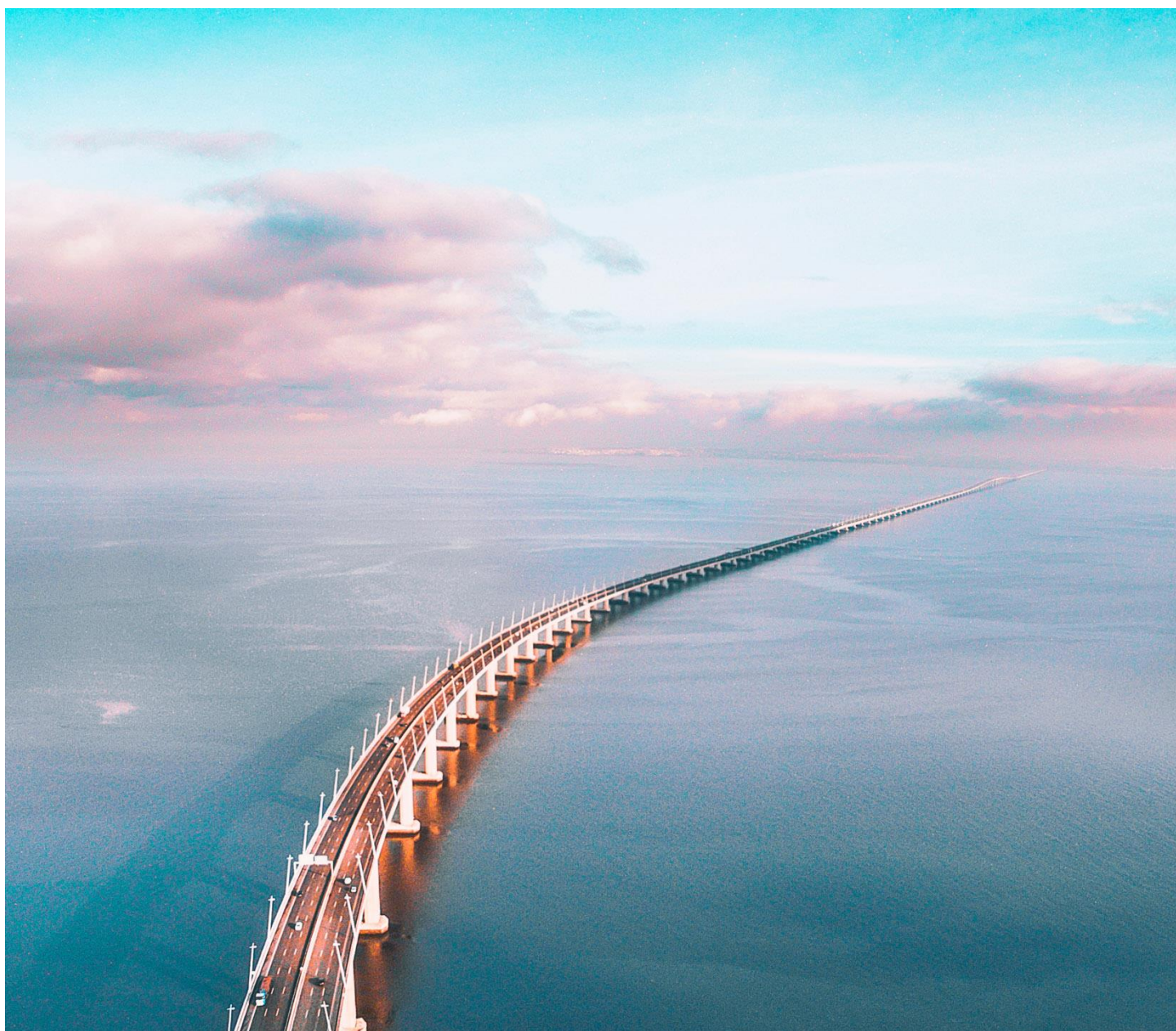


# I NOSTRI TEMI D'INVESTIMENTO PER IL 2021



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

The bank  
for a changing  
world

## Prepararsi a una nuova alba

I nostri dieci temi d'investimento per il 2021 si concentrano principalmente su temi tattici e temi strutturali orientati ai mercati azionari.

Quest'anno, abbiamo raggruppato i nostri temi per orizzonte temporale d'investimento, dal breve al lungo termine. Il nostro primo tema, intitolato **"Vaccini, Ripresa e Reflazione"** si concentra sugli attivi che dovrebbero essere i primi a recuperare nell'inversione di tendenza ciclica che prevediamo nei prossimi mesi. Ad esempio ci sono i settori che più sono supportati all'inizio del ciclo economico (come gli industriali, costruzioni e il minerario) e alcune commodities come oro, argento e le valute legate alle materie prime. Il secondo gruppo, con tre temi a medio termine, comprende **«potenziale Rendimento assoluto a bassa volatilità: la sfida di un mondo con rendimenti negativi»** (Newcits alternativi, fondi obbligazionari absolute return e prodotti strutturati), **"Alla ricerca di potenziali rendimenti"** (obbligazioni societarie e dei mercati emergenti, fondi infrastrutturali e immobili) e **"Costruire un nuovo portafoglio diversificato per un mondo in cambiamento"** (diversificazione patrimoniale attraverso alcune materie prime, valute, obbligazioni indicizzate all'inflazione USA, Newcits alternativi e private equity). Abbiamo sei temi a lungo termine divisi in due gruppi. Il primo gruppo comprende **"Enter the dragon - Cina: beneficiare dell'apertura dei mercati dei capitali e delle nuove riforme"** (azioni cinesi di classe A, settore tecnologico, obbligazioni onshore, ecc.), **"Nuove abitudini di consumo in un mondo post-lockdown"** (consumo domestico, intrattenimento/attività domiciliari, ecc.), **"Shift generazionali: come i trend demografici stanno migliorando la qualità della vita"** (nutrizione, alloggi, cure mediche, ecc.) e **"Abilitatori di nuove tecnologie"** (Artificial intelligence, Big Data, cybersecurity etc.) Il secondo gruppo affronta temi ESG (ambientali, sociali e di governance), come **"La transizione energetica e il Green Deal: opportunità a lungo termine"** (innovazione tecnologica, impianti e modalità di stoccaggio per le energie rinnovabili) e **"Una forte Corporate Governance come fonte di sovraperformance a basso rischio: investire in fiducia e redditività"**.

### Guardando indietro al 2020: che anno!

L'anno scorso rimarrà sicuramente nella nostra memoria per molto tempo. Le diverse ondate di Covid-19 e i lockdown hanno portato alla recessione più profonda ma anche alla ripresa più rapida mai registrata. I settori più colpiti sono quelli delle compagnie aeree, del turismo e dei servizi. Inoltre, il virus ha agito da potente catalizzatore per alcuni temi chiave che abbiamo selezionato un anno fa, come l'innovazione "disruptive", la digitalizzazione dei consumi e le innovazioni tecnologiche nel settore sanitario. I nostri temi legati all'ambiente hanno beneficiato degli investimenti sostenibili. Inoltre, i pacchetti di stimoli economici senza precedenti dei governi di tutto il mondo, in particolare i programmi infrastrutturali, hanno innescato una netta ripresa nel settore industriale.



### I tassi di interesse e i rendimenti bassi sono destinati a perdurare

Le banche centrali globali, di concerto, restano molto impegnate a sostenere la ripresa economica.

La Federal Reserve statunitense (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbero aumentare gli acquisti di obbligazioni nel 2021. Inoltre, la Fed sta pianificando di estendere la scadenza dei suoi acquisti di obbligazioni per sostenere le emissioni del Treasury statunitense che avranno scadenze più lunghe rispetto al passato. Ciò dovrebbe limitare il rialzo dei rendimenti statunitensi. Tuttavia, in BNP Paribas Wealth Management, prevediamo un graduale aumento del rendimento dei titoli di Stato USA a 10 anni al 1,40% nel prossimo anno, principalmente a causa delle crescenti aspettative di inflazione a lungo termine e di un premio per il rischio più elevato a causa di una maggiore incertezza sui tassi d'inflazione.

Per quanto riguarda il rendimento del bund tedesco a 10 anni, la BCE prevede di mantenere i tassi di interesse e i rendimenti obbligazionari molto bassi nonostante il flusso di notizie positive relative ai vaccini giunto verso la fine del 2020. Inoltre, di recente la BCE ha incrementato l'acquisto di obbligazioni. Nel 2021, prevediamo che le nuove emissioni di titoli di Stato saranno ancora più piccole rispetto agli acquisti mirati di titoli effettuati dalla BCE. Ciò implicherebbe emissioni nette negative, che limiterebbero il rialzo dei rendimenti sovrani dell'Eurozona nonostante la prevista ripresa della crescita economica. Prevediamo che il rendimento delle obbligazioni sovrane tedesche a 10 anni salirà al -0,25% nel prossimo anno. I tassi di interesse a breve termine dovrebbero rimanere intorno ai livelli attuali per almeno uno o due anni. Di conseguenza, prevediamo un aumento del differenziale di rendimento tra i rendimenti a breve e quelli a lungo termine (ossia un irripidimento della curva dei rendimenti).

### Una prospettiva positiva per gli attivi rischiosi

Le nostre prospettive positive per gli attivi rischiosi si basano su due ipotesi: In primo luogo, che il vaccino Covid-19 sarà ampiamente distribuito nel 2021; in secondo luogo, la politica fiscale e monetaria, combinate insieme, resteranno altamente accomodanti. Questi due fattori di vasta portata dovrebbero portare a una graduale accelerazione della crescita economica, sostenuta dagli effetti moltiplicatori, tra cui un miglioramento del sentiment/capacità di spesa dei consumatori e delle imprese in un contesto di tassi di interesse bassi. I rendimenti obbligazionari potrebbero iniziare a rinormalizzarsi, ma dovrebbero rimanere vicini ai livelli storicamente bassi.

Il primo trimestre del 2021 resterà impegnativo per l'attività economica a causa dell'effetto ritardato dei lockdown ma i mercati finanziari guardano oltre questo orizzonte. L'attuale diffusione dei vaccini per il Coronavirus dovrebbe consentire alle autorità di ridurre i tassi di contagio e consentire un ritorno alla (graduale) normalità. Ricordiamo infatti agli investitori che le attività finanziarie sono valutate in via teorica in base ai flussi di cassa futuri (dividendi, cedole, ecc.), pertanto gli sviluppi a breve termine hanno un impatto limitato sul valore attuale delle attività. L'ipotesi che i tassi rimangano bassi per un lungo periodo aumenta il valore attuale dei dividendi o delle cedole future.

In BNP Paribas Wealth Management, prevediamo nel breve termine un ulteriore calo degli spread del credito, al di sotto dei livelli pre-coronavirus. Ciò implica potenziali rendimenti attesi positivi per le obbligazioni societarie. Nel frattempo, gli spread dei rendimenti e l'interesse per le valute dei mercati emergenti dovrebbero sostenere le obbligazioni sovrane in valuta locale. Le azioni offrono ulteriori rialzi, anche se ad un certo punto dell'anno dovrebbero essere attesi periodi temporanei di stress e di prese di profitto. Il dollaro statunitense è destinato a indebolirsi rispetto alla maggior parte delle principali valute. Prevediamo che entro la fine del 2021 il dollaro si attesterà a 1,25 contro 1 euro.

## Quali sono i rischi principali?

Nel momento in cui scriviamo, vediamo tre rischi principali:

- 1. Una ripresa economica più debole del previsto.** Un certo numero di fattori potrebbe portare a tale risultato. In primo luogo, un governo diviso negli Stati Uniti potrebbe portare minori stimoli fiscali, il che implica una ripresa più debole e un'inflazione inferiore alle attese. In secondo luogo, in Europa potremmo assistere a ritardi nell'utilizzo del Recovery Fund. Un altro fattore potrebbe riguardare un forte aumento dei prestiti in sofferenza che ridurrebbe la capacità delle banche di aumentare i prestiti.

In terzo luogo, i tassi di vaccinazione potrebbero essere inferiori alle aspettative e le restrizioni alla mobilità potrebbero danneggiare l'attività economica per un periodo prolungato.

- 2. Nonostante il cambiamento della presidenza americana, le tensioni tra Cina e Stati Uniti** potrebbero riaccendersi in merito all'accesso alle tecnologie considerate più strategiche con un potenziale impatto sul commercio globale.
- 3. Un aumento più marcato del previsto dei potenziali rendimenti obbligazionari, in particolare dei rendimenti reali.** In effetti, una brusca ripresa della crescita economica con un'inflazione stabile potrebbe spingere al rialzo i rendimenti reali (rendimenti nominali meno inflazione attesa). L'aumento dei rendimenti reali potrebbe avere un effetto negativo su una serie di classi di attivi, quali azioni (soprattutto titoli growth), obbligazioni, oro e settore immobiliare. Riteniamo improbabile questa eventualità in questa fase.

## CONCLUSIONE

Nel complesso, siamo ottimisti sul fatto che il 2021 sarà un anno di robusta ripresa economica, sostenuta da tassi di interesse a breve e lungo termine storicamente bassi. Ciò costituirebbe un ambiente propizio per le azioni, il credito, le materie prime e il settore immobiliare, in particolare.

## INVESTMENT STRATEGY TEAM



### Edmund Shing

Global Chief Investment Officer

#### FRANCIA

**Philippe FORNI**  
Senior Management

#### ASIA

**BHAYANI Prashant**  
Chief Investment Officer

**Grace TAM**  
Chief Investment Advisor

#### BELGIO

**Philippe Gijssels**  
Chief Investment Advisor

**Alain GERARD**  
Senior Investment Advisor, Equity

**Xavier TIMMERMANS**  
Senior Investment Strategy, PRB

#### LUSSEMBURGO

**Guy ERTZ**  
Chief Investment Advisor

**Edouard DESBONNETS**  
Investment Advisor, Fixed Income

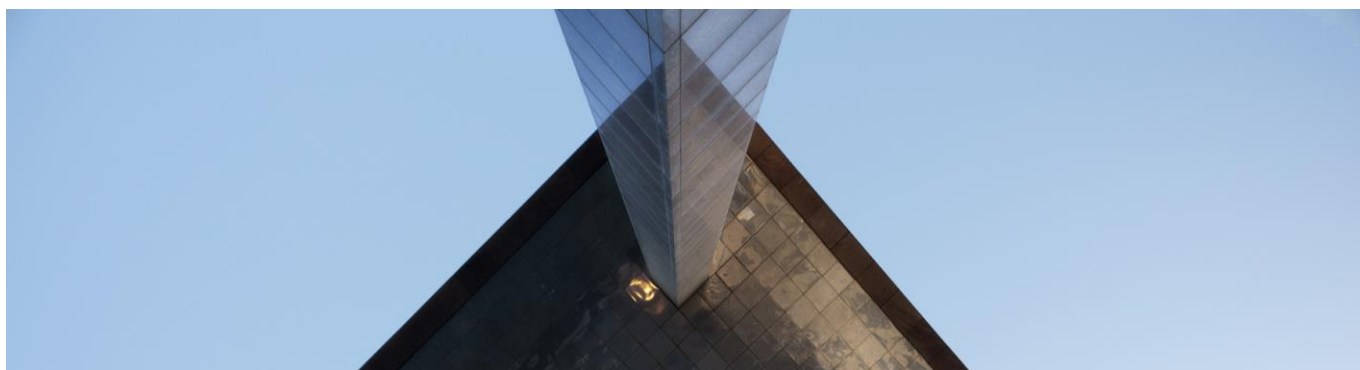
#### ITALIA

**Manuela MACCIA**  
Chief Investment Advisor



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

The bank  
for a changing  
world



## TEMA 1

---

### **Vaccini, Ripresa, e Reflazione**

[P. 05](#)

## TEMA 2

---

### **Potenziale Rendimento assoluto a bassa volatilità: la sfida di un mondo con rendimenti negativi**

[P. 08](#)

## TEMA 3

---

### **Alla ricerca di potenziali rendimenti**

[P. 11](#)

## TEMA 4

---

### **Costruire un nuovo portafoglio diversificato per un mondo in cambiamento**

[P. 14](#)

## TEMA 5

---

### **Enter the Dragon – Cina: beneficiare dell'apertura dei mercati dei capitali e delle nuove riforme**

[P. 17](#)

## TEMA 6

---

### **Nuove abitudini di consumo nell'era post-lockdown**

[P. 20](#)

## TEMA 7

---

### **Shift generazionali: come i trend demografici stanno migliorando la qualità della vita**

[P. 23](#)

## TEMA 8

---

### **Abilitatori di nuove tecnologie**

[P. 26](#)

## TEMA 9

---

### **La transizione energetica e il Green Deal: opportunità a lungo termine**

[P. 29](#)

## TEMA 10

---

### **Una forte Corporate Governance come fonte di potenziale sovrapformance a basso rischio: investire in fiducia e potenziale redditività**

[P. 32](#)



01

○ BREVE TERMINE ■■■ RISCHIO ALTO

# Vaccini, ripresa, e reflazione





Il 2021, rispetto al 2020, sarà probabilmente l'anno della Ripresa contro la Recessione, del Vaccino contro il Virus, della Riapertura contro i Lockdown, della Reflazione (moderata) contro la Deflazione, e dell'indebolimento del Dollaro contro un suo rafforzamento. La politica monetaria resterà accomodante e la politica fiscale espansiva. Investire nei settori che beneficiano della inversione di tendenza del ciclo significa bilanciare le allocazioni di portafoglio: Azioni non statunitensi contro le Azioni statunitensi, azioni Small e Mid cap rispetto alle cosiddette Large cap, azioni Cyclical contro quelle Growth. I metalli di base, i metalli preziosi, le obbligazioni indicizzate all'inflazione, il settore delle infrastrutture e il settore immobiliare beneficeranno di questo nuovo ciclo economico.

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

Un tema cross asset: Equity, Bonds, Forex.

- Focalizzazione su settori "early cycle" come l'edilizia, l'estrazione mineraria, i capital goods, i materiali e alcuni ciclici legati al consumo.
- Focus sull'esposizione azionaria a media e piccola capitalizzazione in Europa e negli Stati Uniti.
- Spesa globale per infrastrutture/energie rinnovabili
- Income: obbligazioni indicizzate all'inflazione e reddito legato agli asset immobiliari.
- Forex: valute legate alle commodities, valute G-7 per gli investitori in USD.
- Metalli preziosi: Oro e argento per tutti gli investitori.
- Domanda di metalli di base e di materie prime trainate dalla domanda di veicoli elettrici.

#### RISCHI PRINCIPALI

- Interruzione delle politiche monetarie accomodanti prima ancora che prenda piede una ripresa economica.
- Un inaspettato aumento del tasso default nei mercati del credito che possa innescare una recessione "double-dip".
- La mancata efficacia dei vaccini, una maggior cautela nei confronti dei vaccini o la ricomparsa del Coronavirus potrebbero danneggiare i consumi.
- Un'insufficiente politica fiscale espansiva prima ancora di una più ampia distribuzione dei vaccini.
- Un inatteso incremento dell'inflazione in assenza di una ripresa della crescita economica, pregiudizievole per le obbligazioni e le azioni.



## Progressi nel campo dei vaccini

Con 11 farmaci alla Fase 3 di studio su larga scala, 18 alla Fase 2 e 39 alla Fase 1 nel momento in cui scriviamo, ci sarà un ampio flusso di notizie su questo tema già dalla fine del 2020/inizio 2021. I risultati iniziali sui vaccini Covid-19 sono stati molto positivi, con molti candidati che hanno raggiunto un livello di efficacia superiore al previsto, ben al di sopra della media del 50% per un vaccino antinfluenzale. La FDA aveva fissato un obiettivo di efficacia del 50% per l'approvazione di emergenza. I vaccini sono essenziali per riaprire l'economia nel medio termine. Il nostro scenario base è il continuo progresso nello sviluppo dei vaccini. Anche la distribuzione, le sfide logistiche e le preferenze dei consumatori ne determineranno il ritmo del successo.

## Una politica monetaria accomodante e una politica fiscale espansiva per molto tempo

Le principali banche centrali del mondo si sono mosse molto più rapidamente che durante la Grande crisi finanziaria, dato che hanno realizzato le misure di stimolo più ampie e tempestive della storia finanziaria. Un evento chiave è arrivato il 23 marzo (e non a caso questo è stato il giorno in cui si è concluso il secondo bear market più veloce della storia), quando la Federal Reserve (la Fed) ha annunciato per la prima volta l'acquisto di debito societario. Inoltre, a Jackson Hole, la Federal Reserve ha ri-calibrato l'obiettivo di politica monetaria, che probabilmente consentirà all'inflazione (e quindi all'economia) di crescere di più e più a lungo. La Fed continuerà inoltre a finanziare ampi deficit con bassi tassi d'interesse sostenuti dal quantitative easing. Gli asset delle banche centrali globali dovrebbero salire a 27 bln di USD nel 2022.

Infine, dati gli elevati tassi di disoccupazione, la politica fiscale resterà critica per la crescita, ma diminuirà di importanza man mano che il progresso dei vaccini accelererà e inizierà la riapertura. Strutturalmente c'è una crescente enfasi globale sulle infrastrutture con un focus "green" nella spesa pubblica. I tre maggiori blocchi economici, ovvero l'Ue, gli Usa (con l'elezione di Joe Biden) e la Cina, sono uniti a questo proposito.

## 2021 vs 2020: Ribilanciamento del portafoglio dalla recessione alla ripresa

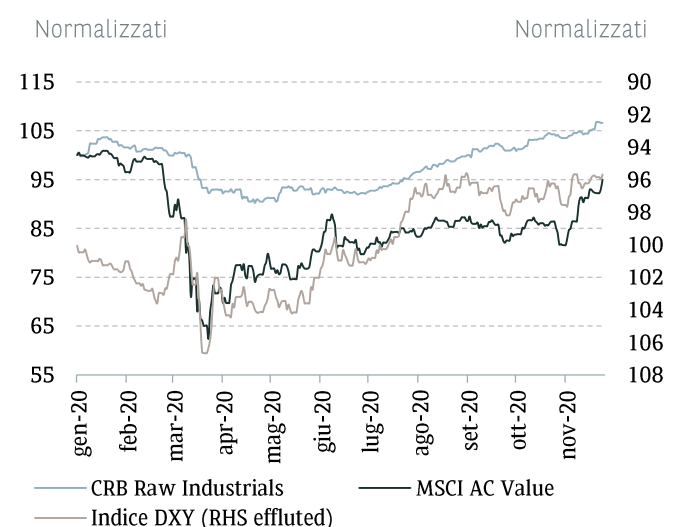
Il 2021 sarà probabilmente l'anno della Ripresa contro la Recessione, del Vaccino contro il Virus, della Riapertura contro i Lockdown, della Reinflazione (moderata) contro la Deflazione, e dell'Indebolimento del Dollaro contro un suo Rafforzamento. Prevediamo una ripresa ciclica dell'economia nel 2021, quando la crescita globale si espanderà dal -4% al +5,2%. Inoltre, prevediamo un aumento moderato dell'inflazione quando usciremo dalle condizioni deflazionistiche della crisi post-pandemia. All'inizio della ripresa economica, ci sarà probabilmente una combinazione di un graduale aumento dei rendimenti obbligazionari, un dollaro più debole, mercati azionari in salita e settori ciclici in ripresa.

Rendimenti più elevati e il vaccino Covid-19 ~~sono~~ potrebbero essere potenti catalizzatori per giustificare un'allocazione «barbell» tra growth e ciclici, soprattutto dopo un lungo periodo di sovraperformance del growth. Ad esempio, l'MSCI World Growth ha sovraperformato l'indice MSCI World Value del 75% negli ultimi tre anni e di quasi il 38% nell'ultimo. Ma abbiamo iniziato a vedere il Value sovraperformare nel periodo settembre-novembre 2020, di oltre il 6% nel solo mese di novembre. Dal punto di vista dell'allocazione del portafoglio, la chiave è avere entrambi gli stili, per ampliare l'allocazione del portafoglio degli investitori.

Per quanto riguarda le commodity, nell'ultimo decennio i metalli di base hanno beneficiato della mancanza di investimenti di capitale nel settore petrolifero e nel gas e nei settori minerari. Inoltre, una graduale ripresa economica spingerà probabilmente una ripresa ciclica della domanda nel 2021. Infine, siamo favorevoli ad alcuni metalli di base "green" come il rame, il nichel, lo zinco e il litio che hanno una crescita strutturale della domanda dovuta al cambiamento climatico e all'elettrificazione.

In termini di implicazioni di mercato, è importante che gli investitori adeguino l'allocazione del portafoglio in modo da riflettere il nuovo contesto economico. Ciò significa un equilibrio di portafoglio tra: Azioni non statunitensi contro azioni statunitensi, azioni a bassa/media capitalizzazione contro azioni prevalentemente ad alta capitalizzazione, azioni value contro azioni growth, valute diverse dai dollari statunitensi contro il dollaro statunitense (per gli investitori in USD). Inoltre, i metalli di base, i metalli preziosi, le obbligazioni indicizzate all'inflazione e il settore immobiliare beneficeranno di questo nuovo ciclo economico.

### DALLA RECESSIONE ALLA RIPRESA: METALLI DI BASE, TITOLI CICLICI, E VALUTE DIVERSE DAL DOLLARO



Fonte: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM, 23 novembre 2020

02

MEDIO TERMINE ■■■ RISCHIO BASSO

# Potenziale Rendimento assoluto a bassa volatilità: la sfida di un mondo con rendimenti negativi



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

The bank  
for a changing  
world





**In un mondo caratterizzato da rendimenti nulli sulla liquidità e rendimenti negativi su un numero sempre maggiore di obbligazioni sovrane, gli investitori continuano ad essere alle prese con la sfida di trovare soluzioni a basso rischio e potenziale rendimento positivo.**

**Per i clienti non disposti ad aumentare ulteriormente la rischiosità, riteniamo che un modo interessante per diversificare gli investimenti in liquidità sia considerare strumenti alternativi a bassa volatilità e a potenziale rendimento positivo.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

Proponiamo tre tipologie di soluzioni di investimento a bassa volatilità e a potenziale rendimento positivo:

1. Fondi alternativi con un focus sulle strategie Global Macro, Long/Short Equity, Event Driven e Relative Value
2. Fondi obbligazionari Absolute Return
3. Prodotti strutturati

#### RISCHI PRINCIPALI

I rischi di questo tema riguardano principalmente i costi opportunità nel caso in cui gli attivi rischiosi continuassero la loro tendenza al rialzo. I rischi inerenti alle soluzioni di investimento proposte si riferiscono anche a un improvviso rialzo dei tassi d'interesse, all'insolvenza di un emittente, a una minore liquidità in caso di tensioni del mercato e alle fluttuazioni dei tassi di cambio.

Cercheremo di limitare tali rischi investendo in Newcits alternativi, fondi obbligazionari Absolute Return e prodotti strutturati.





## I lockdown hanno incrementato i risparmi

I risparmi delle famiglie sono esplosi in tutto il mondo come conseguenza diretta delle restrizioni imposte alla spesa per beni di consumo discrezionali, viaggi, beni non essenziali e intrattenimento fuori casa. Le famiglie tedesche detenevano già oltre il 40% delle loro attività finanziarie totali in depositi in contanti prima del lockdown del 2020. Al momento in cui scriviamo, il valore del debito a rendimento negativo in tutto il mondo è salito a un record di oltre 17 tln di USD, secondo gli indici obbligazionari Bloomberg Barclays, e questa cifra è aumentata bruscamente negli ultimi mesi. Gli investitori si trovano quindi oggi di fronte a una questione più pressante: saper investire la liquidità per generare un potenziale rendimento positivo, mantenendo al contempo un basso profilo di rischio.

Visto che gli investimenti tradizionali in liquidità e obbligazioni non offrono più alcun rendimento agli investitori, cerchiamo fonti alternative per ottenere potenziali rendimenti a basso rischio nel medio termine, tra cui:

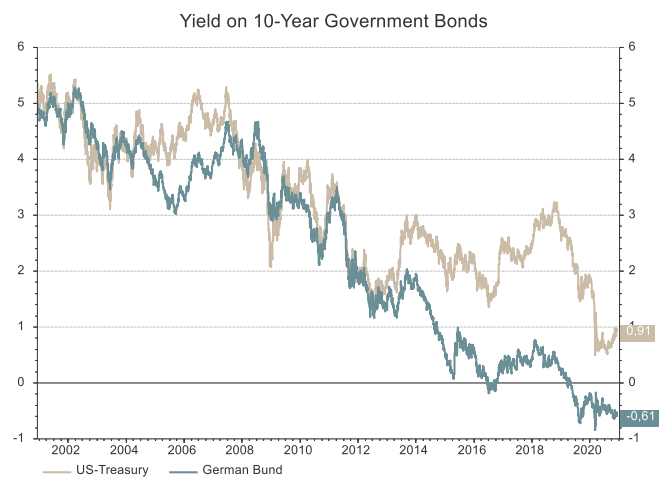
1. Strategie alternative, che possono essere classificate in quattro gruppi principali: I) Long/Short Equity; ii) Relative Value; (III) Event Driven; e iv) Global Macro. Alcuni fondi alternativi sono gestiti con un livello di rischio in linea con i fondi obbligazionari e hanno spesso una bassa correlazione con l'andamento generale del mercato. Vediamo opportunità in queste quattro strategie:

- Long/Short Equity: l'attuale contesto di innovazione "disruptive" e di cambiamenti strutturali, amplificato dalla crisi del Covid-19 (lavoro a casa, e-commerce, dematerializzazione, deglobalizzazione) suggerisce un ambiente Schumpeteriano di "distruzione creativa" dando vita quindi ad un mondo di vincitori e perdenti. Essere "long" o "short" su un investimento contribuisce a limitare la sensibilità del portafoglio a un eventuale crollo dei mercati azionari o a un aumento dei tassi d'interesse, limitando in tal modo i rischi.
- Relative value: i gestori si focalizzano sull'errata determinazione del prezzo degli strumenti finanziari, sulle anomalie negli spread (differenze di rendimento) e su una mean-reversion dei prezzi. La crisi alla fine creerà chiari vincitori e vinti, anche se la maggior parte delle società è stata in grado di emettere obbligazioni per soddisfare le esigenze di finanziamento a breve termine. L'arbitraggio delle obbligazioni convertibili è in un momento favorevole, con emissioni record dopo la crisi e un'elevata volatilità delle singole azioni.
- Event Driven: queste strategie assumono posizioni coperte sulle società target di operazioni di M&A per beneficiare della differenza tra i prezzi di mercato e di offerta. La "disruption" sui mercati, le riforme fiscali USA e i temi di consolidamento settoriale offrono molte opportunità. Attività sui mercati dei capitali (IPO, emissioni secondarie, ecc.) inoltre, offrono opportunità redditizie a questi gestori.

Il debito in sofferenza è attualmente un'altra promettente via per i fondi Event Driven.

- Global Macro: I gestori beneficiano delle ampie oscillazioni dei prezzi e della volatilità delle varie asset class, tra cui valute, tassi d'interesse, indici azionari e materie prime. Possono proteggere un portafoglio in una grave recessione economica.

## RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO AMERICANI E TEDESCHI PROSSIMI AI MINIMI STORICI



Fonte: Refinitiv Datastream, 8 dicembre 2020

2. Fondi obbligazionari a potenziale rendimento assoluto

Questi fondi utilizzano una strategia flessibile, investendo principalmente in prodotti a reddito fisso a breve scadenza o gestendo attivamente la duration (sensibilità ai movimenti dei tassi d'interesse). Questi fondi possono migliorare la performance acquisendo esposizione alla volatilità di altre asset class, come le azioni.

3. I prodotti strutturati sono concepiti per utilizzare strumenti sofisticati (futures, opzioni o credit default swap) ai quali i singoli investitori hanno solitamente un accesso limitato. Tali strumenti servono a ottimizzare i potenziali rendimenti o a limitare le perdite, riducendo al contempo la sensibilità a un rialzo dei tassi d'interesse o a un calo dei prezzi delle azioni. Si consiglia di investire in prodotti difensivi a breve scadenza (solitamente tra 1 e 3 anni). In altre parole, è preferibile concentrarsi su prodotti d'investimento che offrano almeno una certa protezione del capitale investito.



03

○ MEDIO TERMINE ■■■ RISCHIO BASSO E MEDIO

# Alla ricerca di potenziali rendimenti





**I rendimenti obbligazionari sono in costante calo negli ultimi 40 anni. Con tassi bassi (o negativi) nei mercati sviluppati, gli investitori alla ricerca di potenziale rendimento devono abbandonare i tradizionali titoli di Stato. Qui di seguito, esploriamo alcune strade alternative.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

Questo tema è rivolto agli investitori prudenti in cerca di potenziale rendimento. Per ottenere potenziali rendimenti positivi e superiori all'inflazione, però, è necessario un certo grado di assunzione dei rischi. Tuttavia, il rischio è inferiore a quello dei mercati azionari. Si consiglia un investimento minimo di 12 mesi in soluzioni fixed income, fondi su infrastrutture e soluzioni immobiliari

#### RISCHI PRINCIPALI

Diversi rischi sono associati a questo tema:

- **Rischio di tasso d'interesse:** Quando i tassi di interesse aumentano, il valore delle obbligazioni diminuisce. Le attività non quotate, come quelle presenti nel mercato immobiliare ad esempio, sono penalizzate da un aumento dei tassi di interesse reali.
- **Rischio di liquidità:** Le attività non quotate sono, per loro natura, investimenti a lungo termine che possono essere abbastanza illiquidi.
- **Rischio di default/ristrutturazione:** Tale rischio si concretizza quando un emittente non è in grado di rimborsare il proprio debito. Pertanto, raccomandiamo di focalizzarsi su emittenti di alta qualità.



## Rendimenti inesorabilmente in calo

I rendimenti obbligazionari sono in calo da 40 anni. Nel 2020, i rendimenti sono scesi ai minimi storici nella maggior parte dei paesi sviluppati. In effetti, nell'Eurozona, il rendimento medio dei titoli di Stato a 10 anni è negativo, -0,24% all'8 Dicembre, secondo il Bloomberg Barclays Index. Questo rendimento è pari allo 0,94% negli Stati Uniti. L'inflazione, nel frattempo, è storicamente bassa ma ancora superiore ai rendimenti obbligazionari appena descritti. Di conseguenza, un investimento in titoli di Stato può generare un rendimento negativo e, potenzialmente, comportare una perdita ancora maggiore in termini reali. È probabile che ciò persista, poiché le banche centrali non intendono inasprire la politica monetaria nei prossimi trimestri o anni. Ciò implica che i potenziali rendimenti obbligazionari potranno rimanere bassi per il prossimo futuro. Pertanto, gli investitori dovrebbero non considerare il debito sovrano (privo di rischio) quando cercano potenziale rendimento.

Passando alle obbligazioni societarie, i più sicuri sono i crediti senior che hanno la priorità nel pagamento degli interessi e del capitale in caso di insolvenza di un emittente. Offrono un potenziale rendimento medio vicino allo zero nell'Eurozona (all'8 di dicembre del 2020), costringendo gli investitori a ricorrere alle obbligazioni subordinate. Sebbene siano un po' più rischiose rispetto alle loro controparti senior, il rischio è in ultima analisi limitato se un investitore sceglie un emittente Investment Grade (ossia con un rating creditizio solido). Lì, il rendimento medio si aggira intorno al 1,8% (alla stessa data).

Dal marzo 2020, circa 40 emittenti europei e circa 20 emittenti americani sono stati declassati da Standard and Poor's, un'agenzia di rating del credito, da Investment Grade ad High Yield. Queste obbligazioni, soprannominate "fallen angels", solitamente vedono il loro spread di credito ampliarsi nettamente prima di essere relegate nella categoria High Yield. Solo uno o due mesi dopo avviene poi la normalizzazione dello spread di credito. Quindi possono offrire opportunità interessanti. Il rendimento medio delle obbligazioni "fallen angels" è pari al 2,7% nell'area euro e al 4,6% oltreoceano (all'8 dicembre del 2020).

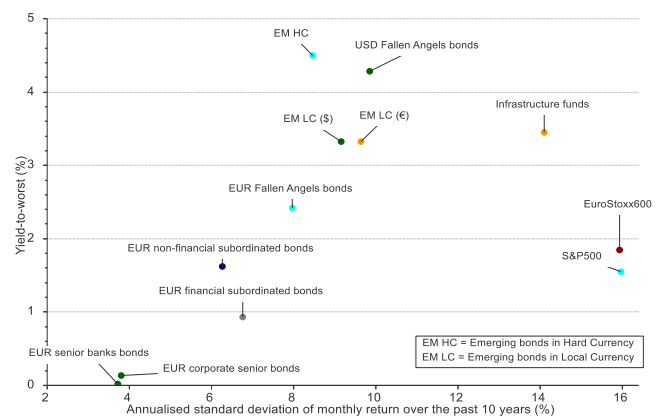
Altrove nell'universo del reddito fisso, sia le obbligazioni in valuta forte che quelle in valuta locale dei mercati emergenti offrono potenziali rendimenti interessanti rispettivamente di circa il 4,5% e del 4,3%. Il rischio di questa sottoclasse di attività, misurato dalla volatilità annuale della performance negli ultimi dieci anni, è superiore a quello di altri segmenti del mercato obbligazionario. Tuttavia, con una volatilità di 8,4% per le obbligazioni in valuta forte (USD) e del 9,0% per le obbligazioni in valuta locale espresse in euro, il rischio resta inferiore a quello dei mercati azionari (18,4% per l'indice STOXX Europe 600 e 16,2% per l'indice S&P500). Nel 2021 gli asset dei mercati emergenti saranno probabilmente al centro dell'attenzione, poiché la prevista debolezza del dollaro dovrebbe orientare i flussi finanziari nella loro direzione.

MEDIO TERMINE ■■■ RISCHIO BASSO E MEDIO

Inoltre, l'asset class dei fondi infrastrutturali è in crescita da dieci anni. Questi fondi investono in infrastrutture in vari settori: trasporti, ambiente, società, energia, sanità, ecc. Essi, inoltre, offrono potenziali rendimenti a lungo termine stabili e interessanti, con l'indice MSCI World Core Infrastructure che distribuisce un dividendo del 3,4% per una volatilità storica dei rendimenti del 14,5%, in altre parole inferiori rispetto ai mercati azionari. Alcuni fondi infrastrutturali si concentrano sulla distribuzione regolare di dividendi, mentre altri si concentrano sulla rivalutazione del capitale.

Infine, il settore immobiliare costituisce una soluzione alternativa per gli investitori in cerca di cedole ricorrenti. Il Covid-19 ha provocato shock strutturali in tutto il settore (con, ad esempio, il telelavoro e l'e-commerce), ma le correzioni dei prezzi riflettono già ampiamente questo aspetto. Il contesto di tassi d'interesse ostinatamente bassi sta offrendo un forte sostegno agli investimenti immobiliari. Detto ciò, è importante diversificare gli investimenti anche negli asset del settore immobiliare.

### PROFILI RISCHIO-RENDIMENTO



Fonte: Refinitiv Datastream, 25 novembre 2020

04

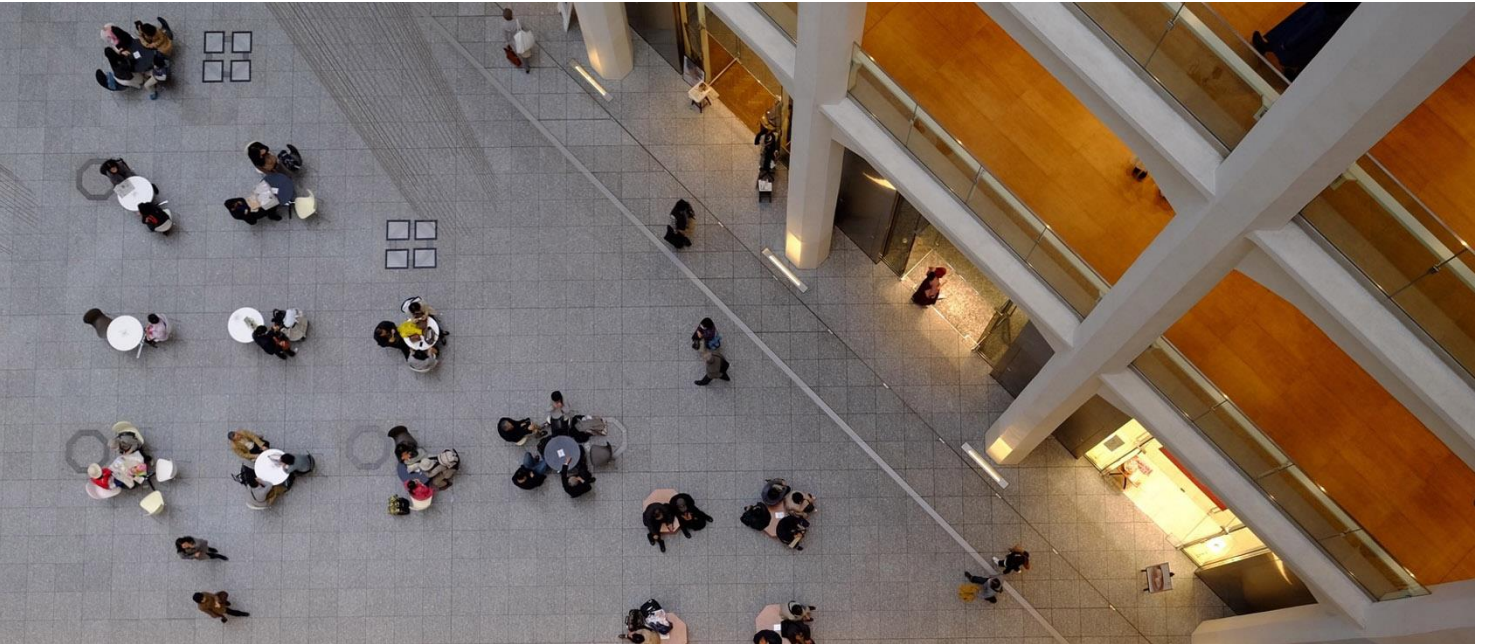
○ MEDIO TERMINE ■■■ RISCHIO BASSO E MEDIO

# Costruire un nuovo portafoglio diversificato per un mondo in cambiamento



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

The bank  
for a changing  
world



**Tradizionalmente, il portafoglio ottimale è composto dal 30% di azioni e dal 70% di obbligazioni. Tuttavia, i potenziali rendimenti obbligazionari sono ora così bassi che stanno perdendo sempre più il loro ruolo di compensazione quando i mercati azionari crollano. È pertanto necessario aggiungere una o più altre classi di attività a questo mix tradizionale al fine di aumentare il potenziale rendimento atteso senza aumentare il livello di rischio.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

Questo tema è rivolto agli investitori con un profilo di rischio difensivo o anche moderato che desiderano costruire un portafoglio, o adeguare un portafoglio esistente, al fine di adattarlo all'attuale contesto di mercato caratterizzato da tassi d'interesse bassi.

Gli strumenti proposti per la diversificazione hanno scarsa o nessuna correlazione con i mercati azionari su base storica. Tuttavia, possono essere volatili e richiedere, pertanto, un orizzonte d'investimento superiore a 12 mesi.

#### RISCHI PRINCIPALI

- I prezzi delle materie prime possono essere volatili. Si raccomanda pertanto un investimento a medio e lungo termine.
- Le attività non quotate possono essere illiquide e richiedere un investimento per diversi anni.



## Ricerca di una migliore diversificazione

Il portafoglio ottimale per l'investitore a lungo termine dovrebbe essere ben diversificato. È tradizionalmente composto per il 30% da azioni e per il 70% da obbligazioni. Questo portafoglio, grazie all'allocazione azionaria, aumenta di valore quando i mercati salgono, mentre l'allocazione obbligazionaria aiuta a mitigarne il calo in tempi più difficili. Detto questo, il calo dei rendimenti obbligazionari negli ultimi 40 anni sfida questa teoria. In effetti, è sempre più difficile per le obbligazioni svolgere il loro ruolo di ammortizzatori con rendimenti così bassi. Il Bloomberg Barclays Global Aggregate USD Index, composto da titoli di stato e obbligazioni societarie dei mercati sviluppati ed emergenti, all'8 dicembre registrava un rendimento medio di appena lo 0,86%, in calo pressoché costante dalla sua creazione nel 1990, quando oscillava sulla soglia del 10%.

## Dobbiamo quindi rivedere il concetto di portafoglio ottimale

Aumentare l'allocazione azionaria aumenterebbe certamente il potenziale rendimento desiderato, ma anche il livello di rischio, quindi non è una soluzione adeguata. Di conseguenza, è necessario aggiungere una o più asset class al fine di rafforzare il ruolo dell'allocazione obbligazionaria e diversificare ulteriormente. Questi attivi devono essere decorrelati dai mercati azionari, o meglio, inversamente correlati ai mercati azionari. L'obiettivo è che si apprezzino quando i mercati azionari scendono.

## Considerare l'aggiunta di un diversificatore

**Pensiamo all'oro, ai metalli preziosi e allo yen**, che sono tutti rifugi sicuri per eccellenza, e tendono ad apprezzarsi durante le crisi economiche. Pertanto, consentono di diversificare il portafoglio e quindi di migliorare il rapporto rischio/rendimento.

Infine, dovremmo considerare i **fondi alternativi**, vale a dire le strategie di investimento che non sono correlate ai mercati azionari. Ci piacciono, in particolare, gli **hedge fund Global Macro** e il **private equity**. I primi potrebbero beneficiare della deglobalizzazione e delle differenze di politica fiscale tra i paesi. I fondi di private equity consentono di investire nell'economia reale, in particolare in società non quotate in diverse fasi della loro crescita, in Europa, negli Stati Uniti e in Asia. Questi fondi coprono una serie di strategie, tra cui i leveraged buyout, il growth, il debito mezzanino e il secondario.





05

LUNGO TERMINE ■■■ RISCHIO ALTO

# Enter the dragon - Cina: beneficiare dell'apertura dei mercati e delle nuove riforme





**Il piano quinquennale di Pechino si concentra sulla domanda interna, sull'apertura del sistema domestico e sull'internazionalizzazione del RMB.**

**La priorità della Cina nell'innovazione tecnologica e nell'autosufficienza va a vantaggio delle società tecnologiche nazionali.**

**L'abolizione delle restrizioni sui mercati finanziari nazionali, oltre all'inclusione delle China A-Shares e delle obbligazioni onshore nei principali indici globali, sta aprendo sempre più le attività finanziarie cinesi onshore agli investitori stranieri.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI

- Fondi azionari cinesi
- Fondi su A-Shares cinesi
- I fondi azionari e obbligazionari che comprendono titoli tecnologici, A-Shares e/o obbligazioni onshore cinesi.

#### RISCHI PRINCIPALI

- Una riforma e un'apertura dei mercati finanziari più lenta del previsto, che ostacolerebbero i progressi della Cina nell'ingresso in tutti i principali indici azionari e obbligazionari globali.
- Diffusione tra gli investitori stranieri degli attivi onshore cinesi inferiore a quella prevista.
- Intensificazione del controllo esterno sull'accesso al mercato tecnologico cinese e/o un crescente inasprimento normativo del governo cinese che potrebbe soffocare la crescita delle società tecnologiche nazionali.
- Una grave escalation delle tensioni USA-Cina che danneggia il sentiment degli investitori nei confronti degli asset cinesi.



## Cambiamento strategico della politica

Pechino ha recentemente ribadito il suo passaggio strategico alla "Doppia Circolazione" nel suo nuovo piano quinquennale, sottolineando la "circolazione interna" (vale a dire la domanda interna) e continuando a spingere per la "circolazione esterna", aprendo il sistema domestico e internazionalizzando il renminbi (RMB). Ciò implica che la Cina continuerà il passaggio da un'economia trainata solo dalle esportazioni verso un'economia maggiormente orientata verso il mercato interno come assicurazione contro la deglobalizzazione, concentrandosi sull'autosufficienza tecnologica e continuando ad aprire il suo settore finanziario.



**INNOVAZIONE E  
INDIPENDENZA TECNOLOGICA  
COME PILASTRO STRATEGICO**

## Key drivers per le società tecnologiche cinesi

La Cina vuole destinare maggiori risorse alla ricerca fondamentale e a quella più evoluta, nonché al potenziamento e all'ulteriore digitalizzazione della sua struttura economica.

Le tensioni tra Stati Uniti e Cina hanno spinto al "ritorno in patria" di società cinesi legate alla tecnologia quotate in USA sotto forma di nuove quotazioni secondarie sul mercato di Hong Kong e/o delle Azioni cinesi di Classe A.

Alcune società tecnologiche cinesi sono semplicemente troppo grandi per essere ignorate dagli investitori globali. I principali nomi tecnologici cinesi rappresentano attualmente il 67% della capitalizzazione di mercato dell'indice MSCI China, in rialzo di 10 volte rispetto al solo 6% di dieci anni fa. Inoltre, le valutazioni relative delle prime 5 società tecnologiche cinesi (per capitalizzazione di mercato) sono più interessanti rispetto alle prime 5 società tecnologiche statunitensi al momento.

Altri colossi tecnologici cinesi sono stati aggiunti all'indice Hang Seng nel 2020, portando un gran numero di titoli della "new economy" a questo indice azionario di Hong Kong vecchio di 50 anni e tradizionalmente più "old economy-driven". Inoltre, Hong Kong ha lanciato un nuovo indice tecnologico simile al Nasdaq (l'Hang Seng Tech Index) nel luglio 2020, con i suoi ETF associati che riescono ad attrarre numerosi flussi in ingresso.



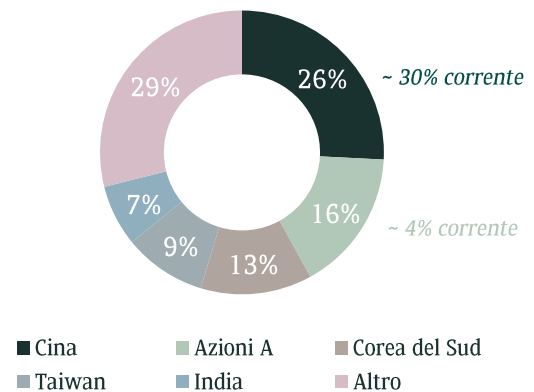
**UN'ULTERIORE APERTURA  
DEI MERCATI FINANZIARI  
NAZIONALI**



**BNP PARIBAS  
WEALTH MANAGEMENT**

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO ALTO

**L'INCLUSIONE TOTALE DELLE AZIONI A  
NELL'INDICE MSCI EM  
IMPLICHEREBBE POTENZIALMENTE UN PESO  
DEL 16% CONTRO APPENA IL 4% ATTUALE**



Fonte: MSCI, Datastream, 23 novembre 2020

## Fattori chiave per le Azioni cinesi di Classe A e per le obbligazioni onshore

L'accessibilità degli investitori stranieri ai mercati azionari e obbligazionari onshore è migliorata grazie a un ulteriore allentamento delle restrizioni nei mercati finanziari nazionali.

"Stock Connect" e "Bond Connect" consentono agli investitori esteri di negoziare le obbligazioni locali cinesi tramite la Borsa valori di Hong Kong. Attraverso questo canale Connect da inizio anno sono passati forti afflussi verso i mercati onshore, trainati probabilmente dal "first in, first out" (FIFO) cinese con riferimento al Covid-19, dall'apprezzamento del RMB e da un interessante differenziale di rendimento tra le obbligazioni sovrane/quasi sovrane cinesi e le obbligazioni governative dei mercati sviluppati.

I fornitori di indici globali hanno avviato i primi cicli di inclusione delle azioni di Classe A e delle obbligazioni onshore nei loro indici, portando significativi flussi in ingresso dall'estero sui mercati nazionali. Le Azioni cinesi di Classe A hanno attualmente una ponderazione del 4% nell'indice MSCI Emerging Markets. Un'inclusione completa comporterebbe una ponderazione del 16% delle Azioni A dell'Indice MSCI EM. Inoltre, seguendo le orme di Bloomberg, Barclays e JPMorgan, FTSE Russell ha annunciato l'inclusione delle obbligazioni sovrane cinesi negli indici a partire da ottobre 2021. Attualmente, la partecipazione da parte di investitori stranieri nel secondo mercato obbligazionario più grande del mondo (per un valore di 15 bln di USD) è ancora al di sotto del 3%. Di conseguenza, c'è un enorme potenziale di crescita della proprietà straniera dei bond cinesi.

Le attività cinesi onshore potrebbero essere un grande fattore di diversificazione rispetto ai portafogli degli investitori globali (la correlazione tra l'MSCI AC World e l'Indice CSI 300 è solo di 0,3).

**The bank  
for a changing  
world**

06

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO MEDIO E ALTO

# Nuove abitudini di consumo in un mondo post-lockdown





La nuova categoria di consumatori più giovani acquista oggi in modo diverso: a loro piace fare acquisti e trascorrere del tempo online. Inoltre, sono spesso più interessati ad avere un'esperienza che a possedere un bene tangibile. Questo fenomeno è anche al servizio dell'economia della condivisione.

A causa della crisi del Covid-19, un nuovo trend di consumo basato sullo "stay at home" ha accelerato verso più e-commerce, cocooning, fai da te, giardinaggio, vita sana, cura degli animali e così via. C'è una forte domanda di consumo repressa, in quanto le famiglie non sono state in grado di spendere normalmente durante il lockdown. Questa stessa domanda sta per essere scatenata e i vaccini potrebbero essere un potente catalizzatore.

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI

Questo tema azionario è rivolto agli investitori dinamici che vogliono trarre vantaggio dalle nuove abitudini di consumo globali.

Questo tema può essere giocato con singoli titoli, molti dei quali sono large cap e quindi molto liquidi. D'altro canto, alcune di queste nuove abitudini sono ancora agli inizi e richiederanno quindi una diversificazione e/o più tempo per raggiungere il pieno potenziale. Pertanto, i fondi, gli ETF e i prodotti strutturati rappresentano altre soluzioni d'investimento per poter esporsi a questo tema.

Infine, si tenga a mente che varie nuove tendenze nello streaming, nella musica, nei giochi, nello shopping online e nei pagamenti elettronici sono più mature e redditizie in Asia, e promettono maggiori potenzialità rispetto all'Occidente. Soprattutto, raccomandiamo la diversificazione globale.



#### RISCHI PRINCIPALI

I rivenditori tradizionali si trovano ad affrontare una forte concorrenza da parte di "operatori puri" nello spazio online. In effetti, alcuni di loro hanno tardato ad adattarsi. Anche le migliori marche di lusso hanno adottato misure per vendere i loro prodotti via Internet.

Mentre alcuni venditori/fornitori di servizi online godono di un business in espansione, molti altri stanno rapidamente scomparendo dalla scena.

Anche nel commercio elettronico, la concorrenza è feroce, e i nuovi operatori impiegano più tempo per diventare redditizi e/o a volte non trovano i lavoratori qualificati giusti per promuovere la loro espansione, o perché non sono disposti a pagare i costi necessari.

## La chiave del successo è la presenza online

Amazon e altri affermati rivenditori online stanno ottenendo un successo travolgente. I rivenditori tradizionali si sono resi conto che, per attirare (e trattenere) i giovani consumatori, devono dotarsi di un'offerta online che sia interessante. Il mercato dell'e-commerce continua ad espandersi in maniera sostenuta, trainato dalle nuove generazioni oramai iperconnesse. Molti rivenditori tradizionali si stanno reinventando. Ad esempio, Wal Mart, un rivenditore americano al dettaglio, ha lanciato un'attraente offerta online, mentre invece Marks & Spencer, un rivenditore britannico di prodotti alimentari e di abbigliamento, ha rallentato il passo.

## Trascorri il tuo tempo libero in casa!

La crisi del Covid-19 ha introdotto nuove abitudini di consumo. La gente ha dovuto trovare nuovi modi per intrattenersi a casa, a causa della chiusura in massa di negozi, ristoranti, cinema, parchi di divertimento e altri luoghi dove trascorrere il tempo libero all'aperto. I consumatori hanno scoperto una nuova gamma di prodotti e servizi sul web.

Inoltre, gli individui che erano riluttanti ad acquistare online per ragioni di sicurezza (o di altro tipo) sono ora "intrappolati nella rete". Questo trend degli acquisti online ha subito un'accelerazione ed è destinato a continuare. L'e-commerce, lo streaming, i videogiochi e gli sport elettronici stanno raggiungendo un pubblico sempre più vasto.

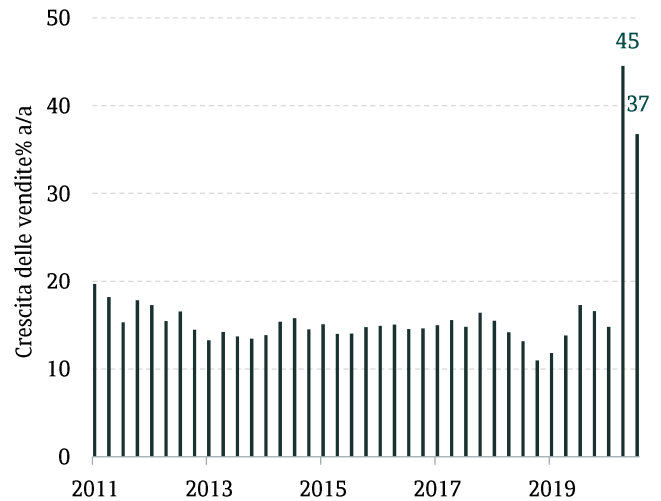
Proprio come per i prodotti tradizionali, le aziende intelligenti che partecipano a queste nuove tendenze di consumo creano regolarmente nuovi prodotti aggiornati per i consumatori che vogliono rimanere al passo coi tempi. Nel settore dei giochi elettronici, Sony ha recentemente lanciato la sua PlayStation 5 (PSS) e Microsoft ha lanciato la nuova console Xbox Series X. Gli sviluppatori di videogiochi stanno lanciando infatti sequel dopo sequel dei loro migliori articoli.

La vendita al dettaglio e lo streaming online richiedono un investimento in infrastrutture e servizi, compresi i sistemi elettronici di pagamento e una logistica efficiente per la consegna fisica e online.

Nel mondo fisico, sullo sfondo della pandemia del coronavirus, i consumatori si sono impegnati a migliorare i loro "habitat". Alcuni hanno deciso che la loro residenza nel centro delle città è troppo piccola e si sono trasferiti nella provincia alla ricerca di uno spazio abitativo più ampio o di un giardino. Di conseguenza, i negozi di fai da te, giardinaggio, mobili e arredamento per interni sono stati sommersi dai clienti. Altri desiderano più compagnia e acquistano un animale domestico. Oltre a migliorare il loro benessere mentale, i proprietari di cani, ad esempio, hanno scoperto che camminare assieme al loro nuovo "amico peloso" costituisce anche un buon esercizio fisico, consentendo loro di condurre una vita più sana.

LUNGO TERMINE RISCHIO MEDIO E ALTO

### COMMERCIO ELETTRONICO AL DETTAGLIO NEGLI STATI UNITI: LA CRESCITA DELLE VENDITE HA SUBITO UN'ACCELERAZIONE NEL 2020



Fonte: St Louis Fed, 30 novembre 2020

## Una vita sana

Avere un animale in casa può essere benefico per la propria salute, e offre agli amanti degli animali domestici un focus aggiuntivo, soprattutto durante i lockdown. Questa moda non è nuova. Gli abitanti delle città hanno iniziato a spendere parte dei loro soldi per rendere felice il loro nuovo animale da compagnia. Inoltre, numerosi "colletti bianchi" hanno lavorato di tipo sedentario. Quando riescono a partecipare ad attività ricreative, l'attenzione principale è rivolta alla loro salute, quindi spesso vanno in palestra o praticano altri sport.

## L'ascesa della classe media asiatica

In Cina, si stima che la classe media ora superi l'intera popolazione americana! Anche in India e in altri mercati emergenti, la classe media si sta espandendo rapidamente sulla scia del rialzo degli stipendi. Ciò significa che, dopo aver soddisfatto i propri bisogni primari, la nuova classe media asiatica avrà abbastanza denaro da spendere in beni di natura discrezionale, tra cui beni di lusso, attrezzature sportive, auto (elettriche) e bevande di marca.

07

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO MEDIO

# Shift generazionali: come i trend demografici stanno migliorando la qualità della vita





Il mondo sviluppato è sul punto di assistere ad un incremento nella domanda di alloggi, trainata da una combinazione di trend demografici, tra cui l'ingresso nell'era dell'acquisto della prima casa da parte del folto gruppo dei Millennials negli Stati Uniti. L'invecchiamento della popolazione in tutto il mondo e i costi sproporzionati dell'assistenza sanitaria con riferimento agli ultimi anni di vita, sono tendenze che stanno spingendo a un disperato bisogno da parte dei sistemi sanitari di prolungare gli anni di vita vissuti in maniera sana, prestando attenzione ai costi. Uno stile di vita sano ed efficienti misure in ambito sanitario offrono opportunità di crescita strutturale di lungo termine e consentono di affrontare con urgenza questo problema di natura pubblica.

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

La crescita strutturale della domanda immobiliare negli Stati Uniti, in Europa e in Asia favorisce:

- Titoli immobiliari statunitensi ed europei
- Titoli nel settore dei materiali da costruzione e Fai-da-te
- Domanda di materie prime come rame e legname
- REITs incentrati sull'edilizia residenziale

Il miglioramento di una vita sana spinge la domanda in:

- Società farmaceutiche/biotecnologiche concentrate sulle terapie oncologiche e su quelle riguardanti l'Alzheimer/demenza
- Titoli legati a produttori globali di dispositivi medici
- Attrezzature per il fitness domestico e dispositivi di tracking
- "Nutraceutici" - società attive nel settore alimentare e delle bevande che operano nel settore della nutrizione per migliorare la salute

#### RISCHI PRINCIPALI

L'aumento dei potenziali rendimenti obbligazionari a lungo termine porterebbe inevitabilmente ad un incremento dei tassi sui mutui a lungo termine, compromettendo così l'accessibilità economica alle nuove abitazioni. I bruschi aumenti del tasso di disoccupazione durante le recessioni economiche sono stati tradizionalmente associati a una minor domanda di nuove abitazioni e alla riduzione della capacità di rimborso dei mutui ipotecari.

Nel 2020, insieme al settore tecnologico statunitense, i titoli legati al settore dei dispositivi sanitari e della tecnologia medica hanno registrato ottime performance; pertanto, qualsiasi rotazione a favore dello stile value piuttosto che dello stile growth potrebbe comportare una sottoperformance di questi titoli.





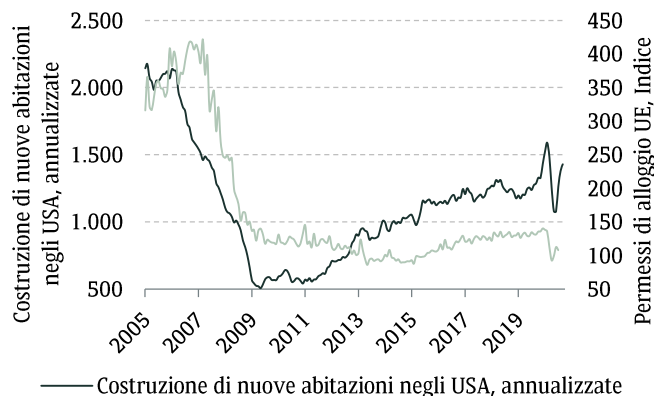
Nei mercati emergenti, il fattore chiave resta una combinazione di crescita della popolazione e nuovo potere di spesa di una classe media in aumento, evidente in Cina e nel Sud-Est asiatico, e sempre più ora in India. Nelle economie più mature dell'OCSE in Europa e Nord America, però ci sono diverse forze demografiche strutturali all'opera.

- 1. Crescita demografica dei Millennials negli Stati Uniti:** Negli USA, c'è un'impennata della popolazione nelle principali fasce di età tra i 20-29 e i 30-39 anni, le età chiave per la formazione delle famiglie dove gli adulti beneficiano della crescita più rapida del reddito e formano per la prima volta anche le proprie unità familiari, creando così domanda di abitazioni.
- 2. Single più a lungo:** Ciò che sta incidendo di più su questa crescita della domanda immobiliare è il secondo trend strutturale: I giovani adulti scelgono di rimanere single più a lungo, portando a una maggiore domanda di piccole unità abitative. Il terzo trend strutturale è l'aumento delle strutture familiari non tradizionali, che accelera la domanda di alloggi per unità abitative più piccole.
- 3. Il passaggio della ricchezza alle generazioni future:** La tendenza finale a lungo termine è il passaggio della ricchezza alle prossime generazioni, in genere dai genitori appena pensionati ai figli che sono spesso nella fascia di età di 30-39 anni al fine di aiutarli ad acquistare la prima casa. Questo risultato è spesso ottenuto con prestiti vitalizi ipotecari, avendo beneficiato di una forte crescita dei prezzi delle case negli ultimi 20 anni sulla scia del calo dei tassi di interesse a lungo termine.

## Carenza di alloggi

Il punto di partenza oggi per la domanda immobiliare degli Stati Uniti e dell'Europa è la carenza del patrimonio immobiliare esistente, a causa del crollo delle nuove costruzioni residenziali a seguito della Grande crisi finanziaria del 2007-2009 e del conseguente crollo dei prezzi delle case. Se da un lato le case americane ed europee hanno registrato una modesta ripresa dai minimi post-crisi, dall'altro restano molto lontane dai livelli pre-crisi.

### GLI ALLOGGI AMERICANI ED EUROPEI INIZIANO A RIPRENDERSI, MA RESTANO LONTANI DAL PICCO MASSIMO



Fonte: Refinitiv Datastream, 30 novembre 2020

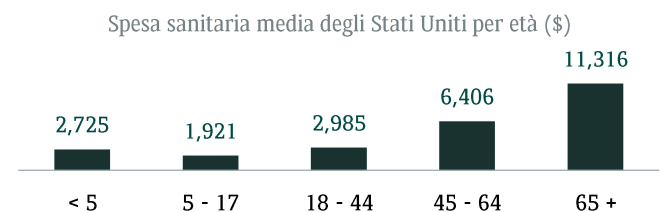
○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO MEDIO

## Il livello attuale dei costi nel settore sanitario è insostenibile

La questione chiave è il crescente onere dei costi sui sistemi sanitari, siano essi in gran parte privati, e finanziati da assicurazioni (come negli Stati Uniti) o pubblici (come in Europa). Nel Regno Unito, ad esempio, la cura di una persona di 75 anni costa tre volte di più (e la cura di una persona di 80 anni costa cinque volte di più) rispetto a quella di una di 30 anni. Negli Stati Uniti, la spesa sanitaria media per persona sale da meno di 3.000 USD nella fascia di età 8-44 anni a 11.316 USD per le persone di età superiore ai 65 anni.

La sfida è quindi duplice: Non solo estendere la durata totale della vita delle persone, ma, cosa ancora più importante, a) estendere il loro numero di anni di vita in buono stato di salute, e b) ridurre il costo dell'assistenza sanitaria per i pensionati.

### LA SPESA SANITARIA ESPLODE PER I PENSIONATI



Fonte: US Department of Health & Human Sciences, 30 novembre 2020

## Concentrarsi sulla prevenzione piuttosto che sulla cura è economicamente più efficace

Partendo dal presupposto che prevenire è meglio che curare, il focus principale in merito alle strategie sanitarie deve essere rivolto alla promozione di stili di vita più sani, non solo per le generazioni più anziane, ma anche per le persone in età lavorativa, nel tentativo di prolungare negli anni successivi il loro numero di anni di vita trascorsi in modo sano.

## Combattere l'epidemia di obesità

Invece di affrontare solo i sintomi delle malattie cardiache e i vari tipi di cancro, l'attenzione deve essere focalizzata sulla prevenzione dell'obesità e del diabete di tipo 2. Ciò implica sia alimenti più sani (si veda l'impressionante tendenza alla crescita di cibi vegani/vegetariani e senza glutine) sia un'attività fisica regolare (spaziando dalla gamma di tecnologie legate al fitness, dai dispositivi di tracking per il fitness agli attrezzi da palestra). Tutto questo si lega al modo attraverso il quale i maggiori miglioramenti nel campo della prevenzione possano essere realizzati nel tempo, a un costo economico relativamente basso.

08

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO ALTO

# Abilitatori di nuove tecnologie





**L'umanità sta raggiungendo una nuova e importante fase di sviluppo: l'economia della conoscenza è sempre più al centro delle nostre attività. Per favorire l'innovazione, sono in fase di lancio tutta una serie di tecnologie "disruptive", come il 5G e l'intelligenza artificiale.**

**A loro volta, queste tecnologie stanno stimolando la crescita della domanda di semiconduttori, infrastrutture, storage e cybersecurity, consentendo lo sviluppo del Big Data Processing e del Consumer Profiling.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI

Questo è un tema azionario di interesse globale.

**Si tratta di una esposizione core a lungo termine destinata a figurare in primo piano tra gli altri investimenti sui megatrend.**

Questo tema è ancora agli albori e richiederà diversi anni prima di raggiungere un certo grado di maturità. I tassi di crescita delle vendite e degli utili saranno importanti nel prossimo futuro.

#### RISCHI PRINCIPALI

In virtù della loro natura "disruptive", i creatori di tecnologie intelligenti devono competere con altri innovatori tecnologici. Si tratta quindi di un tema ad alto rischio. Il modo migliore per affrontarlo è evitare rischi idiosincratici, ovvero diversificando.

A causa dell'attuale epidemia da coronavirus (e in dipendenza di quando questa rientrerà), possono esserci ritardi nella spesa per consumi da parte di imprese e consumatori. Ciò costituirebbe un rischio solo transitorio, poiché l'investimento in queste tecnologie è probabile che si riveli inevitabile per rimanere competitivi.

Di norma, le imprese legate al settore dell'innovazione "disruptive" sono valutate come relativamente costose in borsa a causa della loro crescita molto elevata. Inoltre, i loro titoli tendono a essere più volatili e potrebbero pertanto subire una flessione più marcata rispetto ai titoli di società più mature durante una correzione del mercato o durante le diverse fasi di contrazione (ad esempio quando i tassi di interesse salgono, il prezzo/gli utili generalmente diminuiscono).



## 5G: la porta ad una miriade di nuove opportunità

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO ALTO

La 5G è la quinta generazione di tecnologia wireless. Grazie alla velocità di Internet che può essere fino a 100 volte più veloce della 4G, nuove frontiere come la guida autonoma, la telechirurgia robotica, l'Internet of Things e la realtà virtuale aumentata possono essere adesso esplorate. Il mercato 5G è agli inizi, ma il suo potenziale nel consentire un'ampia gamma di tecnologie è enorme. Secondo la società di intelligence specializzata nel mercato tecnologico CCS Insight, le connessioni 5G in tutto il mondo esploderanno da 250 milioni nel 2019 a 3,6 miliardi nel 2025! Per costruire questo mercato, sarà necessaria una spesa enorme in questo decennio e probabilmente anche oltre. Gli investimenti spazieranno da apparecchiature per le infrastrutture di rete, le torri cellulari, i semiconduttori, ai telefoni e ai servizi (come le telecomunicazioni, il cloud, la mobilità intelligente e il gaming).

## Intelligenza artificiale: l'economia basata sulla conoscenza ci conta!

"L'intelligenza artificiale (AI) è la capacità di un programma informatico o di una macchina di pensare e imparare". Combina i Big Data e la potenza di calcolo. Sta guidando la quarta rivoluzione industriale (dopo l'energia a vapore, l'elettricità e l'informatica) e può essere utilizzata in quasi tutte le fasi del processo di creazione di valore di un'azienda. I suoi principali contributi sono il miglioramento della produttività, la riduzione dei costi e la collaborazione uomo-macchina. Secondo la società di ricerche di mercato Tractica, la spesa in AI (software e hardware) dovrebbe passare da 640 milioni USD nel 2016 a 37 miliardi USD entro il 2025.

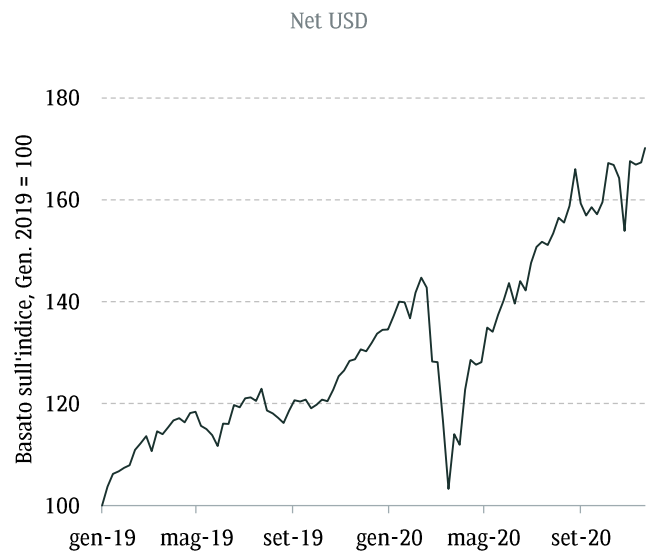
## Profilazione dei beni di consumo

Grazie alla capacità di oggi di ottenere, memorizzare ed elaborare grandi quantità di dati, è possibile individuare con maggiore successo le preferenze e i modelli dei consumatori. Le strategie e le campagne di marketing sono più efficienti e possono generare tassi di risposta più elevati. I clienti prospect possono essere meglio profilati, mirati e coinvolti. I clienti sono più soddisfatti, il che porta a un livello più elevato di relazioni commerciali ripetute. Siamo interessati a società specializzate nella gestione di enormi quantità di dati che vengono utilizzate per profilare i clienti.

## Soluzioni per la cyber-sicurezza e la privacy online

È necessaria fiducia affinché le persone forniscano i propri dati e poi lascino che terze parti elaborino tali dati. Ma questo può accadere solo quando c'è un alto livello di sicurezza lungo tutta la catena, dalla raccolta dei dati alla memorizzazione e all'elaborazione, garantendo al contempo il più alto livello di privacy. Nessuno vuole scoprire che i suoi dati personali siano diventati pubblici senza il loro consenso. Recenti episodi di dati rubati hanno portato a titoli di stampa molto negativi per le società che hanno subito violazioni di dati su vasta scala.

### LA MARCIA VERSO L'ALTO DELL'INDICE MSCI ACWI DISRUPTIVE TECHNOLOGY



Fonte: MSCI, Refinitiv Datastream, 30 novembre 2020

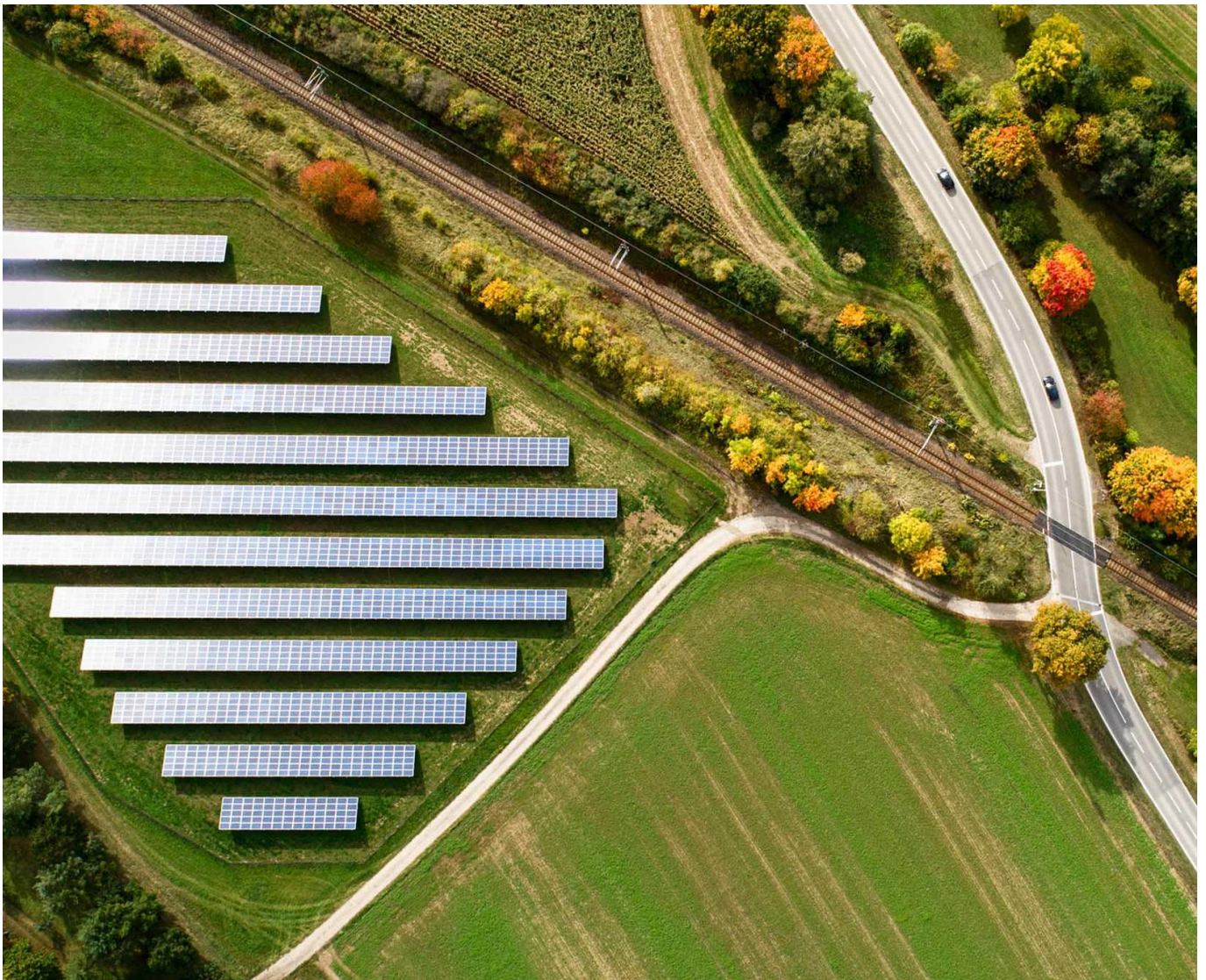
## Infrastrutture, stoccaggio, processori e semiconduttori

**Il software e le applicazioni per l'elaborazione dei dati richiedono sistemi sempre più potenti. Sono necessarie reti e strutture di conservazione buone e affidabili per la quantità di dati disponibili in rete, oramai in crescita esponenziale. Enormi database richiedono inoltre semiconduttori sempre più potenti per memorizzare, elaborare, estrarre e analizzare i dati in modo sufficientemente rapido.**

09

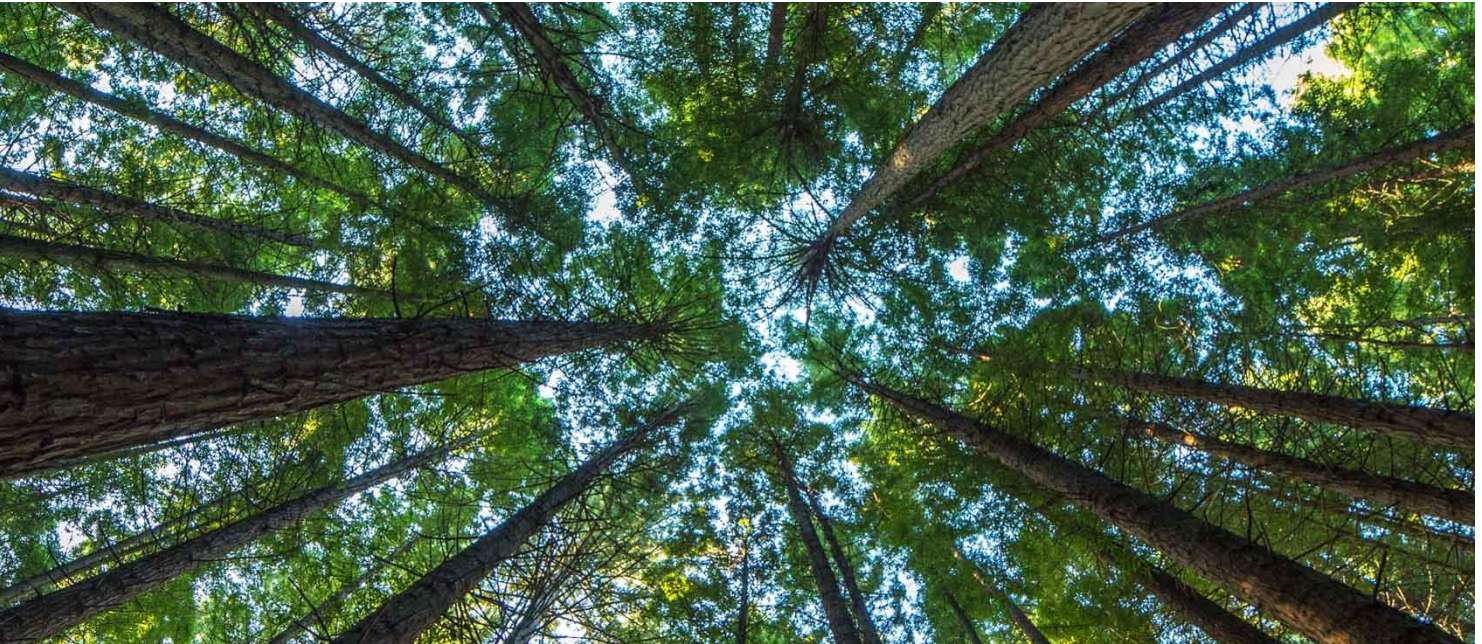
LUNGO TERMINE ■■■ RISCHIO MEDIO E ALTO

# La transizione energetica e il Green Deal: opportunità a lungo termine



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

The bank  
for a changing  
world



**Vi è una crescente consapevolezza che la società umana e l'economia globale siano strettamente legate all'ecosistema, alle emissioni di CO<sub>2</sub> e alle fonti di energia.**

**La transizione energetica riguarda il passaggio strutturale da una produzione centralizzata, basata sui combustibili fossili che non ha dovuto pagare per le esternalità negative, a un modello di energia pulita/rinnovabile e decentralizzata.**

**Vediamo un'enorme domanda di prodotti e servizi in quest'area guidata dalle innovazioni, dalle politiche governative, dagli obiettivi di CO<sub>2</sub> e dal cambiamento delle preferenze dei consumatori e degli investitori verso la sostenibilità.**

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

Ci concentriamo su due sotto-temi:

- Innovazione tecnologica e impianti in energia solare, eolica, geotermica, Idroelettrica e celle a combustibile (idrogeno)
- Stoccaggio di energia, produzione di impianti elettrici e di rete, batterie e relativi prodotti chimici/materiali

Concentreremo la nostra attenzione sulle azioni di società che sono attori chiave in queste aree anche attraverso fondi gestiti attivamente o ETF tematici.

#### RISCHI PRINCIPALI

Le soluzioni d'investimento relative a questo tema sono prevalentemente legate alle azioni. Nonostante la rilevanza del tema e i potenziali rendimenti interessanti, le soluzioni di investimento saranno ancora soggette ai movimenti del mercato azionario globale.

Un fattore che dovrebbe limitare il rischio rispetto ai mercati azionari globali è che le società legate a questo tema dovrebbero spesso beneficiare di un rating ESG elevato, che include nella valutazione criteri Ambientali, Sociali e di Governance. Alcuni studi suggeriscono una minore volatilità dei potenziali rendimenti per tali strategie. Una recessione globale potrebbe limitare gravemente la capacità dei governi di sostenere le necessarie transizioni. Un forte calo dei prezzi del petrolio e del gas naturale potrebbe rallentare la transizione energetica.



Ci aspettiamo che la transizione energetica compia un importante passo avanti nei prossimi anni. Per "transizione energetica" intendiamo i cambiamenti strutturali da una produzione di energia tradizionale centralizzata, basata sui combustibili fossili, che non ha dovuto pagare per le esternalità negative, verso un modello di produzione di energia pulita/rinnovabile e decentralizzata in cui l'innovazione tecnologica e la determinazione dei prezzi delle esternalità costituiranno i principali fattori di sviluppo. La velocità della transizione sarà guidata da i) innovazioni tecnologiche che riducono i costi di produzione e stoccaggio delle energie rinnovabili; ii) politiche governative (carbon tax, sussidi per le energie pulite e gli investimenti nelle infrastrutture) e iii) preferenze in cambiamento da parte dei consumatori e degli investitori (per investimenti ESG/SRI-friendly).

Il punto di svolta più importante degli ultimi tempi proviene dai governi e dai loro programmi di spesa che si concentrano sulla transizione energetica e sulla riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>: i) l'Europa continua a essere un leader con il "Green Deal" e il relativo Recovery and Resilience Fund; ii) anche la Cina è molto ambiziosa con gli obiettivi nel "piano triennale 2018" che mirano ad accelerare l'implementazione di sistemi di trasporto sostenibili. Prevediamo che altre misure saranno annunciate a marzo, quando il partito comunista cinese darà dettagli sul suo quattordicesimo piano quinquennale. Infine, l'elezione di Joe Biden a presidente degli Stati Uniti apre la porta agli investimenti infrastrutturali negli Stati Uniti legati alle reti elettriche, ai veicoli elettrici, allo stoccaggio delle batterie e all'idrogeno rinnovabile.

### Ci concentriamo in particolare su due aree:

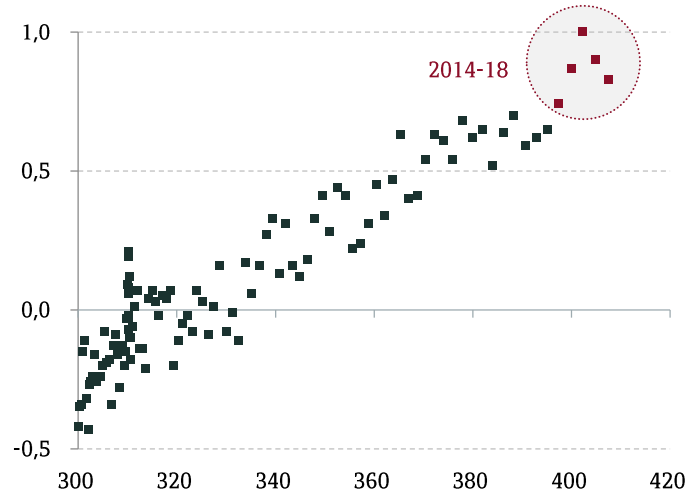
#### 1. Innovazione e impianti nell'energia solare, eolica, geotermica, idroelettrica e celle a combustibile (idrogeno)

Non ci aspettiamo che una sola tra le fonti di energia rinnovabile predomini sulle altre, per le seguenti ragioni. In primo luogo, ci sono molteplici fonti di energie rinnovabili, e l'efficienza in termini di costi nella produzione di queste energie può essere molto diversa da un paese all'altro. In secondo luogo, studi recenti giungono alla conclusione che le auto elettriche si baseranno probabilmente in primo luogo sulle tecnologie delle batterie, mentre la nuova generazione di autobus e camion avrà maggiori probabilità di utilizzare le tecnologie legate alle celle a combustibile (idrogeno). È quindi importante che gli investitori utilizzino un approccio diversificato quando investono in questo tema.

○ LUNGO TERMINE ■ RISCHIO MEDIO E ALTO

### L'EFFETTO SERRA (1880-2018)

X-Axis: Livello di CO<sub>2</sub> atmosferico (parti per milione)  
Y Asse: Temperatura media globale della superficie rispetto a 1850-1900 (° C)



Fonte: IPCC, NASA, BNP Paribas, 30 novembre 2020

#### 2. Produttori di impianti per lo stoccaggio di energia, di impianti elettrici e di rete, comprese le batterie, di prodotti chimici e dei materiali connessi

L'Agenzia internazionale per l'energia prevede che fino al 80% della crescita globale della produzione di energia elettrica potrebbe provenire da fonti di energia rinnovabili entro la fine del decennio. Ma non si tratta solo di batterie più economiche e rispettose dell'ambiente. Riguarda anche lo stoccaggio di energia termica, lo stoccaggio di gravità, l'aria liquida e l'idrogeno. Le batterie agli ioni di litio godono di una quota di mercato molto elevata. Vi sono, tuttavia, nuove aree di innovazione come le batterie a flusso redox di vanadio, le batterie metalliche liquide e le batterie a basso costo che utilizzano materie prime a basso costo. L'attenzione è focalizzata sulla durata, sullo stoccaggio, sulla ricarica rapida e sulla disponibilità di materie prime e batterie ecocompatibili. Infatti, proprio il riciclaggio dell'energia nelle fabbriche, comprese quelle che lavorano l'acciaio, costituisce uno dei temi più caldi.

È probabile che molte tecnologie possano coesistere ed è essenziale diversificare i propri investimenti in tema di stoccaggio di energia elettrica.

10

LUNGO TERMINE ■■■ RISCHIO MEDIO

# Una forte Corporate Governance come fonte di potenziale sovrapformance a basso rischio: investire in fiducia e potenziale redditività



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

The bank  
for a changing  
world





**Recenti esempi di frodi aziendali hanno evidenziato l'importanza per gli investitori dei criteri di Governance nell'ESG, in termini di riduzione del rischio quando si investe in azioni.**

**Dal 2015, le società europee con una solida esperienza di Corporate Governance (relativa alla trasparenza e ai diritti degli azionisti) hanno collettivamente sovraperformato l'indice STOXX Europe in modo coerente, soprattutto se legate a un livello di redditività superiore alla media.**

---

#### LE NOSTRE RACCOMANDAZIONI NON PERSONALIZZATE

---

Riteniamo che gli investitori che desiderano investire in società con ottime credenziali ESG debbano concentrarsi su società con una governance forte, dato che questo aspetto dell'ESG viene spesso trascurato a favore dei più visibili criteri ambientali e sociali.

Sposare una solida Corporate Governance con un'elevata redditività risulta essere una strategia azionaria difensiva a lungo termine interessante e costituisce una buona alternativa alle obbligazioni sovrane e societarie. I potenziali rendimenti prospettici dei titoli, combinati con una governance forte e con una redditività elevata, restano molto interessanti rispetto ai potenziali rendimenti dei titoli sovrani, spesso negativi, e ai potenziali rendimenti delle obbligazioni societarie, attualmente al di sotto del 0,5% per il credito Euro BBB.

Mentre l'esposizione alle società con una forte Corporate Governance e una redditività elevata rientra tra le nostre preferenze in ambito azionario, questo tema si applica anche alle obbligazioni societarie, in quanto una governance più forte, nel corso del tempo, dovrebbe riflettersi in un miglioramento dei loro rating creditizi.



## La fiducia richiede tempo, ci vuole un attimo per perderla e una vita per ricostruirla

Questo mantra sta diventando sempre più rilevante per le società quotate, nel settore delle relazioni con gli investitori. La Governance nell'ESG incorpora una serie di concetti tra cui:

- Codici di condotta
- Trasparenza
- Concorrenza
- Questioni giuridiche
- Corruzione
- Indipendenza del consiglio di amministrazione
- Diritti degli Azionisti
- Gestione della catena di approvvigionamento

## Una governance forte può migliorare i rendimenti ottenuti con un livello di rischio inferiore

All'interno di questi concetti vi è un'ampia gamma di rischi potenziali per la redditività di un'impresa e anche per la redditività a lungo termine, che possono comportare rischi più elevati. Riteniamo improbabile che gli investitori vengano compensati per questi rischi legati alla Governance.

Dal 2015, un paniere di titoli europei che dimostrano forti caratteristiche di Corporate Governance ha sovraperformato il benchmark STOXX Europe Index del 17%, sottolineando come una forte Corporate Governance possa costituire un potente motore di sviluppo per la performance azionaria nel tempo.

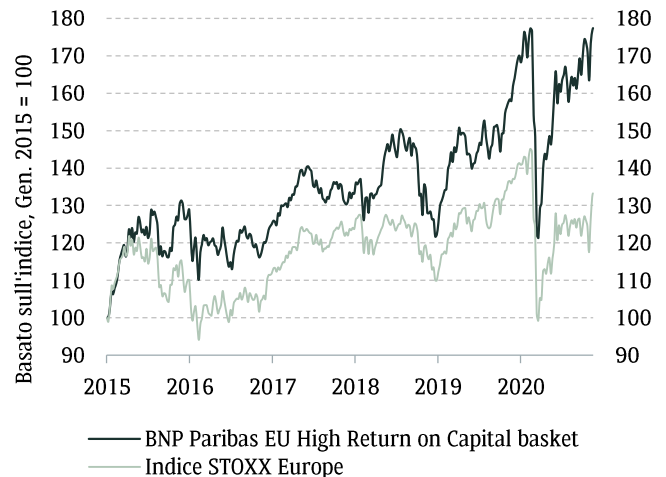
## Una maggiore redditività è un fattore che può determinare potenziali rendimenti più elevati

Ciò vale per le società con rendimenti sul capitale investito superiori alla media (ROCE) sostenibili nel tempo; dal 2015, un paniere di titoli europei ad elevato ROCE ha sovraperformato l'indice STOXX Europe del 33%.

In effetti, ciò sottolinea l'attrattiva di un investimento in società altamente redditizie caratterizzate da vantaggi competitivi sostenibili (come marchi forti o reti di distribuzione superiori) incorporati nei loro modelli di business, che contribuiscono a proteggere le aziende e i loro prodotti e servizi dalla concorrenza.

La ricerca accademica ha costantemente testimoniato rendimenti corretti per il rischio superiori per coloro che investono in società altamente redditizie caratterizzate da questi vantaggi competitivi. Investire in società altamente redditizie, caratterizzate da una solida Corporate Governance, rappresenta un'interessante strategia azionaria difensiva. A nostro avviso, questa strategia nel 2021 dovrebbe continuare a offrire agli investitori potenziali rendimenti corretti per il rischio interessanti.

### I TITOLI EUROPEI AD ALTA REDDITIVITÀ HANNO PIÙ CHE DUPLICATO IL RENDIMENTO DEL BENCHMARK DAL 2015



Fonte: BNP Paribas Global Markets, 30 novembre 2020

## Afflussi di fondi ESG per spingere la Governance

Il paniere delle società europee ha guidato il movimento globale verso il rafforzamento delle loro credenziali ESG. Ci aspettiamo che lo tsunami di flussi che confluisce nei fondi azionari ESG molto probabilmente continuerà anche nel 2021, il che spingerà maggiori investimenti in società con un track record di Corporate Governance forte e in miglioramento.

### I TITOLI EUROPEI CON UNA FORTE GOVERNANCE SOVRAPERFORMANO L'INDICE STOXX EUROPE



Fonte: BNP Paribas Global Markets, 30 novembre 2020

# METTITI IN CONTATTO CON NOI

---



[Wealthmanagement.bnpparibas](https://www.wealthmanagement.bnpparibas)

---

## DISCLAIMER

---

*Il presente documento ha natura informativa e viene fornito ai clienti che hanno aderito al servizio di consulenza in materia di investimenti; pertanto, non rappresenta e non può essere considerato un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura.*

*Il documento rappresenta il parere di BNL-BNP Paribas Wealth Management alla data indicata nel documento stesso. In considerazione delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le indicazioni riportate nel presente documento senza che la stessa sia obbligata ad aggiornarne e/o modificarne le informazioni contenute.*

*Resta inteso che ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del Cliente. Il presente documento non obbliga il Cliente ad alcun acquisto/sottoscrizione di quanto in esso riportato o di altri servizi e prodotti della Banca. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dopo aver letto attentamente la versione aggiornata dei documenti informativi e/o precontrattuali, pertinenti e richiesti dalla normativa in relazione ai singoli prodotti (ad es. fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento c.d. KIID per i fondi, ecc.), forniti dalla Banca prima della sottoscrizione/acquisto.*

*Il Cliente dichiara, inoltre, di essere edotto che le operazioni - aventi ad oggetto prodotti/strumenti finanziari - sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati alla natura degli stessi. Le obbligazioni assunte da BNL nella prestazione del servizio di consulenza sono obbligazioni esclusivamente di mezzi e non di risultato; BNL non garantisce alcuno specifico risultato legato ai consigli e alle raccomandazioni non personalizzate fornite e non assume alcuna responsabilità in ordine all'esito delle operazioni consigliate o ai risultati dalle stesse prodotte. **Gli investimenti in strumenti/prodotti finanziari possono esporre al rischio di perdita - parziale o totale - del capitale investito e non danno garanzia di risultati futuri.***

*Il presente documento è strettamente personale e riservato ai Clienti di BNL cui è erogato il servizio di consulenza in materia di investimenti. E' fatto divieto, pertanto, di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e più in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazioni ivi contenuta.*

