
2021 Temi di investimento

Aggiornamento - 4° trimestre

Settembre 2021



BNL-BNP PARIBAS
PRIVATE BANKING

La banca per
un mondo
che cambia

Contenuto

Premessa: cosa ci aspetta dopo la ripresa?

01

Macro Outlook: Crescita, inflazione e banche centrali

02

La salute è ricchezza

03

Rifocalizzazione sugli attivi reali

04

Il boom del Capex

A

Appendice: i nostri 10 temi d'investimento per il 2021, il team, disclosure.



Prefazione

COSA CI ASPETTA DOPO LA RIPRESA?

La crescita, non più l'inflazione, è ora la vera preoccupazione: da luglio, la reazione dei mercati obbligazionari agli elevati tassi di inflazione USA di oltre il 5% è stata sconcertante. Invece di assistere a un aumento dei rendimenti obbligazionari, come normalmente ci si aspetterebbe (poiché le obbligazioni riflettono una maggiore inflazione attesa in futuro), i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono scesi dai loro massimi di fine marzo. I rendimenti del Tesoro USA a 10 anni sono scesi all'1,3% (a fine agosto), in calo dello 0,4% rispetto all'1,7% di marzo. Allo stesso modo, i rendimenti dei Bund tedeschi a 0 anni hanno perso lo 0,3% rispetto al loro recente picco.

Segnali prudenti del mercato obbligazionario: cosa ci dicono i mercati obbligazionari? Stanno suggerendo che la crescita futura, non l'inflazione, è ora la principale preoccupazione dei mercati finanziari. Ciò può sembrare strano vista la forte ripresa economica evidente su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Effetti in attenuazione degli stimoli legati alla pandemia: si tenga a mente che questa ripresa è stata alimentata da uno straordinario aiuto consistente da parte delle banche centrali europee e statunitensi (tassi di interesse pari a zero, programmi di acquisto di obbligazioni) e dei governi (sostegno alla disoccupazione, «elicopter money», spesa per investimenti infrastrutturali). Questa spinta economica è stata una risposta ai lockdown indotti dalla pandemia e quindi in gran parte sono stati un tantum in un contesto ordinario.

Ci aspetta una crescita più debole? Man mano che torniamo progressivamente a qualcosa che assomiglia a un'attività economica più normale, a un post-lockdown (soggetto a ricadute legate a eventuali nuove varianti di COVID-19), l'impatto di questo straordinario stimolo economico svanirà. I mercati obbligazionari ci dicono oggi che c'è un rischio sostanziale di una crescita economica inferiore, post-stimolo.

Rischio di inasprimento prematuro della politica monetaria: i mercati sono preoccupati del rischio di un errore di politica monetaria da parte della Federal Reserve. Si teme che la Fed reagirà a questi tassi di inflazione più elevati restringendo troppo presto la politica monetaria, in un momento in cui la crescita sta già rallentando. Nei cicli passati, il principale fattore scatenante della recessione economica è stato l'aumento dei tassi di interesse da parte delle banche centrali in risposta alle crescenti pressioni inflazionistiche. Ricordiamo che la sensibilità dell'economia globale ai tassi di interesse è oggi molto più alta che in passato, dati i livelli di

debito molto elevati. Un modesto inasprimento della politica della Fed potrebbe avere un forte impatto sugli Stati Uniti e sull'economia globale.

Boom degli investimenti? L'aumento degli investimenti governativi e societari è un nuovo trend che riteniamo sarà persistente, dopo un decennio di bassi investimenti sulla scia della Grande crisi finanziaria. I cambiamenti strutturali della domanda e dei consumi post-lockdown e il basso costo di finanziamento del debito stanno stimolando gli investimenti delle imprese. Le aziende stanno investendo per la crescita, al fine di tagliare i costi e generare guadagni di produttività duraturi, mentre i governi stanno investendo sia per sostenere l'occupazione, sia per migliorare le principali infrastrutture di trasporto, edilizia e telecomunicazione.

Focus sui real asset come fonte di rendimento e diversificazione: in un mondo in cui la liquidità, i mercati delle obbligazioni sovrane e del credito societario offrono agli investitori rendimenti storicamente bassi (o addirittura negativi), suggeriamo una maggiore esposizione agli attivi reali con rendimenti positivi tenuto conto dell'inflazione. Rileviamo benefici interessanti in termini di rendimento e diversificazione dall'esposizione alle infrastrutture, al settore immobiliare e alle materie prime. I fondi pensione e assicurativi stanno incontrando sempre maggiori difficoltà nel raggiungere gli obiettivi di rendimento attesi futuri, date le loro ponderazioni storicamente concentrate sulle obbligazioni e sul credito. Prevediamo che questi investitori istituzionali intensifichino in futuro la loro esposizione a queste classi di attività reali, cercando di bilanciare le loro passività a lungo termine con queste attività a lungo termine con l'obiettivo di offrire rendimenti futuri molto più elevati rispetto al reddito fisso.

Rifocalizzazione su salute e medtech: oggi il settore sanitario beneficia di una ripresa degli investimenti e di tecnologie rivoluzionarie emergenti. La sfida? Migliorare gli anni di vita sani, controllando al contempo la spirale dei costi. Le aziende sanitarie identificano meglio i trattamenti da applicare attraverso tecniche diagnostiche più accurate, individuando tempestivamente i problemi sanitari con un'attenzione al benessere e alla prevenzione, e promuovendo l'uso della telemedicina per una assistenza sanitaria più rapida ed efficace. L'accelerazione delle approvazioni di nuovi farmaci (soprattutto per le condizioni psichiatriche e legate all'età, ad esempio Alzheimer/demenza senile e depressione clinica) sta incentivando le attività delle aziende farmaceutiche e biotecnologiche, spingendo così la crescita futura dei profitti.

Edmund Shing, PhD

01

Macro Outlook



Crescita economica e inflazione

CRESCITA ECONOMICA SOSTENUTA

Le economie hanno reagito positivamente all'allentamento delle restrizioni nel secondo trimestre. Ora, i recenti sondaggi aziendali suggeriscono che la crescita potrebbe aver raggiunto il picco. Ciò nonostante, la crescita dovrebbe rimanere su livelli elevati per diversi trimestri, poiché i programmi di spesa pubblica dovrebbero generare effetti moltiplicatori maggiori del solito.

- Con la riapertura delle economie, il principale motore della crescita è stato il consumo, che ha determinato una forte ripresa nel settore dei servizi. Il manifatturiero è rimasto un po' indietro, spiegato dai precedenti vincoli legati alla catena di approvvigionamento.
- L'effetto moltiplicatore fiscale (o keynesiano) dovrebbe innescare un contesto di crescita elevata per un periodo più lungo che potrebbe portare a sorprese positive. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, ciò è particolarmente vero quando il tasso di interesse è inferiore alla crescita economica in termini reali (al netto dell'inflazione). In effetti, dovrebbe essere così nei prossimi trimestri/anni.
- Rischi principali: le varianti di COVID-19 e interruzioni della catena di approvvigionamento. I recenti sviluppi sono stati incoraggianti, soprattutto per quanto riguarda le catene di approvvigionamento. I progressi sul fronte delle vaccinazioni stanno riducendo la probabilità di ulteriori lockdown.

BNP Paribas Forecasts

GDP Growth%	2019	2020	2021	2022
United States	2.2	-3.5	6.9	4.7
Japan	0.3	-4.7	2.2	3.3
United Kingdom	1.5	-9.8	7.8	5.6
Eurozone	1.3	-6.7	4.8	5.2
Germany	0.6	-5.1	3.7	5.5
France	1.5	-8	6	4.6
Italy	0.3	-8.9	5.2	4.5
Emerging				
China	6.1	2.3	8.7	5.3
India*	4.2	-7.2	8.4	9.4
Brazil	1.1	-4.1	5.5	3
Russia	1.3	-4.5	4.5	3

* Fiscal year

Source: Refinitiv - BNP Paribas

INFLAZIONE AL PICCO INTORNO ALLA FINE DELL'ANNO

Dall'inizio della primavera l'inflazione complessiva ha raggiunto livelli decisamente elevati soprattutto negli Stati Uniti (oltre il 5% a giugno). Gli effetti base e i vincoli della catena di approvvigionamento saranno fattori chiave nel breve termine. Prevediamo un picco all'inizio del prossimo anno nella maggior parte dei paesi. Gli Stati Uniti presentano il rischio maggiore di persistenti sorprese al rialzo, data la situazione del mercato del lavoro.

- I fattori che hanno spinto l'inflazione sono ancora molto limitati e riguardano l'effetto base, i vincoli della catena di approvvigionamento e l'edilizia abitativa. Tuttavia, si teme che si diffonderanno. I rischi sono più elevati negli Stati Uniti che in altri paesi del G10. Ciò è dovuto principalmente al maggiore potere di determinazione dei prezzi delle società e alle prospettive per il mercato del lavoro.
- Il mercato del lavoro (soprattutto i salari) è il principale motore di inflazione nel medio periodo. Negli Stati Uniti, ci sono segnali di stress e i salari aumenteranno nei prossimi mesi, ma meno negli altri paesi. Il potenziale di ritorno dei lavoratori sul mercato del lavoro, tuttavia, limita i rischi negli Stati Uniti.
- L'inflazione continuerà a rimanere elevata (o addirittura ad accelerare), ma dovrebbe raggiungere un picco all'inizio del prossimo anno. I dati dovrebbero convergere verso il 2% all'inizio del 2022 nell'Eurozona e verso la fine dell'anno negli Stati Uniti. Una tendenza simile dovrebbe essere osservata nella maggior parte delle economie sviluppate.

BNP Paribas Forecasts

CPI Inflation%	2019	2020	2021	2022
United States	1.8	1.2	3.9	2.7
Japan	0.5	0	0	0.2
United Kingdom	1.8	0.9	1.8	2.5
Eurozone	1.2	0.3	2.1	1.8
Germany	1.4	0.4	2.7	1.8
France	1.3	0.5	1.8	1.3
Italy	0.6	-0.1	1.5	1.9
Emerging				
China	2.9	2.5	1.7	2.8
India*	4.8	6.1	5	5
Brazil	3.7	3.2	7.2	4.8
Russia	4.3	3.4	5.8	4.3

* Fiscal year

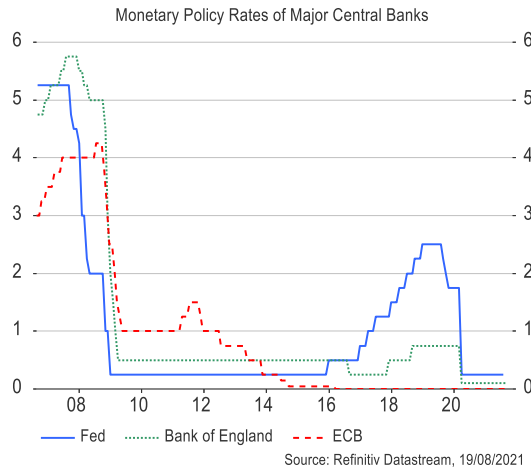
Source: Refinitiv - BNP Paribas

Banche centrali e rendimenti obbligazionari

LE BANCHE CENTRALI POTREBBERO DIVERGERE

Le principali banche centrali prevedono che l'innalzamento dell'inflazione sia temporaneo. Le aspettative di inflazione a lungo termine restano ancorate, il che suggerisce un'elevata credibilità. La Federal Reserve (Fed) dovrebbe annunciare il tapering a settembre con esecuzione a gennaio 2022. Il primo rialzo dei tassi è previsto per il primo trimestre del 2023. Nel breve termine non prevediamo alcun cambiamento di politica monetaria da parte della BCE.

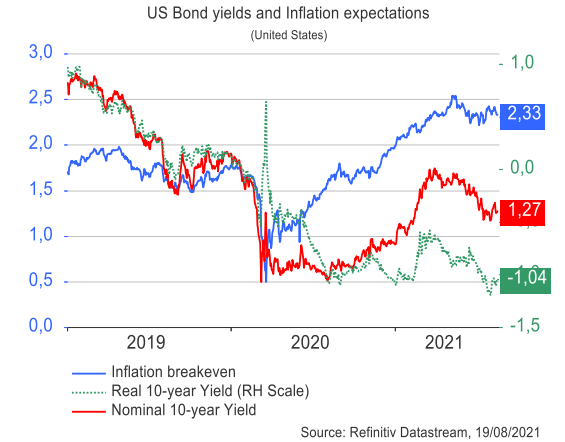
- Nella riunione di luglio, la Fed ha accennato alla riduzione degli acquisti di obbligazioni. Ha affermato che sono stati compiuti progressi verso il raggiungimento di tale obiettivo nonostante il recente aumento dei contagi da COVID. Tuttavia, ha affermato che non sono stati compiuti progressi sufficienti per giustificare un cambiamento di politica. Le riflessioni continueranno fino a quando la Fed vedrà dati più solidi sul mercato del lavoro. Inoltre, dovrebbe annunciare il tapering in occasione della riunione del 22 settembre con attuazione nel gennaio 2022. Il primo rialzo dei tassi è previsto per il primo trimestre 2023.
- La Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto la sua posizione accomodante a luglio e ha mantenuto il ritmo elevato degli acquisti iniziato a marzo. Non sono previsti cambiamenti importanti nella politica monetaria nel breve termine. La BCE ha annunciato la sua forward guidance sui tassi che resta al livello attuale o inferiore fino a quando l'inflazione non raggiungerà il 2%. La BCE si concentrerà sull'inflazione realizzata e prevista nonché sull'andamento a lungo termine.



RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI TROPPO BASSI

Il recente calo dei rendimenti obbligazionari è sconcertante. Le aspettative di inflazione a lungo termine si sono stabilizzate e la crescita economica ha registrato un forte rimbalzo negli ultimi mesi. I nuovi timori per il picco della crescita economica e i fattori tecnici potrebbero spiegare questo calo. Prevediamo una normalizzazione dei rendimenti e un maggiore rialzo dei rendimenti USA.

- I rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato un forte calo tra l'inizio di giugno e la fine di luglio, in particolare negli Stati Uniti. I mercati si sono concentrati sulla crescita in corso negli Stati Uniti, ma con un ritmo più lento. Inoltre, alcuni investitori hanno rivalutato al ribasso il rischio di inflazione a lungo termine. Il movimento al ribasso dei rendimenti obbligazionari è stato probabilmente inasprito dagli investitori che hanno coperto le loro posizioni corte.
- Negli Stati Uniti, prevediamo che il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni salirà al 2% in 12 mesi. Abbiamo aumentato le nostre previsioni sui rendimenti obbligazionari a 2 e 5 anni quando la Fed ha lasciato intendere che avrebbe potuto aumentare i tassi prima del previsto. Nell'Eurozona, il rialzo dei rendimenti è più limitato in quanto la BCE non dovrebbe modificare la propria politica nel prossimo anno. Il nostro obiettivo di 12 mesi è del 0% per il rendimento tedesco a 10 anni. Un catalizzatore per rendimenti obbligazionari più elevati a lungo termine potrebbe essere la pubblicazione di dati più solidi sull'occupazione, il tapering della Fed o un aumento delle emissioni obbligazionarie.



02

La salute è ricchezza

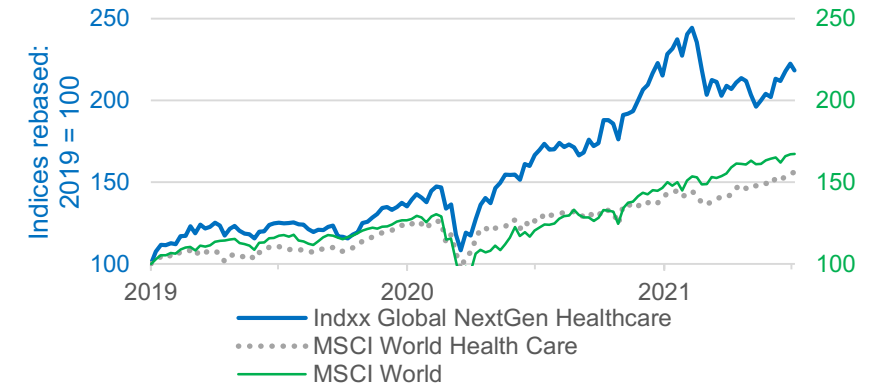


La salute è ricchezza

RISCHIO MEDIO A MEDIO TERMINE

- ❖ La pandemia COVID-19 ha riportato l'attenzione sulla spesa per la sanità e sta stimolando l'innovazione nello sviluppo di farmaci e nella diagnostica.
- ❖ I motori di crescita a lungo termine continuano ad essere l'invecchiamento, la necessità di combattere l'aumento delle malattie legate allo "stile di vita", come l'obesità, e una maggiore attenzione alla prevenzione rispetto al trattamento dei sintomi. I lockdown hanno focalizzato l'attenzione sull'importanza della salute mentale, un settore poco trattato con enormi conseguenze economiche e personali negative.
- ❖ Le nuove tecnologie aumentano la produttività nel settore healthcare, con una rapida crescita della telemedicina e dell'intelligenza artificiale che migliorano la diagnostica e l'identificazione dei farmaci più adatti.

L'innovazione sanitaria è un tema chiave di crescita



Fonte: BNP Paribas Wealth Management, Bloomberg

Rivoluzione, non evoluzione della sanità

"La necessità è la madre dell'invenzione": in nessun settore questo adagio è stato più vero nel 2020-21 come nel campo della sanità, con lo sviluppo di test diagnostici, trattamenti efficaci e vaccini per combattere la diffusione del COVID-19 e delle sue numerose varianti.

Rinnovata attenzione alla spesa pubblica per l'assistenza sanitaria: la necessaria spinta alla spesa pubblica per la sanità avrà effetti duraturi sulla fornitura di un'assistenza sanitaria efficace a livello globale.

Negli Stati Uniti, l'amministrazione Biden è pronta ad aumentare significativamente la spesa pubblica nel settore sanitario - focalizzata sulla necessità di affrontare la disuguaglianza delle prestazioni sanitarie negli Stati Uniti. L'adozione di servizi sanitari di gran lunga più digitalizzati e la telemedicina continueranno ad essere diffusi per tutto il 2021.

Ciò aumenterà la necessità che il settore healthcare e il cloud computing collaborino molto più strettamente nella fornitura di servizi sanitari migliori, compresi i servizi medici remoti. In effetti, ci sono già prove di un'accelerazione della spesa per il cloud computing e la cybersicurezza negli ospedali e in altri fornitori di servizi medici. Ciò contribuirà a garantire un accesso di alta qualità all'assistenza sanitaria negli Stati Uniti e, in ultima analisi, a livello globale.

Sanità in una popolazione che invecchia: a livello globale, il numero di persone anziane (attualmente 703 milioni) dovrebbe più che raddoppiare nei prossimi 30 anni, raggiungendo 1,5 miliardi di persone nel 2050. Come percentuale della popolazione mondiale, il numero di persone di età superiore ai 65 anni dovrebbe aumentare dal 6% di oggi al 16% entro il 2050. Una persona di 65 anni nel 2015-2020 dovrebbe vivere in media 17 anni in più. Entro il 2045-2050 tale cifra sarà salita a 19 anni. Nel 2050 si prevede che l'aspettativa di vita all'età di 65 anni aumenterà di quasi 24 anni in Australia e Nuova Zelanda.

La sfida è fornire una migliore assistenza, a costi inferiori. Con l'invecchiamento della popolazione, l'assistenza sanitaria diventerà probabilmente una quota maggiore della spesa totale. Le aziende che si occupano di malattie legate all'età dovrebbero beneficiarne, insieme alle aziende innovative che forniscono tecnologie e nuove soluzioni per fornire cure migliori a costi inferiori.

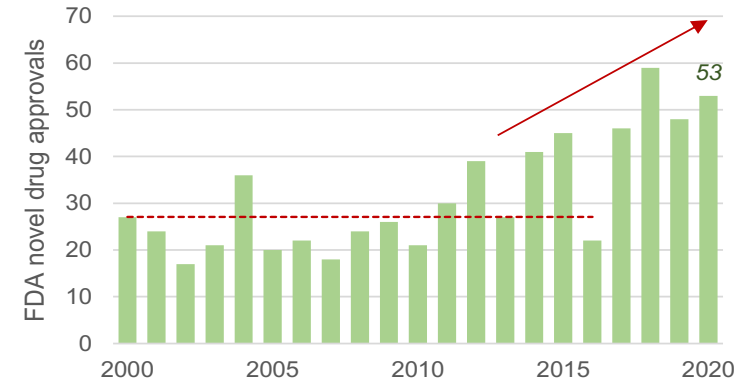
In secondo luogo, la demografia sarà un fattore chiave dei cambiamenti strutturali nella spesa al consumo. Oggi, le persone sopra i 60 anni contribuiscono a circa la metà di tutta la spesa delle famiglie in Giappone contro circa il 13% per coloro con età inferiore ai 40 anni. Con il passaggio del potere di spesa alle famiglie più anziane nelle economie occidentali, le aziende in cerca di crescita dovranno soddisfare le loro specifiche esigenze.

I principali megatrend medici: robotica, nanotecnologia, sequenziamento genomico, Tracker medicali, ingegneria biologica, bioinformatica, neuroscienze e dispositivi medici.

Migliori risultati sanitari, minori costi

- ❖ **Il benessere e la prevenzione** delle malattie al centro del raggiungimento di migliori risultati sanitari, a costi totali inferiori. Ciò include cambiamenti nello stile di vita (dieta, esercizio fisico, riposo, stress) in un approccio più olistico alla salute e al benessere fisico e mentale.
- ❖ **Trattamenti più numerosi e più mirati:** oggi sono in fase di sviluppo e approvazione nuovi farmaci, grazie all'uso di Big Data e di tecniche di intelligenza artificiale sia per la diagnosi che nell'identificazione di nuovi farmaci promettenti per la ricerca.
- ❖ **Fornitura di servizi multicanale:** proprio come nel settore delle vendite la dettaglia il COVID-19 ha incentivato l'adozione di soluzioni di telemedicina, tra cui consulenze mediche online o via video.

Negli ultimi anni sono stati approvati nuovi farmaci



Fonte: US Food and Drug Administration

La tecnologia spinge al miglioramento della produttività sanitaria

Spostare l'attenzione dalla sanità alla salute: l'obiettivo è quello di individuare le potenziali condizioni di salute in anticipo, attraverso una diagnostica proattiva, di trattare le condizioni mediche in una fase più precoce e infine monitorare e adattare le cure nel tempo, per assistere meglio i consumatori e ottenere risultati più proficui a un costo più basso per il sistema sanitario.

I dati e le piattaforme costituiscono un elemento chiave: la raccolta, l'archiviazione e l'analisi di dati più completi sulla salute di un paziente sono le infrastrutture essenziali necessarie per garantire l'assistenza sanitaria di domani. Una diagnostica completa che utilizzi questo ricco set di dati dei pazienti consentirà una diagnosi migliore e più precoce delle condizioni di salute più gravi e consentirà trattamenti più tempestivi, più mirati e più efficaci.

Focus sul benessere: la medicina occidentale deve abbandonare il modello di trattamento classico dei farmaci per concentrarsi sul benessere fisico e mentale e sulla salute, puntando quindi sulla prevenzione delle malattie piuttosto che solo sul trattamento dei sintomi quando le condizioni si presentano. Ciò significa una maggiore attenzione alle cause sottostanti dei problemi di salute piuttosto che al trattamento dei sintomi risultanti, attraverso una visione più olistica dello stile di vita, della dieta e dell'esercizio fisico, nonché una maggiore attenzione ad evitare lo stress eccessivo e quindi a migliorare la salute mentale.

La telemedicina continuerà ad esistere: il COVID-19 ha creato la necessità di consultare i medici a distanza tramite videoconferenze, al di fuori della clinica classica o dello studio del medico. Secondo la società di consulenza McKinsey, il numero di pazienti che utilizzano la telemedicina è salito dall'11% al 46% nel 2020, con una crescita che probabilmente continuerà.

Un'inflazione sanitaria insostenibile: come possiamo affrontare 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 un uomo di 75 anni costa tre volte di più e la cura per uno di 80 anni costa cinque volte di più rispetto a quello di una persona di 30 anni. Negli Stati Uniti, la spesa sanitaria media per persona sale da meno di 3.000 USD nella fascia di età 18-44 a 11.316 USD per le persone di età superiore ai 65 anni.

La sfida è quindi quella di estendere non solo la durata totale della vita delle persone, ma, cosa ancora più importante, a) estendere il loro numero di "anni di vita sani", e contemporaneamente b) ridurre il costo dell'assistenza sanitaria per i pensionati.

Focus sulle principali scelte di stile di vita: al di fuori degli ovvi regimi di trattamento medico, ci si concentra sui "nutraceutici" (alimenti con proprietà sanitarie), sulle attrezzature per l'esercizio fisico per una migliore forma fisica e sugli ausili per il sonno.

03

Rifocalizzazione sugli attivi reali



Rifocalizzazione sugli attivi reali

- ❖ Gli investitori tendono ad allocare ingenti somme su azioni, obbligazioni e liquidità, ma spesso non investono o sotto-pesano gli attivi reali, basati su immobili, infrastrutture e materie prime.
- ❖ In un mondo a bassa crescita e con bassi rendimenti, ottenere dei flussi di cassa è di primaria importanza.
- ❖ Nel lungo periodo, è probabile che il regime inflazionistico si allontanerà dalla disinflazione che è stata osservata negli ultimi 20 anni.
- ❖ Focus sulle attività che a) si riferiscono a un prodotto o servizio essenziale, b) offrono un rendimento reale positivo e c) permettono di ricevere flussi di cassa costanti.

Ottenere dei flussi di cassa è essenziale in un mondo con bassi rendimenti e a bassa crescita

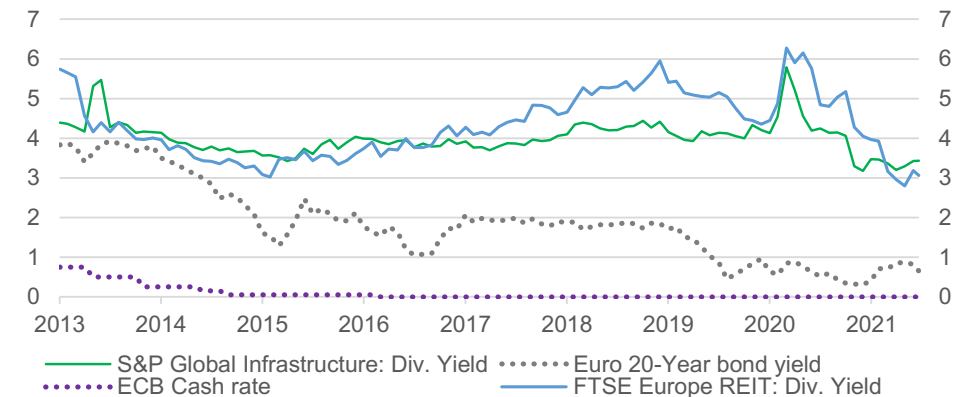
L'attuale tasso di crescita in rapida ripresa è insostenibile: al momento, l'economia globale sta vivendo una ripresa rapida dalla recessione pandemica grazie ai livelli di sostegno senza precedenti da parte delle banche centrali e dei governi. Ma questo non può durare. Inevitabilmente, il motore di questa spinta anomala all'economia globale svanirà nel 2022 quando gli effetti sulla crescita di questo stimolo fiscale e monetario cominceranno a diminuire.

I rendimenti obbligazionari già segnalano preoccupazioni sulla crescita futura: il forte calo dei rendimenti del US Treasury a 10 anni rispetto al picco dell'1,7% raggiunto lo scorso marzo evidenzia che il mercato obbligazionario è preoccupato per il percorso di crescita futura. Ciò contrasta con le ottimistiche previsioni di crescita del PIL statunitense, che restano elevate a oltre il 4%.

L'inflazione dovrebbe rallentare, pur rimanendo superiore a quella degli ultimi anni: mentre riteniamo che l'attuale picco dell'inflazione negli Stati Uniti sia transitorio, il mercato prevede ancora un'inflazione core del 2,7% per il 2022, sostanzialmente superiore a quella degli ultimi anni. Ciò indica che i rendimenti delle obbligazioni USA ed Euro restano ben al di sotto dell'inflazione (ossia offrono rendimenti reali negativi).

Target su attività reali che offrono rendimenti superiori all'inflazione: privilegiamo le attività reali a basso costo rispetto a obbligazioni e liquidità, che possano quindi offrire agli investitori rendimenti positivi al netto dell'inflazione.

Gli investimenti in Europa in Real Estate ed infrastrutture offrono rendimenti migliori del 3% rispetto alle obbligazioni a lunga scadenza



Fonte: Bloomberg

Immobili e infrastrutture offrono flussi di cassa positivi al netto dell'inflazione: sia gli immobili quotati (REIT) che le infrastrutture offrono attualmente rendimenti compresi nell'intervallo del 3%-3,5%, superiori del 3% circa rispetto ai rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'Eurozona a 20 anni. Di conseguenza, sono interessanti rispetto alle obbligazioni e alla liquidità.

I bassi rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono fattori positivi per gli attivi reali: i rendimenti reali delle obbligazioni a lungo termine globali restano vicini ai minimi storici, offrendo pertanto rendimenti futuri a lungo termine poco interessanti. Ma questi bassi tassi sono positivi per le attività reali, poiché gli investitori rifinanziano il loro debito a un tasso più basso, aumentando così i flussi di cassa netti.

L'asset allocation degli investitori istituzionali sulle attività reali aumenterà: nel tempo, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e i pensionati avranno bisogno di generare rendimenti stabili senza correre rischi eccessivi. In un mondo in cui i rendimenti della liquidità e delle obbligazioni restano così bassi, gli investitori saranno obbligati ad aumentare l'allocazione sulle attività reali e alternative per avere dei rendimenti positivi; questo trend è già evidente.

Le materie prime offrono un interessante "roll yield": considerato la recente forza dei prezzi delle materie prime, trainati da metalli industriali, petrolio e persino legname negli ultimi mesi, abbiamo assistito a una forte performance della nostra strategia di roll yield basata su energia e metalli, guadagnando oltre il 16% da inizio anno. Questa resta una buona strategia per generare reddito, essendo esposta alla struttura a termine dei future su materie prime senza assumere una visione direzionale sulle materie prime sottostanti stesse.

Attivi reali che sovraperformano le obbligazioni

- ❖ **Maggiore liquidità per molti attivi reali:** una delle principali ragioni che gli investitori citano per non acquistare esposizione ai fondi immobiliari è la mancanza di liquidità, con lunghi periodi di lock-in in cui non è possibile liquidare l'investimento. Tuttavia, questo aspetto è migliorato di recente, con un numero crescente di strategie non quotate in attività reali che ora offrono liquidità e trasparenza costanti.
- ❖ **I fondi infrastrutturali di qualità sono preziosi e scarsi:** l'elevata domanda di flussi di cassa stabili e la domanda di rendimenti a lunga durata che proteggono dall'inflazione proviene dai fondi pensione e assicurativi (per sostituire parzialmente le allocazioni obbligazionarie).
- ❖ **Immobili residenziali e commerciali altamente richiesti:** c'è anche una carenza nelle aree di crescita degli immobili industriali, delle banche dati, dei self-storage e dei ripetitori telefonici.

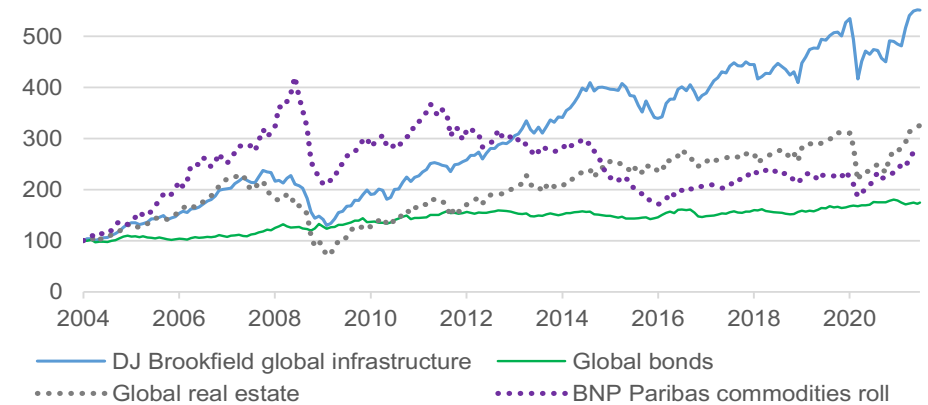
Fondi di private equity o attivi reali quotati sono interessanti

Non tutte le attività reali sono illiquide: una delle principali ragioni per la quale gli investitori preferiscono non avere un'esposizione sulle attività reali è che queste attività non quotate sono illiquide. Ma ciò non è necessariamente vero perché molte strategie non quotate in attività reali forniscono liquidità e trasparenza costanti.

Molte strategie di asset reali sono meno volatili: numerose attività reali, come i fondi di private equity su infrastrutture e alcuni segmenti del settore immobiliare, si basano su attività stabili (ad esempio autostrade a pedaggio e ponti). Si tratta di asset con flussi di cassa prevedibili e costanti che non variano molto nel tempo. Ciò si traduce in un profilo di volatilità inferiore rispetto a quello di molte asset class quotate, quali azioni o obbligazioni high yield.

Beni infrastrutturali (reti di trasporto, servizi energetici e idrici, stoccaggio e trasporto dell'energia, energie rinnovabili, ripetitori di telefoni cellulari): interessanti per la loro ampia visibilità sui flussi di cassa futuri, la buona protezione dall'inflazione e la solida performance storica. Queste attività sono molto richieste dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione per sostituire la componente di rendimento precedentemente coperta dalle obbligazioni sovrane e societarie, e quindi con rendimenti bassi, sostenendo valutazioni elevate. Negli ultimi 20 anni, l'indice Global Listed Infrastructure Organisation ha prodotto un rendimento totale medio annuo del 10%.

Dal 2009, le infrastrutture hanno registrato una performance costante



Fonte: Bloomberg

Il settore immobiliare non quotato: l'esposizione sia al settore immobiliare residenziale che a quello commerciale è interessante per gli investitori a lungo termine, considerati i rendimenti sull'inflazione di cui sopra, le qualità di copertura dall'inflazione derivanti dagli affitti indicizzati all'inflazione e i benefici finanziari derivanti da costi del debito molto bassi. C'è da considerare anche una crescita strutturale in molte aree del settore immobiliare e una scarsità strutturale di asset di qualità in settori come residenziale, industriale/logistica/magazzini, banche dati e il self-storage.

La domanda degli uffici si sta rapidamente riprendendo sulla scia del trend del "ritorno in ufficio": negli Stati Uniti, i REIT quotati che investono negli uffici hanno registrato un rendimento di quasi il 50% dal novembre 2020, e di oltre il 7% su base media annua dal 2003. I REIT che investono negli uffici europei hanno guadagnato il 40% dal novembre dello scorso anno, e il 5,4% su base media annua dal 2006. BNP Paribas Real Estate prevede un rendimento medio annuo del 5% dagli uffici europei dal 2021 al 2025.

Immobili residenziali sostenuti dalla scarsità: dal 2010, i REIT residenziali quotati in Europa hanno riportato un rendimento medio annuo di oltre il 17%. Negli Stati Uniti, la costruzione di case è rallentata dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2008, creando un "vuoto edilizio" da 5,5 a 6,8 milioni di case dal 2001, secondo la National Association of Realtors. In Europa, la ricerca dello spazio alimentata dalla pandemia ha spinto la rinnovata domanda di abitazioni unifamiliari con spazi esterni.

04

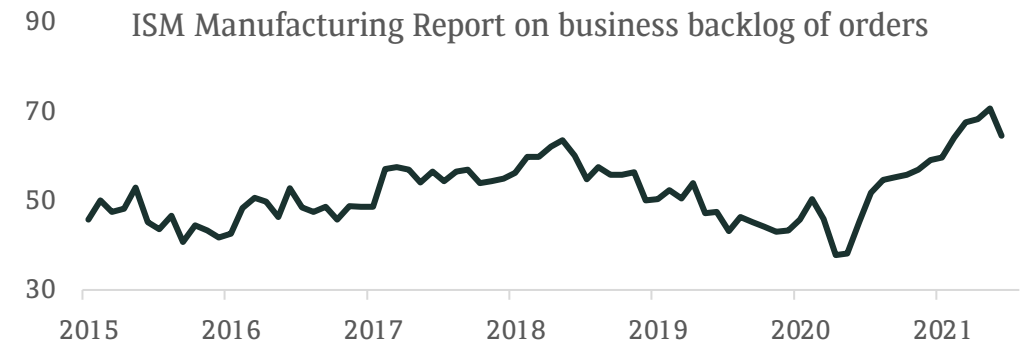
Il boom del Capex



Il boom del capex delle aziende

- ❖ **Il Capex NON vacillerà:** sulla scia della Grande crisi finanziaria, la crescita ha vacillato e la spesa sulle Capex ha deluso. Ma è dalla seconda guerra mondiale che non abbiamo sperimentato uno stimolo fiscale e monetario così coordinato. Per il prossimo anno è attesa una crescita globale superiore alla media. Il Global Capex potrebbe superare del 20% i livelli pre-pandemia entro la fine del 2022, recuperando due volte più rapidamente del post-2009.
- ❖ **Le società sono fiduciose quando la domanda dei consumatori è robusta:** siamo usciti da questa crisi con livelli record per il risparmio, i mercati azionari e i prezzi delle case. Gli «animal spirits» stanno finalmente tornando, gli azionisti inoltre stanno incoraggiando l'investimento in capitale fisso di natura operativa (Capex) piuttosto che il riacquisto delle azioni o i loro dividendi.
- ❖ **Bassi investimenti:** nel ciclo precedente ci sono stati bassi investimenti in alcuni settori. L'impennata della domanda con le riaperture sta portando a degli ostacoli, illustrati dai bassi livelli di scorte e dalle macchinose catene di approvvigionamento. I primi a muoversi acquisiranno quote di mercato.

I ritardi negli ordini delle imprese rimangono elevati



Fonte: Bloomberg

Non è da dimenticare che la nuova economia ha bisogno della vecchia economia

Una reazione differente rispetto al periodo successivo la Grande Crisi finanziaria: la crisi finanziaria è stata uno shock finanziario endogeno che ha creato un lungo periodo di deleveraging dei bilanci aziendali e dei consumatori, aggravato da una risposta politica inadeguata che è stata ritirata troppo presto. Al contrario, la pandemia è stata uno shock esogeno, con una ripresa della domanda molto più rapida.

Questa volta, risposte politiche coordinate: questa volta la ripresa è stata molto diversa, con risposte coordinate, grandiose e tempestive a livello fiscale e monetario. I bilanci delle banche centrali si sono ampliati drasticamente. La Federal Reserve e la BCE stanno promettendo obiettivi di inflazione simmetrici, suggerendo che i tassi saranno aumentati il più tardi possibile in questo ciclo.

Il Recovery Plan europeo e il Biden Infrastructure Plan: la ripresa del Capex sarà stimolata da programmi infrastrutturali federali pluriennali. Il piano di ripresa da 750 Mld EUR dell'Eurozona ha una forte enfasi sulle infrastrutture per la transizione verde, sulla trasformazione digitale e sulla salute.

Il programma di Biden sulle iniziative green comprende 500.000 punti di ricarica EV e l'elettrificazione degli autobus scolastici e del trasporto pubblico. Saranno inoltre effettuati ingenti investimenti nelle infrastrutture stradali, ferroviarie, per la produzione di energia e sui ponti, nonché nelle infrastrutture cibernetiche e digitali, compreso l'accesso alla banda larga nelle zone rurali. Prevediamo che questo disegno di legge sarà approvato nei prossimi mesi.

Il Pil globale supererà i livelli pre-pandemia entro la metà del 2021: la rapidità della ripresa globale ha accresciuto la fiducia degli amministratori delegati nelle prospettive a più lungo termine. Ciò è fondamentale per gli investimenti in capitale fisso di natura operativa (Capex) a lungo termine. Con le previsioni di crescita superiori al trend per il 2022, le Capex delle aziende oggi dovrebbero dare luogo a ritorni più rapidi in termini di profitti. I gestori di portafoglio incoraggiano inoltre le società a reinvestire per la crescita, invece di distribuire i profitti in dividendi e riacquisto di azioni.

Recuperare gli anni di basso investimento: dal 2009 al 2015, il Capex è rimasto al di sotto del suo andamento. Il mondo si è concentrato sul deleveraging, che ha portato ad una ripresa irregolare. Poi, quando il Capex ha finalmente iniziato a riprendersi nel 2018/19, la guerra commerciale Usa/Cina e la pandemia globale ne hanno intaccato la crescita.

Il boom del Capex è tutt'altro che concluso, i dati attuali (ad esempio, provenienti da indagini condotte dai responsabili degli acquisti) continuano a indicare bassi livelli di scorte nelle catene di approvvigionamento del settore, mentre i ritardi negli ordini stanno crescendo sulla scia della forte domanda finale.

Prevediamo inoltre che la spesa per il Capex legata alla tecnologia resterà robusta, spinta dalle esigenze del lavoro a distanza e dai desideri delle aziende di digitalizzare/automatizzare i processi al fine di incrementare la produttività. Secondo un recente sondaggio, ~ 60% delle società analizzate ha aumentato la propria spesa come quota degli investimenti totali, con due terzi delle imprese che prevedono ulteriori aumenti nei prossimi sei mesi.

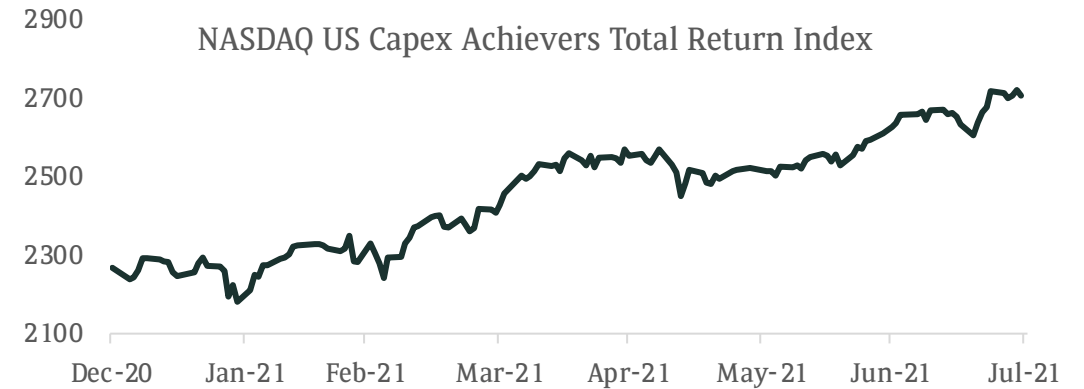
Infrastrutture tradizionali e digitali

La ripresa dei settori ciclici NON è finita! Gli utili hanno storicamente guidato il Capex in quanto quest'ultimo offre alle società la flessibilità di reinvestire nelle loro attività. Inoltre, le condizioni di credito bancario continuano a migliorare, il che, a sua volta, sostiene la crescita del Capex. Dopo la ripresa, ci si è concentrati su alcuni settori ciclici. È necessario approfittare dei timori sulla crescita per rafforzare le posizioni.

La costruzione di un portafoglio intelligente è fondamentale. Privilegiare un'allocazione diversificata che includa azioni appartenenti ai settori ciclici, una selezione di titoli growth e anche titoli appartenenti ai settori difensivi come healthcare e i titoli di qualità.

Inoltre, non contano solo le infrastrutture tradizionali, ma anche le allocazioni tra infrastrutture tradizionali e digitali. Il loro successo va di pari passo. Ad esempio, la consegna di un prodotto di e-commerce end-to-end interessa la spedizione di container, le infrastrutture di trasporto, l'aeronautica, gli aeroporti, i porti, le strade, il software e la logistica per la consegna finale.

US Capex Index in rialzo del 35% da inizio anno



Fonte: Bloomberg

Pronti a beneficiare del Capex: infrastrutture tradizionali

Automazione e attrezzature industriali: le aziende orientate all'automazione e ai macchinari industriali beneficeranno delle operazioni di "onshoring" e degli sforzi volti a migliorare la produttività manifatturiera.

Infrastrutture tradizionali: un pilastro fondamentale del piano infrastrutturale di 2trn di USD, proposto da Biden, è il rinnovamento delle vecchie infrastrutture per il trasporto, come strade, ponti, ferrovie, aeroporti e porti. Ciò andrà a vantaggio delle società operanti nel settore delle attrezzature e dei materiali da costruzione.

Infrastrutture green: una componente chiave del piano di ripresa dell'UE è l'approvata spesa di bilancio legata alla transizione energetica. Negli Stati Uniti, nell'ambito delle proposte di spesa per le infrastrutture, una quota significativa è destinata a sostenere lo sviluppo dei veicoli elettrici e della generazione di energia pulita, nonché a ristrutturare gli edifici per renderli più efficienti dal punto di vista energetico. Tra i beneficiari di entrambi i piani figurano la filiera EV e le società che forniscono soluzioni di efficienza energetica per gli edifici, oltre ai servizi di pubblica utilità che puntano in modo aggressivo verso l'energia verde.

Industria aeronautica: la ripresa della domanda per il trasporto aereo dovrebbe migliorare i tassi di utilizzo e i flussi di cassa delle compagnie aeree, migliorando la flessibilità verso maggiori Capex. Il basso consumo di carburante dei nuovi aeromobili e le emissioni di carbonio probabilmente stimoleranno la sostituzione della flotta nel tempo.

Pronti a beneficiare del Capex: infrastrutture digitali

Società operanti nel settore dei semiconduttori: le società di semiconduttori sono le maggiori beneficiarie dell'attuale mancanza di chip in diversi settori ed il forte Capex aiuterà ad affrontare questa carenza. Queste società, insieme ad Intel, beneficeranno anche della normativa CHIPS Act da 50 Mld USD.

Il Capex correlato ai cloud: il Capex legato al cloud continua a crescere nel 2021, trainato dalla spesa su hardware e architetture di elaborazione dati - la spesa per il primo trimestre 2021 di Amazon è aumentata del 78% su base annua. Dato che le vendite di cloud USA dovrebbero crescere in media del 30% annuo nei prossimi anni, il Capex legato alle funzioni cloud dovrebbe crescere di conseguenza. Tra coloro che ne beneficeranno ci sono le banche sui REITS e i produttori dei semiconduttori cloud.

Il Capex relativo al 5G: l'implementazione globale del 5G sta accelerando. Ad esempio, è ora stata completata l'asta per la banda C statunitense, e i fornitori di servizi di comunicazione stanno aumentando in modo significativo la spesa Capex per il 5G. Tra coloro che ne beneficeranno ci sono i ripetitori, le società operanti nel settore delle apparecchiature di rete e il settore delle infrastrutture 5G. Inoltre, il 5G è uno dei sette punti chiave del piano europeo di ripresa e resilienza. Una quota significativa del budget di 150 Mld EUR è dedicata alle infrastrutture per la rete 5G.

Software: investimenti in software, spinti dalle esigenze del lavoro a distanza e dai desideri delle aziende di digitalizzare/automatizzare i processi al fine di incrementare la produttività.

A

Appendice: I nostri 10 temi d'investimento per il 2021



I nostri 10 temi di investimento per il 2021



TEMA 1

**Vaccini, Ripresa,
e Reflazione**

TEMA 2

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

TEMA 3

Alla ricerca di rendimenti

TEMA 4

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

TEMA 5

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

TEMA 6

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

TEMA 7

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

TEMA 8

Abilitatori di nuove tecnologie

TEMA 9

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

TEMA 10

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

DISCLAIMER

BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

Edmund Shing

Global Chief Investment Officer

ASIA

BHAYANI Prashant

Chief Investment Officer

Grace TAM

Chief Investment Advisor

LUSSEMBURGO

Guy ERTZ

Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS

Investment Advisor, Fixed Income

BELGIO

Philippe Gijssels

Chief Investment Advisor

Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

Xavier TIMMERMANS

Senior Investment Strategist, PRB

STATI UNITI

Wade BALLIET

Chief Investment Advisor

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.

© BNP Paribas (2021). Tutti i diritti riservati

Immagini di Getty Images.

La banca per
un mondo
che cambia