continueranno a prendere le decisioni giuste riguardo al deficit, al debito e ai problemi della crescita, offrono un supporto decisivo. Altri elementi positivi sono l'impatto favorevole di un rialzo degli utili sulle società e, infine, i benefici derivanti dal rafforzamento della domanda globale.

**L'azionario Usa rimane un buon investimento,** grazie a prospettive di crescita sopra la media, ad un impegno incondizionato della FED a sostegno dell'economia e alla varietà di opportunità in termini di titoli e temi.

**Alziamo a positivo il giudizio sul Giappone.** Non vediamo nel breve periodo catalizzatori per un up-side ma allo stesso tempo non vediamo potenziale di down-side che possa giustificare di aspettare ulteriormente prima di entrare in questo mercato.

Ci aspettiamo che le autorità facciano qualsiasi cosa si renda necessaria per raggiungere l'obiettivo di portare il paese fuori da tre decenni di stagnazione. Il mercato azionario giapponese è molto sensibile alla ripresa economica globale, ogni miglioramento nell'outlook delle vendite dovrebbe avere un forte impatto sui profitti societari. Un ulteriore indebolimento dello yen dovrebbe anche contribuire ad un incremento delle aspettative di crescita degli utili. Le posizioni dovrebbero essere coperte in Euro o in Dollaro, a seconda della valuta di riferimento dell'investitore.

**Siamo neutrali sui mercati emergenti** a causa della debole situazione economica nel breve periodo. La selettività sarà sempre più importante. Lo stato di salute dei fondamentali di ogni singolo paese, come l'esistenza di deficit insostenibili e l'esposizione ai prezzi delle commodity, sono fattori chiave.



# BNP Paribas Wealth Management premiata come "Eccellente Private Bank in Europa nel 2013" da Private Banker International

Questo premio colloca **BNP Paribas Wealth Management al primo posto in Europa per il secondo anno consecutivo**. Inoltre, BNP Paribas Wealth Management si è classificata finalista con menzione speciale in altre tre categorie:

**Eccellente Private Bank Asia del Nord;**  
**Eccellente Philanthropy Offering;**  
**Eccellente Wealth Manager - Customer Relationship Service and Engagement.**

Questi riconoscimenti sanciscono gli ottimi risultati da noi raggiunti nel 2013, ponendo l'accento sul nostro modello originale di *private banking*, che offre una vasta gamma di soluzioni, oltre al nostro forte impegno nei confronti della nostra clientela.

Private Banker International è una rivista

leader nel campo della gestione patrimoniale a livello globale, lanciata nel 1987.

La 23ª edizione del premio è organizzata da VRL Financial News, un brand di fama mondiale per il pensiero innovativo ed indipendente nel settore dei servizi finanziari e dei servizi professionali.

La commissione della giuria è stata composta da un comitato internazionale di Private Banker, da specialisti indipendenti del Wealth Management e da componenti della redazione della rivista.

**L'attribuzione dei premi è basata su un rigoroso processo di selezione, che inizia con la designazione dei candidati da parte di professionisti del settore.**

**I prescelti vengono poi inclusi in una rosa di candidati e sottoposti alla valutazione**

**della commissione, la quale procede alla selezione dei finalisti per ogni categoria e alla proclamazione del vincitore assoluto.**

**Il premio valuta le banche partecipanti in termini di qualità e ricchezza dei servizi offerti.**

Vincent Lecomte e Sofia Merlo, Co-CEO di BNP Paribas Wealth Management, hanno così commentato i risultati: "Questi riconoscimenti confermano ancora una volta le capacità del nostro team nella gestione della clientela nei tre principali mercati: Europa, Asia e Stati Uniti.

Inoltre è stata anche premiata la nostra competenza in materia di Philanthropy Advice."

## Questo premio si aggiunge ad altri prestigiosi riconoscimenti ottenuti da BNP Paribas Wealth Management:

- Private Banker International 2013

*Best Foreign Private Bank in Hong Kong*

- PWM / The Banker awards 2012

*Best Private Bank for Philanthropy Services*

*Best Private Bank in France*

- Asian Private Banker awards 2012

*Best Private Bank for Alternative Investments Services*

- World Finance 2013

*Best Private Bank in Western United States*

- Asiamoney Private Banking Poll 2013

*#3 Best global Private Banks in Asia as voted by HNWI's with US\$25m+ AUM*

*#1 Best Private Bank in China as voted by HNWI's with US\$1-25m AUM*

*#2 Best Private Bank in India as voted by HNWI's with US\$5-25m AUM*

*#2 Best Private Bank in Singapore as voted by HNWI's with US\$25m+ AUM*



Documento chiuso l'8/11/2013



Newsletter edita da: BNL-BNP Paribas Private Banking - Direttore Responsabile: Lucia Leva - Coordinamento editoriale: Manfredò Carfagnini - Redazione: Comunicazione Corporate, Private & Sponsorship - Art Director: Zowart - Hanno collaborato: Manuela Maccia, Giovanni Ajassa - Stampa: Arti Grafiche La Moderna.

Il presente materiale ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali. Il testo è redatto da BNL-BNP Paribas Private Banking e non deve intendersi in alcun modo quale ricerca in materia di investimenti o offerta al pubblico di prodotti finanziari, né come analisi finanziaria o altra forma di consulenza in materia di investimenti o raccomandazione generale riguardante operazioni relative a strumenti finanziari. Prima di avviare qualsivoglia specifica attività d'investimento, si invita a prendere completa visione delle caratteristiche dei singoli prodotti (finanziari, bancari o assicurativi) o dei singoli servizi, consultando la documentazione precontrattuale e gli appositi documenti informativi, previsti dalla normativa vigente. È vietata la riproduzione, anche parziale, del presente documento.