

WisdomTree Market Outlook

Più portafogli modello

Marzo 2022



WisdomTree.eu
+44 (0) 207 448 4330

Autori



Christopher Gannatti
Global Head of Research



Aneeka Gupta
Director,
Macroeconomic Research



Piergiacomo Braganti
Director,
Macroeconomic Research



Didier Haenecour
Head of Fixed Income,
Research



Benjamin Dean
Director,
Digital Assets



Nitesh Shah
Head of Commodities &
Macroeconomic Research



Pierre Debru
Head of Quantitative Research
& Multi Asset Solutions



Lidia Treiber
Director,
Fixed Income Research



Florian Ginez
Associate Director,
Quantitative Research



Mobeen Tahir
Director,
Macroeconomic Research
& Tactical Solutions



Elvira Kuramshina
Senior Associate,
Quantitative Research



Alice Liu
Senior Associate,
Cryptocurrency Investments

Contenuti

01	Commodity Outlook Il rinascimento delle commodity: un aggiornamento	3
02	Equity Outlook Il momento di essere selettivi	15
03	Fixed Income Outlook L'inflazione apre la strada a nuove opportunità nei mercati obbligazionari nel 2022	20
04	Crypto Outlook Quali sono i catalizzatori nel 2022	26
05	Portafogli modello Connubio tra opportunità tattiche e potenziale di lungo periodo	33



Commodity Outlook

Il rinascimento delle commodity: un aggiornamento

01	Inflazione	5	04	Limiti di approvvigionamento	12
02	Infrastrutture	7	05	Una nuova era per gli investimenti in commodity	12
03	Transizione energetica	10	06	Conclusione	14

Nel 2021, i mercati delle materie prime sono saliti del 27,1% segnando la performance migliore da quando il Bloomberg Commodity Index ha cominciato a pubblicare dati in tempo reale (1998)¹. Anche il 2022 è iniziato con ottimi risultati per il mercato delle commodity, alcune delle quali sono state scambiate ai massimi da diversi decenni.

Il nostro outlook sulle materie prime per il prossimo anno è definito da tre principali fattori trainanti:

1. un contesto inflazionistico più elevato rispetto a quanto avvenuto negli ultimi decenni
2. un aumento strutturale della domanda di materie prime trainato dal boom delle infrastrutture
3. una rinnovata attenzione all'ambiente, sviluppo che rafforzerà la domanda per determinate commodity e allo stesso tempo presenterà nuove sfide in termini di crescita dell'offerta

Ne abbiamo discusso nel nostro Outlook dell'ottobre 2021. Riteniamo che tutti e tre questi driver siano ancora in moto. Inoltre, il conflitto russo-ucraino, se prolungato, potrebbe interrompere l'approvvigionamento di alcune materie prime e far salire i prezzi.

In questo articolo, abbiamo presentato alcuni degli aggiornamenti più importanti. Crediamo inoltre che l'attuale struttura dei future sul mercato delle commodity proponga alcune delle migliori opportunità degli ultimi decenni.

In primo luogo, essendo le materie prime un asset ciclico, la crescita dell'attività economica nel 2022 sarà probabilmente più lenta rispetto al 2021. Il Fondo monetario internazionale (FMI) prevede una crescita del prodotto interno lordo (PIL) mondiale del 4,4% nel 2022 (con una revisione al ribasso dello 0,5% rispetto alle proiezioni dell'ottobre 2021). Ma ciò non sorprende, dato il forte rimbalzo del 5,9% del PIL mondiale nel 2021, dopo un crollo del -3,1% nel 2020². In effetti, sarà superiore al tasso di crescita medio tra il 2010 e il 2019 (3,7%). L'FMI ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita della Cina più di altre regioni³. Dato che il Paese del Dragone è il principale consumatore mondiale della maggior parte delle materie prime, ciò rappresenta un rischio, ma crediamo che sarà compensato dalla crescita derivante da altri temi.

Inflazione

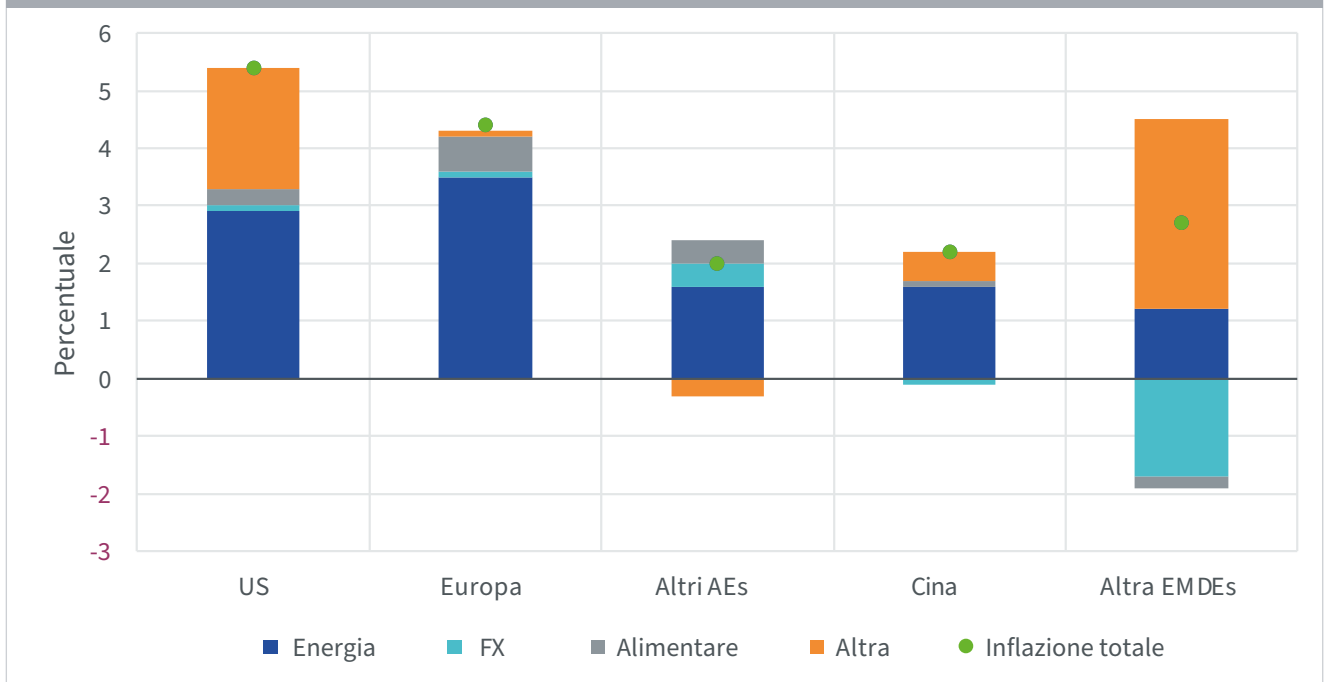
L'inflazione è elevata sia negli Stati Uniti che in Europa (Figura 1). I prezzi dell'energia e dei generi alimentari rappresentano due grandi fonti d'inflazione. Le interruzioni della catena di approvvigionamento legate alla pandemia hanno costituito uno dei principali fattori di pressione sui prezzi. Anche se si assiste a un miglioramento, sanare questo shock richiederà del tempo e non sappiamo se sarà possibile ritornare alla normalità pre-pandemica.

¹ Sulla base del Bloomberg Commodity Index Total Return. Se si osservano i dati del Bloomberg Commodity Index ottenuti con la metodologia del backtesting, la performance del 2021 è stata la migliore dal 1978.

² World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale, gennaio 2022.

³ Nel gennaio 2022, l'FMI stima all'8,1% la crescita del PIL nel 2021, previsioni del 4,8% nel 2022 (una revisione del -0,8% rispetto alle previsioni del 2021).

Figura 1: Inflazione nel 2021



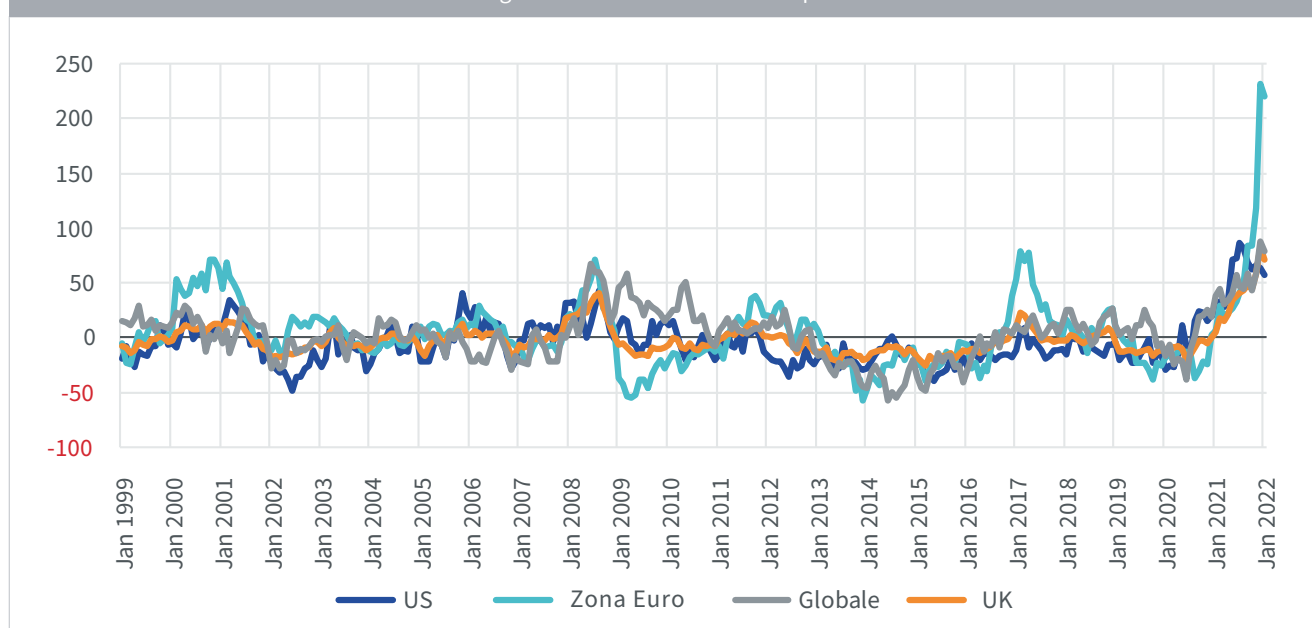
Fonte: World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale, gennaio 2022. Rappresenta la crescita anno su anno di un indice dei prezzi al consumo, da dicembre 2020 all'ultimo dato disponibile a gennaio 2022. FX si riferisce all'inflazione di breve periodo indotta dal deprezzamento della valuta utilizzando delle stime. AE sta per economie avanzate. EMDE sta per mercati emergenti ed economie in via di sviluppo. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

L'inflazione continua a sorprendere al rialzo (Figura 2). La persistenza delle sorprese inflazionistiche indica che la maggior parte degli analisti non ha pienamente compreso la natura vischiosa degli shock sul lato dell'offerta.

Riteniamo che le materie prime in generale, delle principali asset class, rappresentino la copertura migliore contro l'inflazione. Come abbiamo illustrato [qui](#), con un beta d'inflazione del 2,40, le commodity in senso ampio sovraperformano non solo il segmento azionario statunitense (caratterizzato da un beta d'inflazione dello -0,93), ma anche i titoli del Tesoro USA protetti da inflazione (i TIPS, che hanno un beta d'inflazione dello 0,38).

Le banche centrali di tutto il mondo hanno generalmente abbandonato il mantra che recitano da tempo circa la transitorietà del quadro inflazionistico. Negli Stati Uniti e in Europa, dove l'inflazione si è dimostrata più ostinata, le banche centrali stanno irrigidendo o si stanno preparando a irrigidire la politica monetaria attraverso una combinazione di progressivo allentamento quantitativo e di rialzo dei tassi d'interesse. La Federal Reserve (Fed) USA ha adottato un orientamento marcatamente aggressivo negli ultimi tempi e i mercati dei future sui Fed fund stanno ora scontando cinque rialzi dei tassi a 25 punti base nel 2022. Gli Overnight Index Swap (OIS) indicano che i mercati si aspettano un numero analogo di aumenti nel Regno Unito, in cui il primo è già avvenuto nel febbraio 2022. I mercati OIS segnalano almeno due movimenti della Banca centrale europea nel 2022. L'inflazione può sembrare più contenuta sui mercati emergenti ma ciò è più dovuto a fluttuazioni avverse dei cambi che non all'assenza di altri fattori d'inflazione.

Figura 2: Indici Citi Inflation Surprise



Fonte: WisdomTree, Citi Group, Bloomberg, dati da gennaio 1999 a gennaio 2022. Sono definiti come deviazioni standard storiche ponderate delle sorprese dei dati sull'inflazione (dati reali comunicati vs mediana dell'indagine Bloomberg). Una lettura positiva dell'Inflation Surprise Index suggerisce che i dati reali comunicati hanno complessivamente battuto il consensus. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

La stretta monetaria può raffreddare la crescita della domanda, contribuendo a soffocare la pressione sui prezzi di alcuni beni e servizi. Tuttavia, ciò potrebbe non avere un impatto significativo sulle cause profonde delle interruzioni dell'offerta che stanno determinando i prezzi di altri beni e servizi. Un possibile rischio derivante dall'attuale corso della politica è la decelerazione della domanda con prezzi elevati. L'analisi condotta dal World Gold Council indica che tali contesti si sono storicamente rivelati positivi sia per l'oro che per le materie prime in generale⁴, con entrambe le classi di attivi che hanno sovraperformato sia azioni che obbligazioni. In classi di attivi che hanno sovraperformato sia azioni che obbligazioni. In effetti, l'analisi indica che tali contesti "stagflazionistici"⁵ si sono dimostrati più favorevoli per l'oro rispetto a quelli "reflazionistici"⁶.

Infrastrutture

Per quanto l'Amministrazione Biden possa non essere riuscita a far passare una spesa per le infrastrutture da 2 trilioni di dollari, entrambe le Camere del Congresso hanno approvato un disegno di legge sulle infrastrutture del valore di 1,2 trilioni di dollari. La Camera dei rappresentanti ha approvato la versione del Senato il 5 novembre 2021⁷. Le agenzie federali come i Dipartimenti dei trasporti e dell'energia hanno l'enorme responsabilità di attuare la legge e inizieranno a lavorarci seriamente quest'anno. Il disegno prevede una nuova spesa stimata di 550 miliardi di dollari USA superiore ai livelli standard (Figura 3). Tutti gli aspetti del disegno di legge sembrano riguardare infrastrutture fisiche che richiedono un largo impiego di commodity.

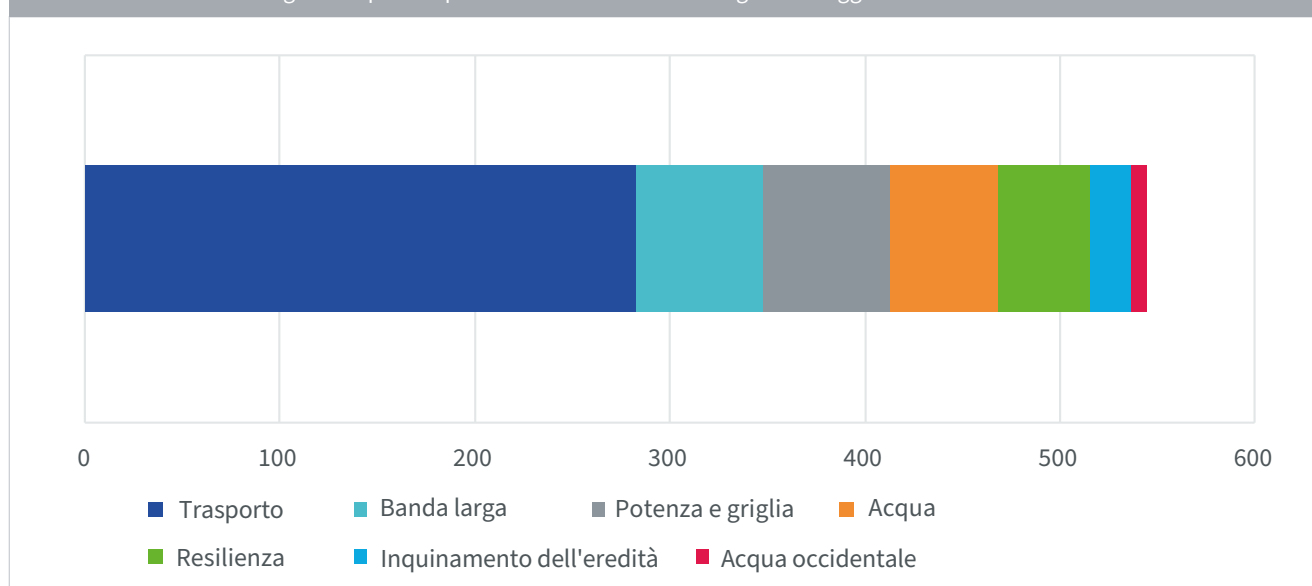
⁴ <https://www.gold.org/goldhub/research/investment-update-stagflation-rears-its-ugly-head>

⁵ Un contesto caratterizzato dal calo del Leading Economic Index (LEI) pubblicato dal Conference Board degli Stati Uniti e dall'aumento dell'IPC core statunitense.

⁶ Un contesto caratterizzato dall'aumento del Leading Economic Index (LEI) pubblicato dal Conference Board degli Stati Uniti e dall'aumento dell'IPC core statunitense.

⁷ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/06/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal/>

Figura 3: spesa superiore allo standard nel Progetto di legge sulle infrastrutture



Fonte: Bipartisan Infrastructure Investment e Jobs Act Summary. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Nel mese di dicembre 2021, la Commissione Europea ha presentato il Global Gateway, un programma per investire 300mld di euro a livello globale entro il 2027 in progetti infrastrutturali, digitali e climatici quale migliore alternativa alla Belt and Road Initiative cinese⁸.

Nel 2020, l'Unione Europea ha fornito una risposta senza precedenti alla crisi provocata dalla pandemia di coronavirus. Il fulcro delle misure adottate è costituito da un pacchetto d'incentivi del valore di 2,018 trilioni di euro a prezzi correnti. Il budget di lungo periodo dell'UE per il 2021-2027 è pari a 1,211 trilioni di euro, con l'aggiunta di 806,9 miliardi di euro attraverso il programma NextGenerationEU, uno strumento temporaneo a sostegno della ripresa. Una quota maggiore del budget (rispetto a qualsiasi altro periodo a partire dagli anni '80) è stata assegnata a "nuove priorità". In effetti, il 50% del budget andrà a:

- + ricerca e innovazione
- + clima e transizione digitale
- + preparazione, recupero e resilienza

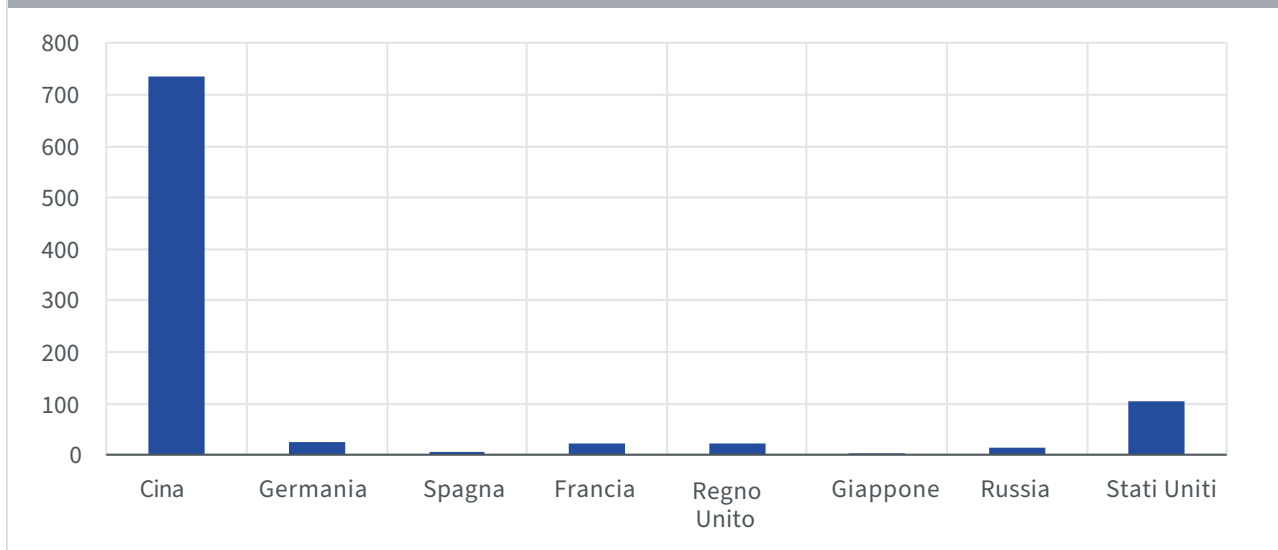
Molti di questi progetti sono coinvolti nella costruzione di nuove infrastrutture fisiche, comprese strade e altre reti di trasporto transeuropee, edifici, un programma spaziale europeo e tecnologie di mitigazione del cambiamento climatico.

La Cina è storicamente uno dei Paesi che investe di più nelle infrastrutture. Nel 2019, la spesa per le infrastrutture stradali, ferroviarie e aeree ha sminuito quella di qualsiasi altra grande nazione (Figura 4). Negli ultimi quattro decenni, la rapida urbanizzazione e lo sviluppo della Cina sono stati sostenuti dal debito. Questa strategia però è arrivata al capolinea. La debacle di Evergrande⁹ ha posto al centro dell'attenzione la sostenibilità del debito. Sebbene i debiti del governo centrale cinese non appaiano allarmanti, se sommati ai debiti dei governi locali e ai debiti derivanti da progetti diretti dal governo (insieme, debiti aumentati), l'indebitamento della Cina sembra decisamente elevato (Figura 5). In questo contesto, riteniamo che il Dragone potrebbe non stimolare attraverso il canale degli "investimenti fissi" o delle infrastrutture tanto quanto nei passati periodi di rallentamento dell'attività.

⁸ La Belt and Road Initiative (BRI) rappresenta il tentativo della Cina di sviluppare un suo mercato allargato e interdipendente, accrescere il potere economico e politico del Paese e creare le condizioni giuste per costruirsi un'economia ad alta tecnologia.

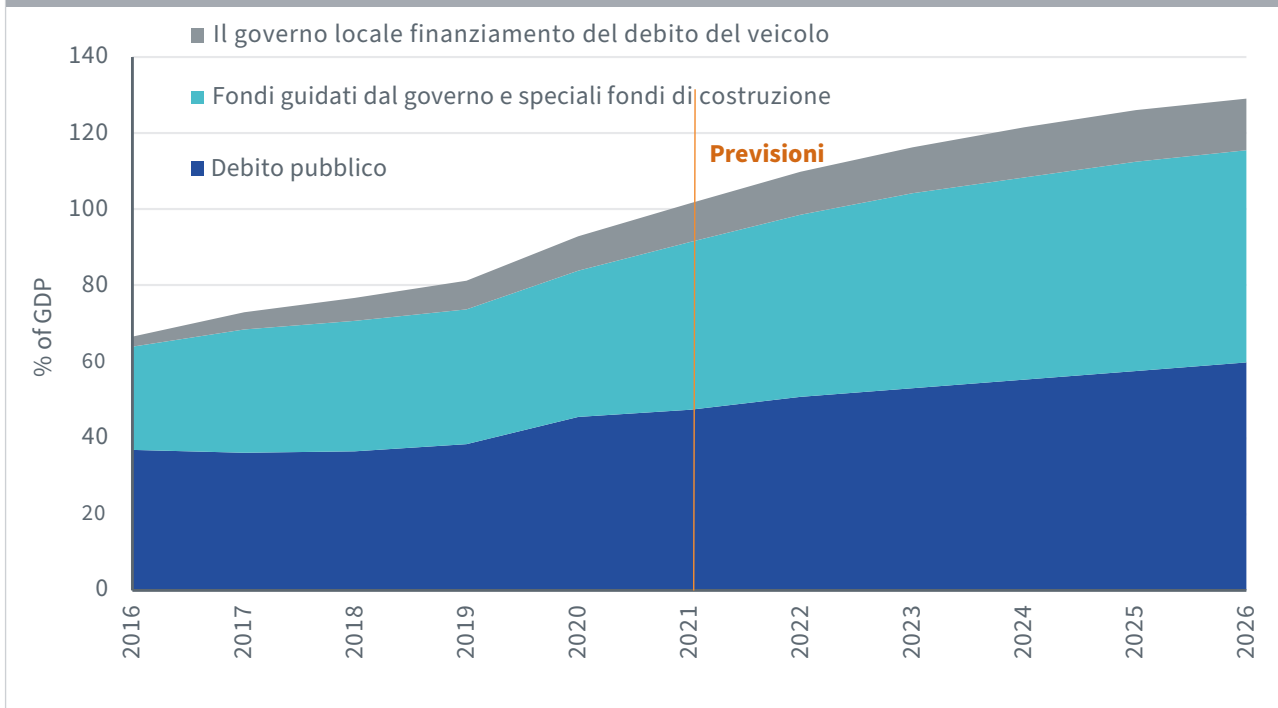
⁹ Evergrande è uno dei maggiori sviluppatori immobiliari cinesi ed ha avviato delle trattative per la ristrutturazione con i creditori offshore, volte ad attenuare il crescente stress finanziario dovuto all'inasprimento delle normative introdotte dal governo per tenere a freno il settore immobiliare ad alta leva finanziaria. Le pressioni sui finanziamenti si sono da allora estese ad altri sviluppatori immobiliari, facendo temere la possibilità di ripercussioni negative sull'attività economica in generale. Sebbene si tratti di un debito privato, preoccupa il rischio che debbano essere il governo centrale o i governi locali ad internalizzarlo. Per quanto ci sia margine politico per attuare questo tipo di manovra, il rischio è quello di esporsi a situazioni di "azzardo morale" e di aggravare ulteriormente il debito nazionale già elevato.

Figura 4: Spesa per infrastrutture stradali, ferroviarie e aeree nel 2019



Fonte: database OCSE, dati scaricati a febbraio 2022. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Figura 5: Proiezioni di debito aumentato per la Cina



Fonte: FMI 2021, Consulta dell'Articolo IV riguardo alla Repubblica Popolare Cinese, gennaio 2022. **Le previsioni non sono un indicatore della performance futura e gli eventuali investimenti sono soggetti a rischi e incertezze.**

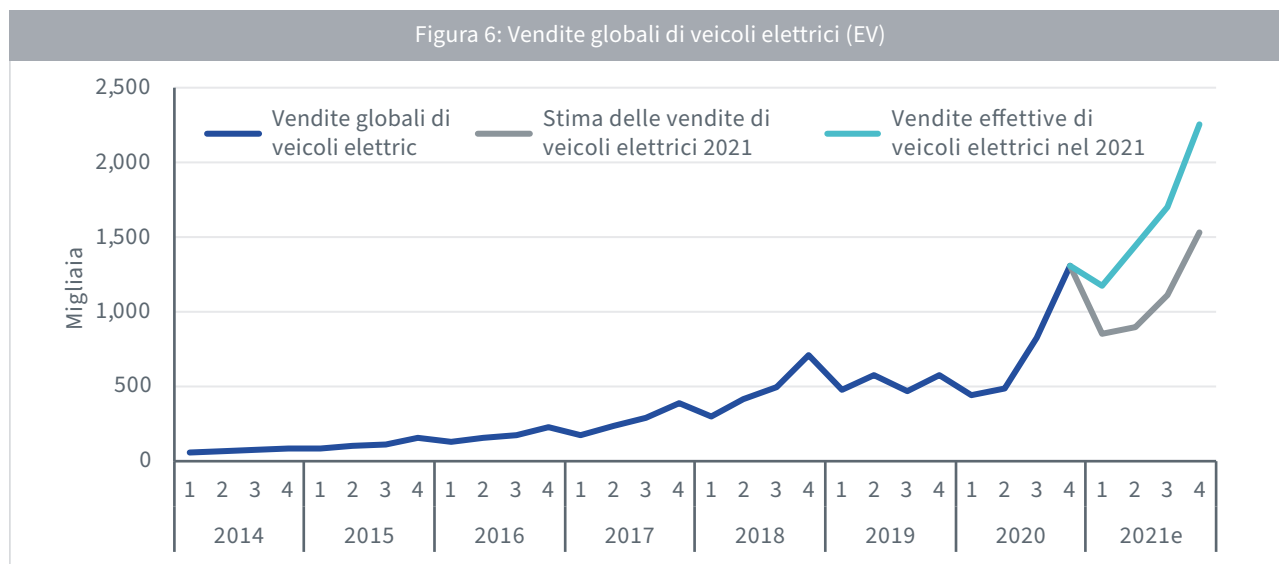
Non abbiamo dubbi sul fatto che la Cina continuerà ad adottare una politica monetaria espansiva per attenuare il rallentamento dell'attività, ma la concomitante applicazione di una strategia "zero Covid", non potrà che ostacolare in qualche modo le leve economiche del Paese. In quanto principale consumatore di tutte le materie prime, la Cina resta un importante ingranaggio della traiettoria di crescita della domanda. Tuttavia, riteniamo che la crescita senza precedenti della domanda per le infrastrutture da parte di Stati Uniti, Europa e altre regioni del mondo, più che compenserà la diminuzione della domanda da parte della Cina.

Transizione energetica

La maggior parte dei Paesi del mondo ha sottoscritto l'Accordo di Parigi per limitare l'aumento della temperatura a meno di 2°C (e preferibilmente non oltre 1,5°C) rispetto ai livelli preindustriali. Inoltre, l'80% del PIL mondiale prevede un obiettivo nazionale di zero emissioni nette, rispetto al 68% del 2020¹⁰. Abbiamo notato nel nostro outlook dell'ottobre 2021 che, nonostante gli impegni ambiziosi, il divario tra gli obiettivi climatici e le politiche attualmente in vigore è decisamente ampio. Nel 2021, la Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP26) ha compiuto diversi passi in avanti, ma il divario permane. Parlando della Conferenza, António Guterres, Segretario generale delle Nazioni Unite, ha affermato: "È un passo importante ma non sufficiente. Dobbiamo accelerare l'azione per il clima, per mantenere vivo l'obiettivo di limitare l'aumento della temperatura globale a 1,5 gradi". Ciò definisce il tono delle future discussioni sul clima.

Sono stati raggiunti diversi risultati, compreso un accordo globale sulla graduale riduzione dell'uso del carbone¹¹; degli accordi generali sui meccanismi contabili necessari per condividere l'abbattimento del carbonio tra i Paesi, che potrebbero aprire la strada ad una maggiore credibilità dei mercati volontari del carbonio; quasi 500 società che operano nel settore dei servizi finanziari globali hanno accettato di allineare 130 trilioni di dollari (il 40% degli asset finanziari globali) all'Accordo di Parigi.

Una delle componenti essenziali della transizione energetica sarà la migrazione dai veicoli con motore a combustione interna (ICE) ai veicoli elettrici (EV), che hanno un'impronta di gas serra inferiore. L'andamento delle vendite di veicoli elettrici è ottimo e supera molte previsioni di mercato (Figura 6). Infatti, Bloomberg New Energy Finance stima che, nel quarto trimestre del 2021, il 25% delle vendite di autovetture in Europa sarà costituito da veicoli elettrici e quasi il 20% in Cina. Nel quarto trimestre del 2017, questi numeri si attestavano rispettivamente al 2% e al 3%.



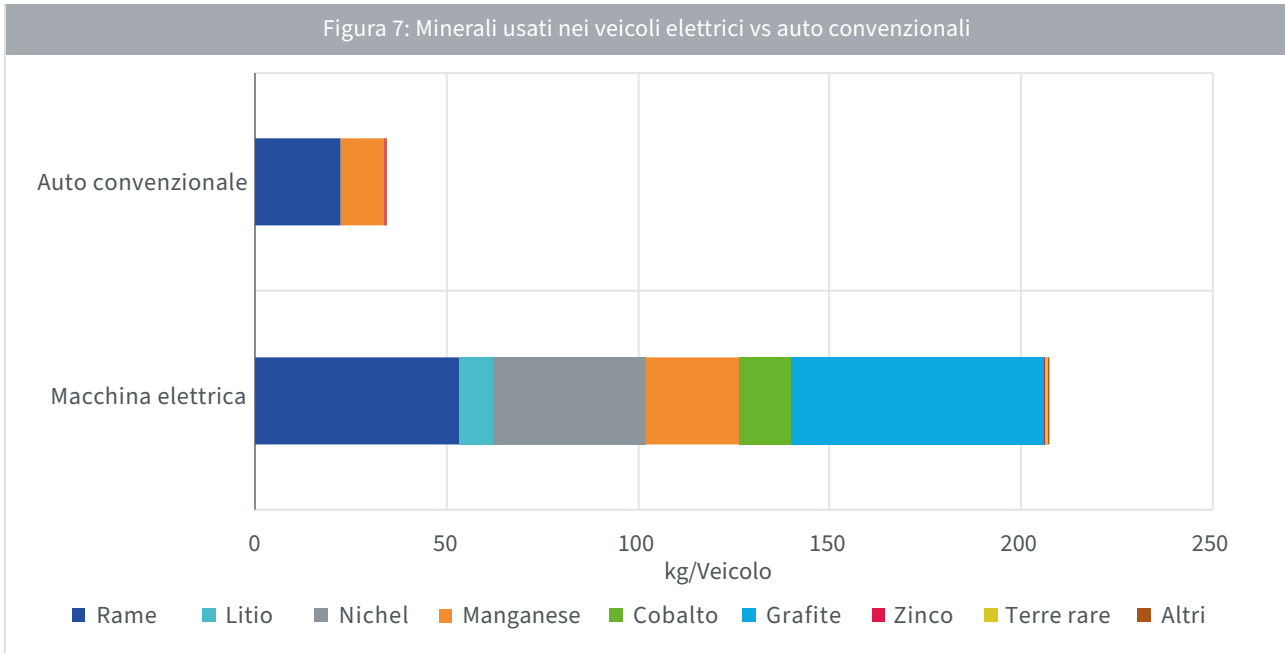
Fonte: Bloomberg New Energy Finance. Gennaio 2022. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Nei veicoli elettrici viene utilizzata una più ampia gamma di metalli rispetto ai veicoli ICE. Il contenuto di rame e manganese di un veicolo elettrico è uguale a più del doppio di quello di un veicolo ICE. Altri metalli facilmente investibili come il nichel rappresentano una quota trascurabile nei veicoli ICE ma sono essenziali per la produzione dei veicoli elettrici.

¹⁰ Novembre 2021, Net Zero Tracker: iniziativa globale promossa da Energy & Climate Intelligence Unit, Data-Driven EnviroLab, NewClimate Institute e Oxford University's Net Zero Climate Initiative.

¹¹ Notiamo che non si è trattato di una "graduata eliminazione" dell'uso del carbone come formulato nella bozza originale. Tuttavia, a seguito dell'approvazione di Paesi grandi utilizzatori di carbone come Polonia, Vietnam e Cile, è stato considerato uno sviluppo importante.

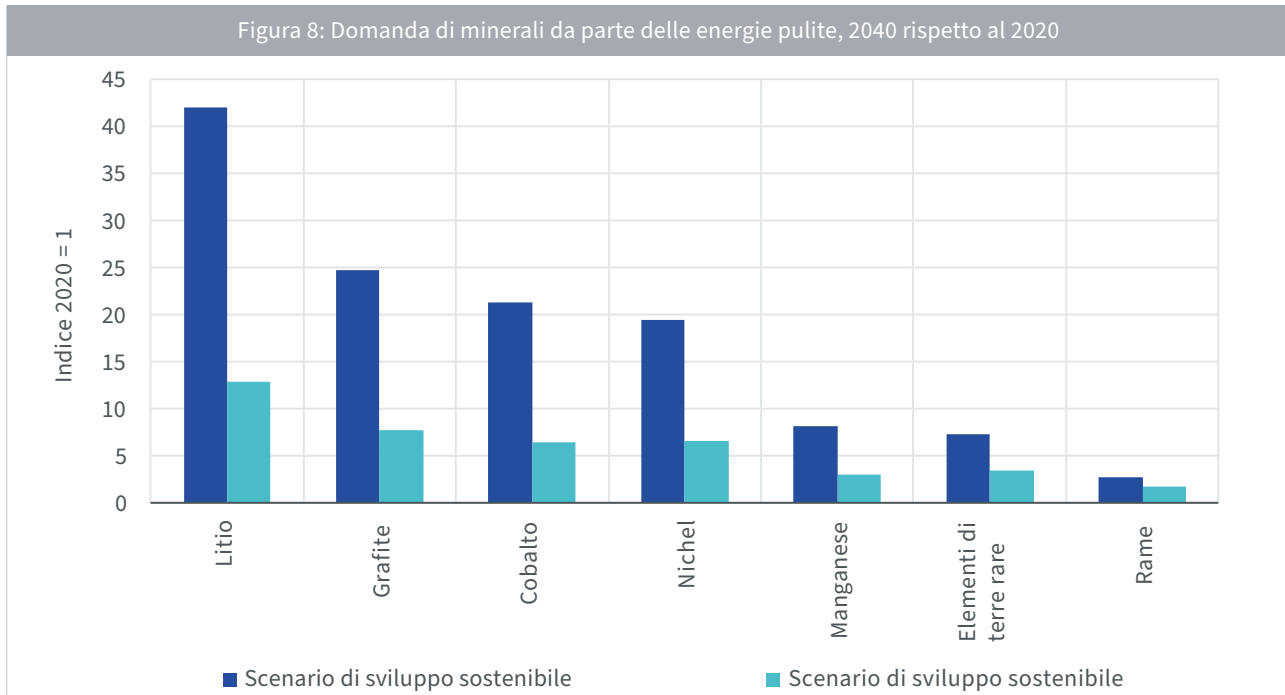
Figura 7: Minerali usati nei veicoli elettrici vs auto convenzionali



Fonte: International Energy Agency, The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions, 2022. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

L'intensità mineraria dei veicoli elettrici e di altre tecnologie ad energia pulita sarà probabilmente trasformativa per il profilo della domanda di molte materie prime. In uno scenario coerente con l'Accordo di Parigi (Sustainable Development Scenario), la domanda di rame da tecnologie energetiche pulite potrebbe essere tre volte maggiore nel 2040 rispetto al 2020 (Figura 8). La domanda di nichel potrebbe essere diciannove volte superiore nello stesso scenario. Litio e cobalto offrono un grande potenziale di crescita, ma la liquidità di questi mercati su future è al momento un fattore vincolante in termini di accesso degli investitori.

Figura 8: Domanda di minerali da parte delle energie pulite, 2040 rispetto al 2020



Fonte: International Energy Agency, The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions, 2021. "Sustainable Development Scenario": uno scenario che rispetta l'Accordo di Parigi. "Stated Policies Scenario": presenta un benchmark più conservativo per il futuro e non dà per scontato che tutti i governi raggiungano gli obiettivi delle politiche dichiarate. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Limiti di approvvigionamento

Soddisfare la domanda di metalli in uno scenario allineato all'Accordo di Parigi sarà un'impresa difficile. McKinsey stima che, solo per rame e nichel, attenersi all'obiettivo degli 1,5°C potrebbe richiedere spese in conto capitale cumulative comprese tra i 250 e 350 miliardi di dollari USA entro il 2030. Ciò consentirà di sostituire le capacità in esaurimento e l'espansione. Il rischio è che se l'offerta non riuscirà a tenere il passo con la domanda, le soluzioni tecnologiche potrebbero dover cambiare ancora una volta. L'aumento dei costi sta già motivando alcuni produttori di veicoli elettrici a utilizzare batterie di qualità più bassa e tecnicamente inferiori (senza nichel) per la produzione di auto su alcuni mercati.

Mentre la transizione energetica presenta dei limiti di approvvigionamento di lungo periodo per i metalli, le forniture energetiche tradizionali (petrolio e gas naturale) sono attualmente molto tirate. La domanda si è ripresa rapidamente dai minimi della pandemia toccati nel 2020, mentre l'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) e i suoi partner (insieme OPEC+) mantengono in essere le quote di produzione. Sebbene, in teoria, l'OPEC+ sia in procinto di allentare i vincoli entro l'estate del 2022, sono stati sollevati dei dubbi circa la capacità di alcuni membri che non riescono a tenere il passo rispetto alla loro quota attuale. A meno che non venga modificata la distribuzione della produzione tra i membri (una mossa politicamente difficile), l'offerta di petrolio potrebbe rimanere limitata per il resto del 2022. La produzione si sta espandendo al di fuori dell'OPEC+, ma la scala degli investimenti è bassa rispetto ai prezzi odierni dell'oro nero.

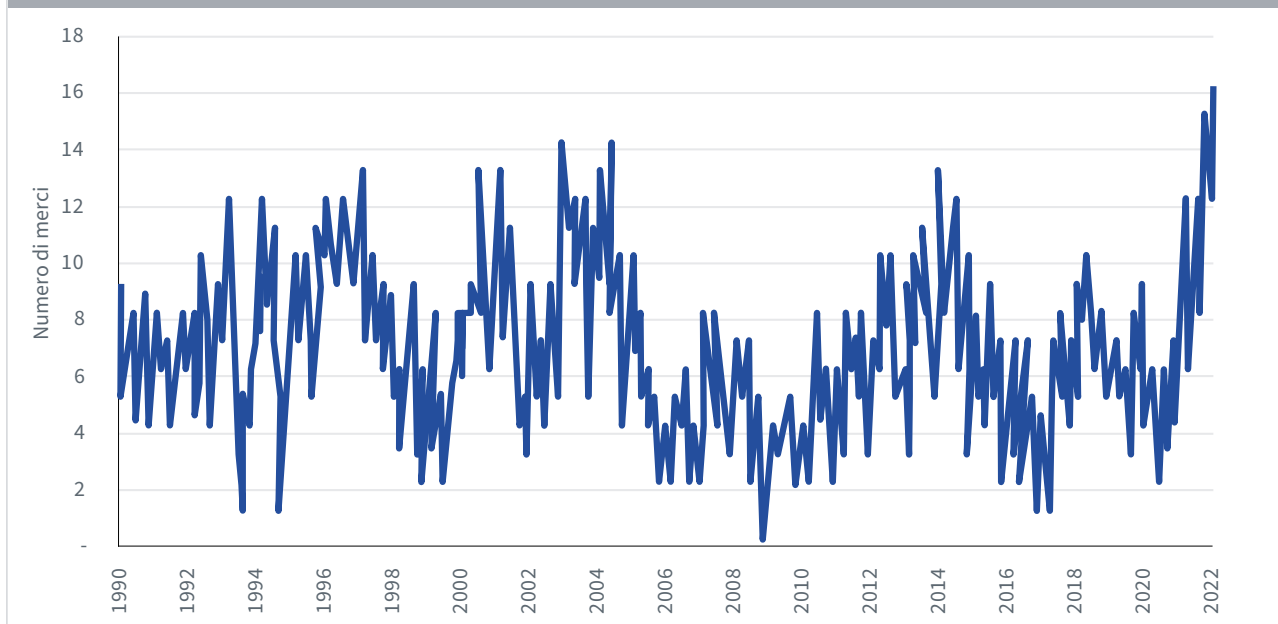
Al momento della stesura di questo articolo¹², le tensioni geopolitiche sono alte, dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia il 24 febbraio. Sebbene i prezzi delle materie prime siano stati volatili in questo periodo (la maggior parte dei guadagni del primo giorno d'invasione sono stati lasciati sul terreno il giorno successivo), riteniamo che il prezzo di diverse materie prime alla fine aumenterà se il conflitto non giungerà a una rapida risoluzione (si veda il document [back the following day](#)), *we believe the price of several commodities will ultimately rise if the conflict is not resolved quickly* (si veda il document [Do commodities offer an avenue to hedge against Russia-NATO tensions?](#))—"Le commodity offrono una copertura contro le tensioni Russia-Nato?". Anche se non è chiaro quanto durerà ancora il conflitto, esiste il rischio di gravi interruzioni delle catene di approvvigionamento di petrolio, gas naturale, grano, palladio, nichel e alluminio. Allo stesso tempo, un'invasione potrebbe stemperare la crescita economica globale, a seconda delle strategie scelte per reagire agli atti di aggressione. Seguiremo da vicino questi sviluppi.

Una nuova era per gli investimenti in commodity

La maggior parte degli investitori in materie prime accede alla classe di attivi tramite future o strategie che replicano la performance dei future. L'accesso ai prezzi del mercato spot (a pronti) è generalmente molto difficile per la maggior parte delle commodity poiché le materie prime presentano delle complessità in termini di stoccaggio e trasporto. In un investimento su future, oltre al "rendimento spot" teorico, vanno anche considerati un "rendimento roll" (roll yield) e un "rendimento collaterale". Il rendimento roll è generato dal prezzo dei future che converge sul prezzo spot alla scadenza del contratto. Pertanto, la forma della curva dei future è importante. Una curva inclinata verso l'alto, in cui il prezzo dei future è al di sopra dello spot (contango), presenta una resistenza al rendimento roll. Una curva inclinata verso il basso, in cui il prezzo dei future è inferiore al prezzo spot (backwardation), presenta un rendimento roll. Oggi, la maggior parte delle materie prime si trova in backwardation, come non accadeva dal 1990 (Figura 9).

¹² 8 febbraio 2022

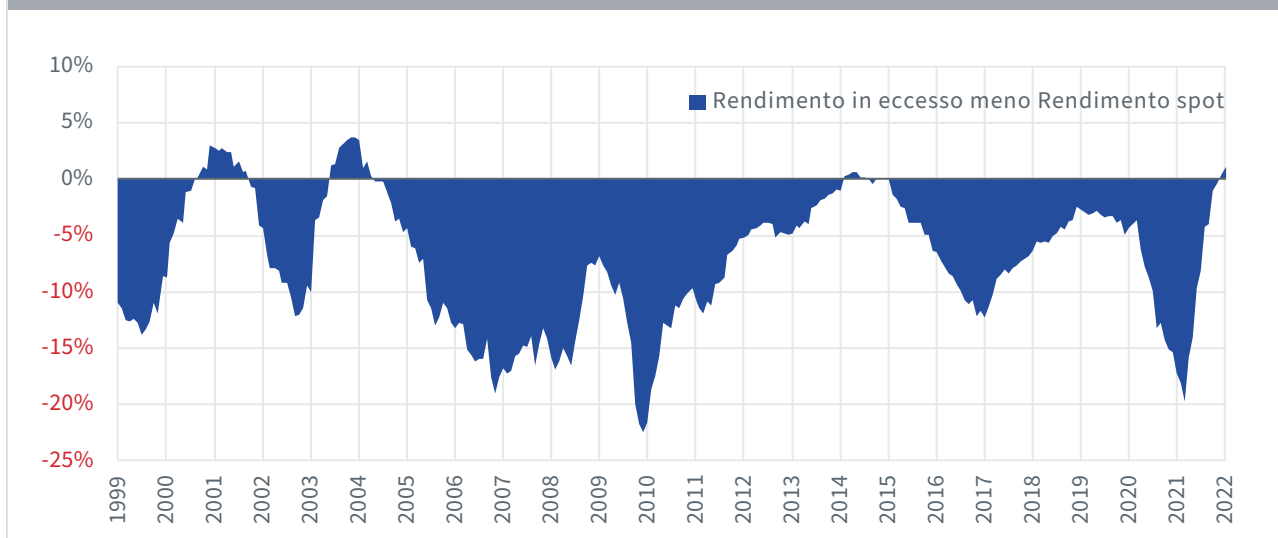
Figura 9: Merce in backwardation



Fonte: Bloomberg, da gennaio 1990 a febbraio 2022. Backwardation contata come il prezzo di un contratto più vicino alla data di scadenza inferiore al prezzo di un contratto del secondo mese. Illustra l'andamento di 25 commodity. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Di solito, ci sono più materie prime in contango. Ma con così tante commodity in backwardation, è possibile che il rendimento, dopo aver incorporato il roll yield, possa essere superiore al rendimento spot. In effetti, osservando le differenze a 12 mesi rolling tra l'“excess return” (che incorpora il roll) e i rendimenti del mercato spot, osserviamo un numero positivo (Figura 10). Si è trattato di un evento storicamente raro, cioè la maggior parte delle volte una strategia investibile produce un rendimento inferiore rispetto a un rendimento del mercato spot non investibile. Di solito la rigidità dell'offerta determina la backwardation. Data la forza della domanda e le limitazioni sull'offerta, pensiamo che questa era di backwardation possa persistere a lungo nel 2022.

Figura 10: Differenza del rendimento a 12 mesi rolling | Rendimento in eccesso vs. Rendimento spot



Fonte: Bloomberg, da gennaio 1998 a gennaio 2022. Bloomberg Commodity Index (Rendimento in eccesso) e Bloomberg Commodity Spot Index. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Il rendimento del collaterale è il tasso d'interesse che compensa gli investitori per la garanzia che hanno messo da parte aprendo una posizione in future. All'aumentare dei tassi d'interesse, dovrebbe aumentare anche il rendimento del collaterale. Pertanto, i rendimenti totali nei mercati dei future sulle materie prime potrebbero salire ancora.

Conclusioni

Battere la performance del mercato delle materie prime del 2021 sarà difficile, ma riteniamo che i mercati di questa asset class si trovino in una posizione di forza. Le commodity hanno rappresentato storicamente una solida copertura contro l'inflazione e alcuni rischi geopolitici.

La transizione energetica e l'aumento della spesa per le infrastrutture dovrebbero mitigare una moderazione della crescita economica. Tuttavia, a parte eventuali shock economici, le proiezioni del PIL sono ancora molto favorevoli alle materie prime nel loro complesso.

Con i mercati orientati in backwardation, riteniamo di trovarci in uno dei contesti più favorevoli all'investimento in materie prime degli ultimi tempi.



Equity Outlook

Il momento di essere selettivi

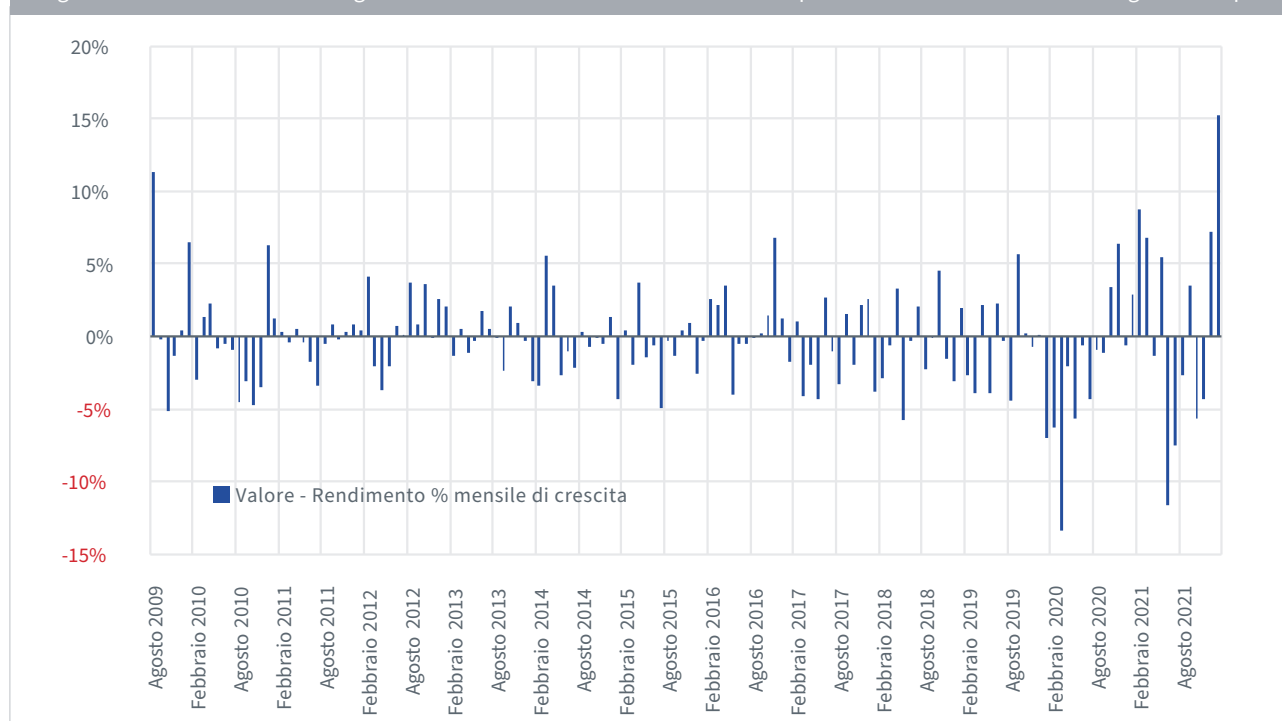
- | | | | | | |
|----|---|----|----|---|----|
| 01 | Giù la maschera e l'inflazione sale | 16 | 05 | Le migliori opportunità di crescita catturate con un approccio mirato | 18 |
| 02 | La Fed sta camminando a corda tesa nel 2022 | 16 | 06 | Un nucleo forte può resistere alle intemperie più capricci del mercato in vista | 19 |
| 03 | L'inclinazione ciclica dell'Europa | 17 | 07 | Conclusione | 19 |
| 04 | La Cina offre un rifugio regionale da una potenziale tempesta inflazionistica | 18 | | | |

Giù la maschera e l'inflazione sale

Nel 2022 è prevista volatilità sui mercati in quanto questi ultimi stanno passando da un periodo di stimoli fiscali e monetari senza precedenti a una normalizzazione delle condizioni. La pandemia di Covid-19 ha continuato a imperversare in tutto il mondo nel 2021, ma rimaniamo ottimisti sul fatto di esserci ormai lasciati il peggio alle spalle poiché i tassi di vaccinazione sono in aumento a livello mondiale. La svolta aggressiva delle tre banche centrali dei mercati sviluppati - Federal Reserve USA (Fed), Banca centrale europea (BCE) e Banca d'Inghilterra (BOE)- indicano un cambio di regime.

Il conseguente forte calo del debito a rendimento negativo disponibile a livello globale, il rialzo dei tassi a 2 anni, in concomitanza al persistente rincaro dei prezzi delle materie prime all'inizio del 2022, testimoniano ampiamente di un cambio di regime sui mercati azionari globali. L'ascesa dell'inflazione, evidente sotto forma di aumento dei costi degli input e di salari e tassi più elevati, sta comprimendo i margini operativi delle aziende. In questo scenario, i titoli value sono posizionati meglio rispetto ai costosi titoli growth poiché le dimensioni maggiori e la prevalenza nei settori della old economy consentono loro di trasferire più facilmente l'aumento dei costi sul consumatore finale, conservando allo stesso tempo i propri margini operativi in questo contesto difficile.

Figura 1: La rotazione dai titoli growth verso i titoli value aumenta al ritmo più veloce dalla Crisi finanziaria globale in poi

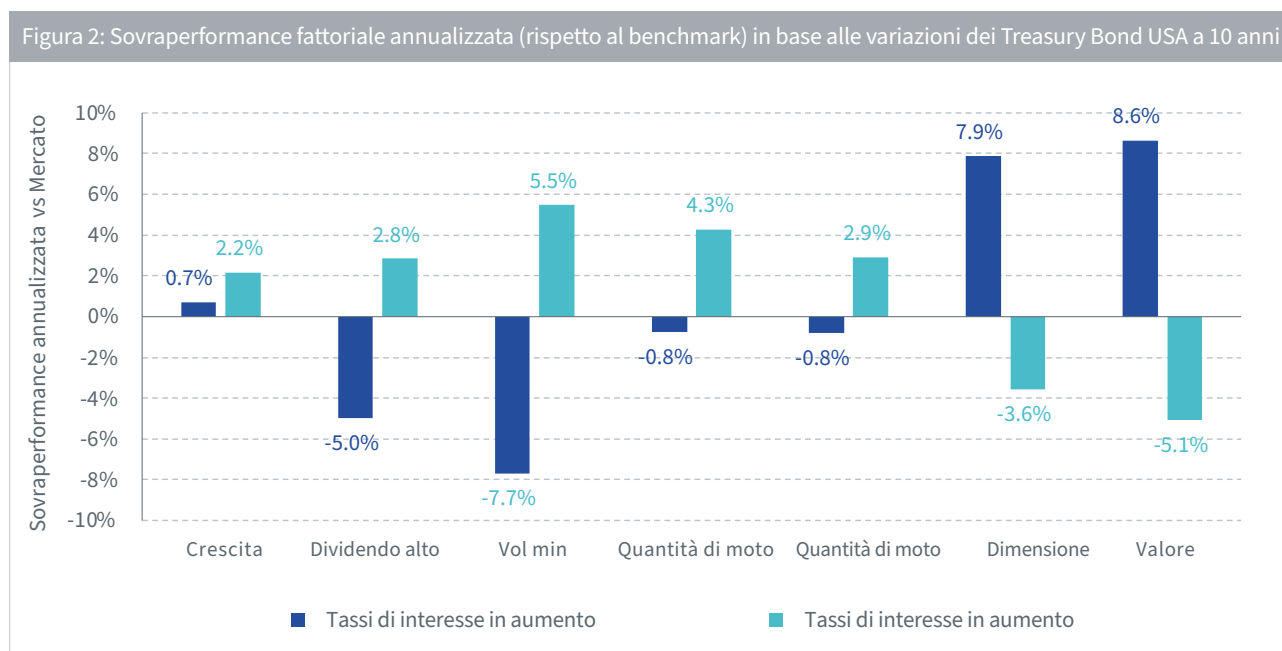


Fonte: Bloomberg, WisdomTree al 18 gennaio 2022. Da notare: il segmento value è rappresentato dallo S&P 500 Pure Value Index; il segmento growth è rappresentato dallo S&P 500 Pure Growth Index **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

La Fed cammina sul filo del rasoio nel 2022

L'economia statunitense si è ampiamente ripresa dalla recessione provocata dai lockdown dovuti alla pandemia. Gli aumenti dei prezzi sono stati più marcati del previsto, motivo per cui la Fed segnala un ciclo d'irrigidimento più aggressivo. La spesa per i consumi si è nuovamente spostata dai beni ai servizi, sebbene negli ultimi mesi quest'ultima abbia subito una decelerazione. I colli di bottiglia della catena di approvvigionamento, in parte responsabili del rincaro dei prezzi delle materie prime, dovrebbero risolversi nel corso del 2022. Tuttavia, negli Stati Uniti, la vischiosità dell'inflazione causata dalla crescita salariale e dalla carenza di manodopera sembra essere una caratteristica più permanente. A sua volta, ciò potrebbe provocare una risposta politica più ampia da parte della Fed, rafforzando il rischio di frenata della crescita negli Stati Uniti. Guardando agli ultimi dieci anni, fattori come i volumi e il valore hanno generato la sovraperformance maggiore rispetto al mercato (l'S&P 500) in un contesto d'irrigidimento dei tassi.

Un cambiamento notevole nella performance fattoriale durante le prime settimane del 2022 riguarda il fattore dei dividendi elevati che ha registrato la performance superiore, contrariamente alla sottoperformance riportata nei cicli storici d'irrigidimento dei tassi. Le strategie ad alto dividendo attualmente hanno esposizioni settoriali che si allineano con una view di rialzo dei tassi, essendo sovrapponderate su settori ciclici come l'energia e i finanziari. Il fattore dei dividendi elevati non solo cattura il fattore value ma anche in modo da avere una maggiore esposizione alle aziende con la redditività più alta. Attualmente, il 50% delle società dello S&P 500 ha un rendimento da dividendi superiore ai titoli del Tesoro statunitensi a 10 anni e le strategie ad alto dividendo sarebbero tutte al di sopra dei decennali USA. In un momento in cui la redditività è importante e i titoli tecnologici non redditizi vengono compressi dal rialzo dei tassi, i titoli azionari con dividendi elevati si comportano come asset a duration più breve.



Fonte: WisdomTree, Bloomberg. Periodo dal 31 maggio 2002 al 31 gennaio 2022. I calcoli si basano sui rendimenti mensili in USD. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

L'orientamento ciclico dell'Europa offre delle opportunità nonostante il cambio di paradigma

Dopo un 2021 eccezionale, l'outlook per il segmento azionario europeo rimane positivo nel 2022, supportato da una riaccelerazione delle revisioni degli utili del consensus per l'anno, crescita del PIL al di sopra del trend e rendimenti dei dividendi competitivi. La serie di sorprese al rialzo dell'inflazione in Europa ha rappresentato un brusco risveglio per la BCE. È dunque probabile che la Banca centrale europea accorci l'orizzonte del Programma di acquisto di asset (APP) per fare spazio al primo rialzo nell'ordine dei 10 punti base (bp) entro la fine dell'anno. È probabile che segua un ciclo d'irrigidimento più rapido, con altri due rialzi da 20pb previsti nei due incontri successivi, i quali porterebbero il tasso di deposito a salire allo 0% entro marzo 2023.

Sulla scia di una maggiore convergenza delle politiche tra BCE e Fed, ci aspetteremmo un rafforzamento dell'euro. Poiché i rendimenti obbligazionari continuano a salire, la rotazione in corso verso i titoli azionari value dovrebbe prendere slancio, trainata dai settori dell'energia e dei materiali. Considerando le ripercussioni della crisi Russia/Ucraina, la nostra valutazione per ciò che concerne la crescita europea è più complessa, dato l'aumento delle pressioni inflazionistiche dovute al rincaro dei costi dell'energia (la Russia rappresenta quasi il 46%¹ delle importazioni di gas in Europa) e la conseguente tensione sulla domanda. Ci aspettiamo che i governi introducano delle misure per compensare parte dei rincari che i consumatori dovranno sostenere, ma riteniamo che l'impatto dei provvedimenti sarà comunque modesto. La geopolitica raramente ha provocato una vera e propria recessione. Sebbene le correzioni del mercato azionario dovute allo scoppio di una guerra possano essere brusche, in genere sono di breve durata. Vista la fluidità della situazione, vi è una notevole incertezza in termini di possibili evoluzioni del conflitto. Eventuali nuove escalation potrebbero ripercuotersi in misura considerevole sull'economia europea.

¹ Gazprom, Eurostat

Le economie europee potrebbero trovarsi nella condizione di dover razionare l'approvvigionamento energetico per garantire la fornitura alle famiglie e ciò potrebbe ridurre la produzione nelle industrie ad alta intensità energetica. Tuttavia, se invece la crisi Russia-Ucraina dovesse risolversi, lo slancio dell'azionario europeo potrebbe ritornare ai livelli d'inizio 2022.

La Cina offre un riparo regionale da una potenziale tempesta inflazionistica

Con la transizione dell'economia globale, le politiche monetarie si correggono passando da accomodanti a più restrittive nei mercati sviluppati (DM). La Cina (la seconda maggiore economia mondiale) ha intrapreso una politica monetaria meno espansiva e un sostegno fiscale più attivo nel 2022, a differenza del 2021. La netta divergenza nelle tendenze inflazionistiche dei DM rispetto alla Cina, evidente dal ridotto divario tra l'inflazione dei prezzi alla produzione (PPI) e l'inflazione dei prezzi al consumo (CPI), offre alla Banca Popolare Cinese (PBOC) una maggiore potenza di fuoco per adottare tutta una serie di misure di allentamento, a differenza dei DM. L'esperienza del 2021 ci mostra che i politici cinesi sembravano intenzionati a ridurre la dipendenza dell'economia dagli investimenti nel settore immobiliare e ad orientare l'attività verso il consumo di beni e servizi nazionali. La ristrutturazione economica delle risorse dal settore immobiliare verso l'agricoltura, le nuove energie e la tecnologia rappresenteranno per la Cina un progetto di lungo termine, più lungo di quanto inizialmente previsto.

Il 2022 ha lasciato il posto a un rinnovato allentamento delle politiche in Cina e la PBOC ha inviato chiari segnali di una posizione monetaria più di sostegno che funga da ammortizzatore per l'economia. Storicamente, l'aumento dell'offerta di moneta a un costo inferiore ha sempre contribuito a catalizzare una performance più forte sui mercati azionari cinesi, anche se con un ritardo di sei mesi, che prevediamo si rifletterà nel 2022. Sebbene sia difficile escludere la possibilità di ulteriori ostacoli normativi, ci aspettiamo che questi si allentino con la conclusione del XX Congresso Nazionale del Partito Comunista Cinese, come già avvenuto nei cicli politici passati.

Opportunità growth catturate al meglio con un approccio mirato

La svolta "da falco" della Fed a cavallo dell'anno non si è dimostrata particolarmente favorevole ai titoli growth. Questi ultimi, per definizione, dipendono dalla crescita futura dei flussi di cassa. Con flussi di cassa più pesanti previsti in un lontano futuro, tali titoli mostrano una maggiore sensibilità all'andamento dei tassi d'interesse (che vengono utilizzati per attualizzarne i flussi di cassa). Questa è la spiegazione tecnica. In definitiva, il sentiment di rischio si muove più velocemente rispetto ai modelli di flussi di cassa scontati. Il sentiment può anche causare degli eccessi. E quello che è successo a gennaio 2022 potrebbe davvero esserne un esempio.

Ora, prevedere i movimenti del mercato è difficile. Soprattutto le flessioni. E' invece (relativamente) più facile osservare la direzione delle correnti principali e allinearsi di conseguenza. I megatrend possono offrire agli investitori proprio questo genere di opportunità.

Ad esempio, sappiamo che è in corso una transizione energetica verso tecnologie più verdi e che il processo sta accelerando. Sappiamo anche che il mondo sta diventando sempre più digitale e che la sicurezza informatica è essenziale per garantire il successo, o la sopravvivenza, delle aziende anche solo remotamente connesse a Internet. Sono in atto molti trend di questo tipo. Indipendentemente dalle decisioni della Fed, questi megatrend andranno avanti. Privilegiamo quindi i principi illustrati di seguito per accedere ai titoli growth.

In primo luogo, preferiamo le esposizioni differenziate dai titoli growth a beta puro. Non che questi ultimi, come i tradizionali indici growth sulla capitalizzazione di mercato, non andranno bene nel corso di quest'anno. Riteniamo piuttosto che gli investimenti tematici offrano un'efficace diversificazione rispetto al segmento value, dati gli orizzonti temporali dissimili.

In secondo luogo, sosteniamo la necessità di avere pazienza. Gli investimenti tematici non solo implicano crescita, ma spesso una crescita elevata. Pertanto, non sono immuni dalle oscillazioni del mercato dei titoli growth. Ciò significa che, quando il gioco si fa duro, è difficile resistere all'impulso di vendere. È improbabile che un investimento in innovazioni ecologiche, come ad esempio le soluzioni di accumulo per le batterie o i progressi nelle biotecnologie, esprimano tutto il loro potenziale in tempi brevi. I ribassi del mercato dovuti alle azioni della Fed, o a qualsiasi altro sviluppo, possono spesso presentare interessanti punti d'ingresso.

E' in aumento l'accesso degli investitori ad esposizioni uniche e differenziate che integrano le intuizioni degli esperti nelle strategie sistematiche. La chiave, quindi, consiste nel trovare un tema nei confronti del quale si nutrono convinzioni forti ed essere preparati a resistere alla volatilità nel breve periodo.

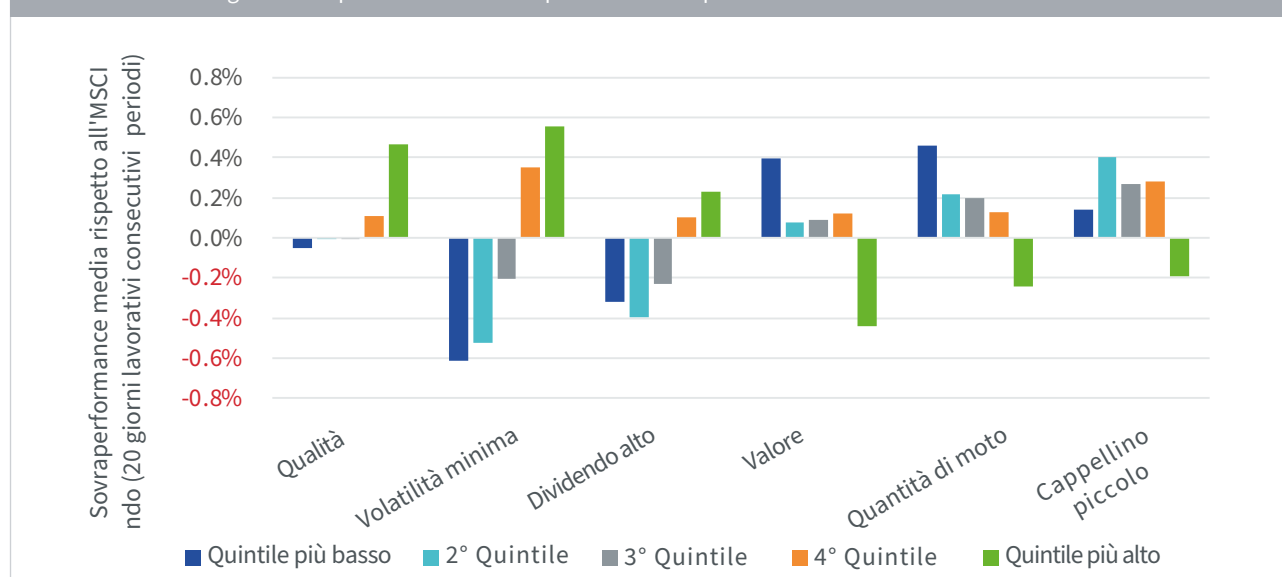
Una posizione core forte può resistere ai futuri attacchi di panico sui mercati

Nel nostro [Outlook sull'azionario dell'ottobre 2021](#), abbiamo evidenziato il rischio di panico sui mercati quando la Fed alla fine si è mossa per irrigidire la politica monetaria. Abbiamo suggerito che i mercati iniziavano a sentirsi eccessivamente a proprio agio con una politica monetaria molto espansiva. Con l'inflazione in aumento e la Fed parca di forward guidance, un'inevitabile svolta aggressiva non rappresenterebbe uno sviluppo positivo per i titoli azionari, in particolare per i titoli growth. E' esattamente quanto avvenuto a gennaio.

Ora, non crediamo che la forte correzione azionaria di gennaio indichi che i mercati prevedono una recessione imminente. Invece, i mercati semplicemente non erano preparati al cambiamento di toni della Fed. Quello che ci aspetta è potenzialmente un anno d'irrigidimento delle politiche. La Fed reagirà ai dati economici e i mercati reagiranno alla Fed. Non ci sono certezze quando si parla di futuro, non ultimo per quanto riguarda le azioni politiche.

In tale incertezza, continuiamo a privilegiare un'allocazione al fattore qualitativo. Definiamo la qualità come un'esposizione core adatta ad affrontare qualsiasi contesto nei portafogli azionari. In WisdomTree, includiamo aziende stabili e redditizie nella nostra definizione di qualità. Queste imprese offrono una difesa in caso di ribassi, ma possiedono anche la capacità di catturare i rimbalzi del mercato, un modello che potremmo vedere nel prossimo anno.

Figura 3: La qualità tende a sovraperformare nei periodi di elevata volatilità dei mercati



Fonte: Bloomberg, WisdomTree. Dati dal 30 settembre 2002 al 31 dicembre 2021. Usando dati giornalieri in dollari USA. I calcoli sono in USD. Non è possibile investire in un indice. Le cifre di cui sopra includono dati ottenuti tramite la metodologia del backtesting. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.** I fattori in Figura usano fattori basati sull'MSCI World.

In genere, le aziende che vengono definite “di qualità” tendono anche ad avere livelli di leva inferiori. Pertanto, nei periodi di aumento dei tassi a breve termine, anche il loro rischio d'insolvenza è basso rispetto alle società con prospettive più speculative (si veda la Figura 3 di cui sopra). Spesso, tali aziende hanno anche un forte potere di determinazione dei prezzi e ciò aiuta a difendere i margini dall'inflazione.

Quando i tassi sono in rialzo e gli investitori si orientano verso i titoli obbligazionari in cerca di rendimento, le aziende di qualità che offrono dividendi acquistano ancora più interesse. Combinano elementi di “valore” con l'equilibrio della qualità.

Conclusione

L'irrigidimento della politica monetaria non necessariamente preclude un buon anno per il segmento azionario. Se il 2022 sarà l'anno in cui le restrizioni imposte dal Covid-19 cesseranno in tutto il mondo, ciò darà la necessaria spinta agli asset di rischio. Poiché i titoli growth hanno prezzato una Fed molto aggressiva all'inizio dell'anno, qualsiasi segnale di un orientamento “da colomba” si rivelerebbe un vantaggio. Un'esposizione diversificata tra i fattori di qualità, value e growth può aiutare gli investitori a rafforzare la resilienza dei loro portafogli nell'anno che ci aspetta.

Fixed Income Outlook

L'inflazione apre la strada a nuove opportunità sui mercati obbligazionari nel 2022

01 Tema uno: ruota verso di più politica da falco della banca centrale come i mercati del lavoro restano forti i mercati del lavoro rimangono forti e i dati supportano il cambiamento

21

02 Tema due: sballo persistente inflazione unita a meno la politica accomodante è portando a rendimenti obbligazionari in aumento

23

03 Tema tre: valore relativo opportunità tra legame le classi di attività diventeranno sempre più importante

24

I mercati del reddito fisso hanno monitorato attentamente l'inflazione e la politica delle banche centrali dall'inizio della pandemia di Covid-19. Anche se il segmento obbligazionario ha chiuso il 2021 con le performance dei titoli di alta qualità generalmente inferiori rispetto a quelle degli asset rischiosi, l'inizio del 2022 è stato contrassegnato da un sentiment negativo di aversità al rischio (risk-off) e da una politica monetaria meno accomodante. Tale sviluppo ha comportato una correzione dei mercati obbligazionari rispetto ai livelli di rendimento storicamente bassi. L'aumento dei rendimenti lungo tutto lo spettro del credito potrebbero creare nuove opportunità sui mercati obbligazionari per le asset class più resilienti rispetto al rialzo dei tassi.

Le nostre previsioni sul reddito fisso durante il prossimo anno dipenderanno da tre temi principali:

1. la svolta delle banche centrali verso una politica più aggressiva suggerisce di orientarsi su esposizioni con duration più breve
2. la persistenza di un'inflazione elevata, in concomitanza a una politica meno accomodante, sta provocando il rialzo dei rendimenti obbligazionari
3. i fondamentali favoriranno la sovraperformance, poiché i mercati obbligazionari subiranno una correzione rispetto ai livelli di rendimento più bassi

Ne abbiamo discusso nel nostro Outlook dell'ottobre 2021, notando che l'inflazione elevata ha indotto le banche centrali ad agire prima del previsto. In questo articolo, forniremo alcuni aggiornamenti sui tre temi principali che dovrebbero guidare i mercati obbligazionari nel 2022.

Tema uno: la svolta delle banche centrali verso una politica più aggressiva, in quanto i mercati del lavoro rimangono solidi e i dati supportano il cambiamento

Stiamo assistendo a un repricing dei mercati obbligazionari, guidato dalle banche centrali che si spostano su posizioni più aggressive. In tal senso, le pressioni inflazionistiche hanno incentivato le banche centrali a livello globale, Bank of England (BOE) in testa con due rialzi dei tassi mentre la Federal Reserve (Fed) probabilmente li rialzerà nella riunione di politica monetaria che si terrà a marzo. I Programmi di acquisto di asset, che storicamente hanno sostenuto rendimenti obbligazionari depressi, sono in fase di ridimensionamento e il mondo dei bond continuerà ad essere interessato da variazioni dei rendimenti per tutto il 2022.

Prevediamo il proseguimento della crescita economica negli Stati Uniti¹, mentre è probabile che una politica monetaria più restrittiva provochi il rallentamento della crescita, in particolare nel settore dell'immobiliare residenziale che ha registrato forti aumenti dei prezzi dall'inizio della pandemia.

Le banche centrali si trovano ciascuna in fasi diverse per ciò che concerne la gestione delle persistenti pressioni inflazionistiche. Continua a esserci un equilibrio tra il contenimento dell'inflazione e il sostegno alla ripresa economica post-pandemica, mentre le tensioni tra Ucraina e Russia determinano ulteriori nervosismi sul mercato. L'inizio della stagione invernale ha provocato una recrudescenza dei casi di Covid-19 ma i ricoveri negli ospedali sembrano toccare livelli più gestibili, fattore che ha contribuito a sostenere la crescita. Tuttavia, le persistenti disparità nell'approccio al contenimento del virus tra i vari Paesi hanno continuato ad esercitare delle pressioni sulle catene di approvvigionamento mondiali.

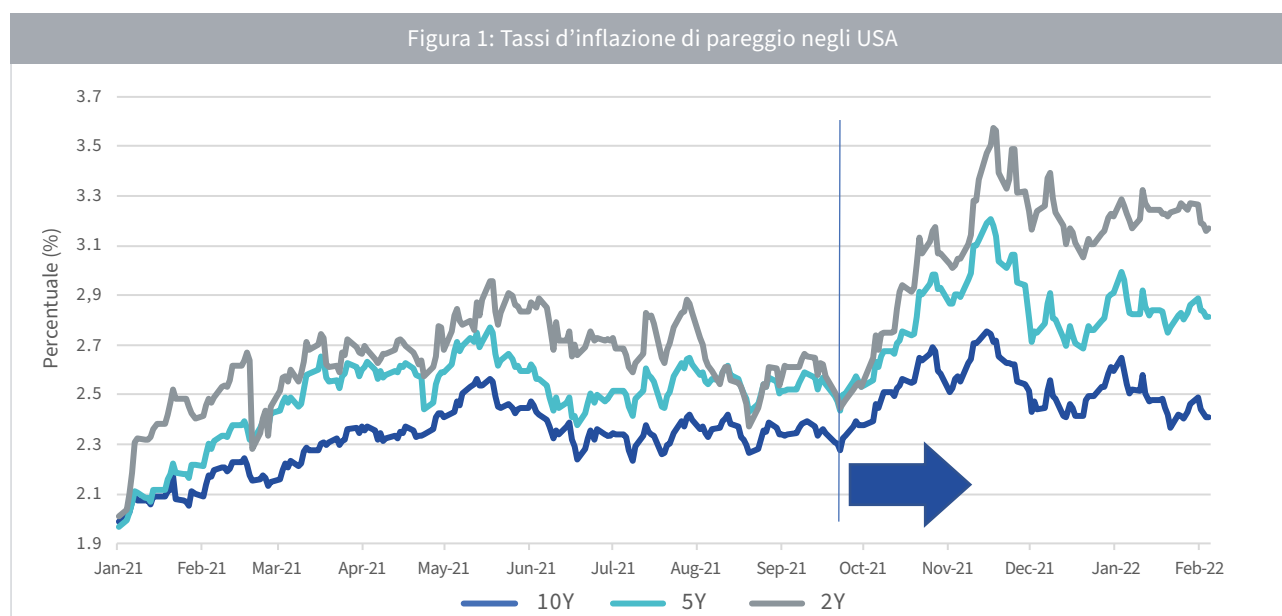
In Europa, ci aspettiamo che prosegua la divergenza tra gli Stati membri dell'Unione Europea (UE) in termini di crescita, date le differenze strutturali in ciascuna delle rispettive economie. Anche se la Banca centrale europea (BCE) mantiene ancora una politica monetaria più accomodante rispetto a USA e Regno Unito, le pressioni inflazionistiche sostenute hanno indotto gli operatori a prevedere che la BCE si orienterà verso un rialzo dei tassi nel secondo semestre del 2022. Riteniamo che tale evoluzione dipenderà dalle pressioni economiche e inflazionistiche dei prossimi mesi.

¹ Fonte: Bloomberg, il consensus economico indica un Prodotto interno lordo del +3,8% per il 2022, dati all'8 febbraio 2020 usando ECGDUS 22.

Rispetto alle crisi passate, una notevole differenza nella forza della ripresa europea sarà determinata dall'impatto espansivo che il programma NextGenerationEU e il budget a lungo termine 2021-2027 (uno dei più grandi pacchetti mai finanziati attraverso il bilancio dell'UE) avranno nel sostenere le prospettive di crescita di lungo periodo dell'Area Euro. L'obiettivo del programma è quello di ridurre i divari tra i diversi Paesi. A nostro avviso, la crescita continuerà, a meno che fattori esogeni dovuti alle turbolenze in Russia e Ucraina non esercitino nuove pressioni sui prezzi dell'energia, che a loro volta comporterebbero un rallentamento della domanda dei consumatori nel breve periodo.

Nel Regno Unito, ci aspettiamo ancora che i colli di bottiglia delle catene di approvvigionamento si sommino alle complesse sfide dell'attività commerciale, a causa delle nuove regole transfrontaliere post Brexit, ed è probabile che ciò eserciti ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione. Esacerbato dall'elevata inflazione energetica e dall'inizio del ciclo di aumento dei tassi, è probabile che il reddito disponibile delle famiglie diminuisca, penalizzando così la crescita.

I mercati obbligazionari possono gettare luce sulle aspettative degli investitori in termini di crescita e inflazione nel lungo periodo e fungere da barometro per valutare l'entità della ripresa economica. Se si esaminano ad esempio le aspettative d'inflazione incorporate nei tassi d'inflazione di pareggio a 10 anni per tre dei principali mercati obbligazionari (Stati Uniti, Germania e Regno Unito), si noterà che le previsioni sono salite rispetto al quarto trimestre del 2021. La variazione dei rendimenti obbligazionari di breve, saliti più rapidamente del previsto, ha rappresentato lo sviluppo più significativo dalla pubblicazione del nostro Outlook lo scorso anno. La curva del tasso d'inflazione di breakeven è in genere relativamente piatta tra i diversi andamenti nello spettro delle scadenze. Dall'inizio del 2022 abbiamo notato un repricing delle previsioni d'inflazione per i prossimi due-cinque anni. Nella Figura 1, i tassi d'inflazione di pareggio negli Stati Uniti indicano che le aspettative degli investitori rimangono elevate nel periodo, con i livelli più alti previsti nei prossimi due anni.



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dal 1° gennaio 2021 al 4 febbraio 2022. L'inflazione di pareggio mostra l'aspettativa d'inflazione media incorporata nel corso dei prossimi anni, come indicato dalla scadenza della curva, ad es. 2 anni, 5 anni o 10 anni. L'inflazione di pareggio viene calcolata sottraendo i rendimenti reali dai rendimenti nominali. Ad esempio, i rendimenti obbligazionari nominali a 10 anni, meno i rendimenti obbligazionari reali a 10 anni, danno un'inflazione di breakeven pari a 10 anni.

Conclusione

La ripresa economica nel 2022 sarà più lenta rispetto al 2021 (l'effetto base ha una sua rilevanza) e instabile, a causa dell'inflazione elevata e di una politica più aggressiva delle banche centrali. La propensione al rischio (risk-on) dello scorso anno potrebbe dissiparsi, a causa della maggiore incertezza sui mercati. Quest'ultima è dovuta alla pressione ribassistica sui margini aziendali, derivante dall'aumento dei costi di produzione e di servizio del debito, in combinazione all'indebolimento delle capacità di spesa delle famiglie.

Ipotizziamo di segmentare il portafoglio optando per una duration breve in attivi sensibili all'andamento dei tassi, in particolare nelle obbligazioni denominate in dollari, aggiungendo al contempo esposizioni obbligazionarie tattiche di alta qualità con duration medio-lunga per mitigare la volatilità nei portafogli multi-asset.

Muoversi in mercati obbligazionari complessi con un approccio Barbell tattico può contribuire a bilanciare i profili di rischio di duration dei portafogli. Le strategie Barbell sul credito e la duration sono da considerare in alcuni casi selezionati.

Tema due: la persistenza di un'inflazione elevata, in concomitanza ad una politica meno accomodante, sta provocando un aumento dei rendimenti obbligazionari

I mercati obbligazionari sono stati fortemente influenzati dalla paura dell'inflazione nel 2021 e la persistenza dell'inflazione ha provocato il costante aumento dei rendimenti obbligazionari dall'inizio del 2022. L'elevata correlazione tra i cambiamenti osservati nelle curve dei rendimenti dei titoli governativi sta accelerando nei primi mesi dell'anno. Il graduale ridimensionamento dei programmi di acquisto di asset è una retorica comune negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona e probabilmente continuerà a far salire i rendimenti obbligazionari rispetto ai livelli del 2021.

Permane il potenziale per un aumento dell'inflazione a livello globale, con una persistente tendenza al rincaro dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. Un certo allentamento può essere previsto nella catena di approvvigionamento e nelle tariffe di spedizione ma è improbabile che ciò sia sufficiente ad invertire la tendenza inflazionistica in tempi brevi.

Gli investitori obbligazionari rimangono molto sensibili ai dati sull'inflazione e a qualsiasi provvedimento di politica monetaria delle banche centrali. Si prevede che la politica monetaria diventi sempre più aggressiva, nel tentativo di domare l'inflazione dilagante dei prezzi al consumo e della produzione.

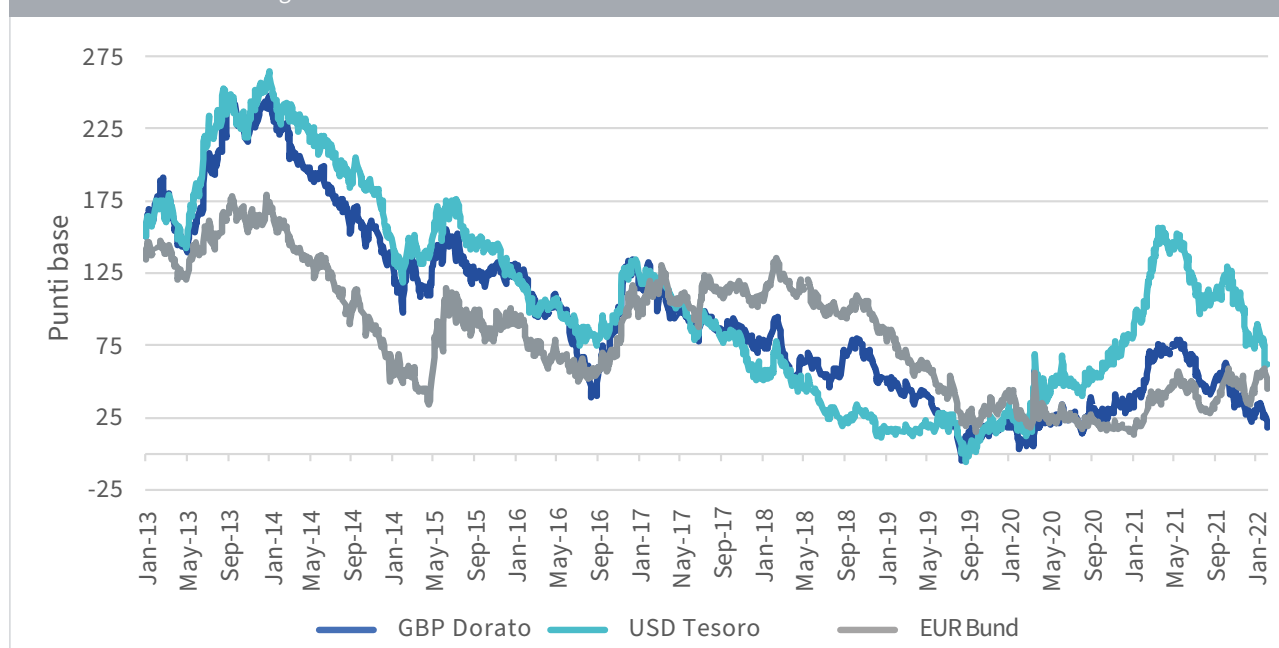
Storicamente, il pricing del rischio a termine nella curva dei rendimenti della parte da 2 a 10 anni, in periodi in cui ci si aspetta un persistente aumento dell'inflazione, riflette l'irripidimento della curva. Tale previsione non si è concretizzata, poiché i dati sull'inflazione superano le attese dal quarto trimestre del 2021 (come illustra la Figura 2). Il mercato ha corretto le aspettative sul rischio a termine anticipando un'inversione della politica monetaria più imminente rispetto alle previsioni. Il grafico mostra la maggiore correzione dello spread a termine della curva dei rendimenti USA dalla fine del 2021, a seguito della svolta aggressiva della Fed nel mese di dicembre, con i mercati che ora scontano un aumento dei tassi a marzo².

Nel 2021 abbiamo notato che la parte a 10 anni della curva dei rendimenti del debito sovrano sembrava vulnerabile alle pressioni inflazionistiche. Tale view trova conferma nel consistente aumento dei rendimenti decennali dalla fine dell'anno in avanti. Riteniamo che il rialzo dei rendimenti obbligazionari rappresenti ancora una delle preoccupazioni maggiori. Preferiamo quindi adottare un approccio più cauto al rischio di tasso d'interesse, riducendo le esposizioni complessive della duration del portafoglio attraverso strategie di gestione dinamica della stessa. Gli investitori dovrebbero concentrarsi sull'impennata dei prezzi dell'energia e delle materie prime più in generale, poiché si tratta della causa principale delle persistenti pressioni inflazionistiche.

A differenza dell'estate e dell'autunno del 2021, quando l'inflazione europea era meno pericolosa, a causa delle differenze strutturali nel mercato del lavoro e del comportamento di spesa dei consumatori, la ripresa europea ha subito un'accelerazione. Nei prossimi mesi, riteniamo che la BCE correggerà la propria politica monetaria adottando un orientamento più aggressivo verso la fine del 2022.

² Fonte: Bloomberg, future sui Fed fund al 4 febbraio 2022.

Figura 2: Differenziale tra i livelli di rendimento dei titoli di Stato a 2 e 10 anni



Fonte: Bloomberg, WisdomTree, dal 1° gennaio 2013 al 4 febbraio 2022. Si definisce “spread a termine” la differenza di rendimento tra un’obbligazione a 10 anni e un’obbligazione a 2 anni per una determinata curva di rendimento. EUR Bund sono i titoli di Stato tedeschi, i GBP Gilt sono i titoli di Stato britannici e gli USD Treasury sono i titoli di Stato statunitensi.

Conclusioni

I mercati obbligazionari rimarranno focalizzati sulle pressioni inflazionistiche nel breve termine. E’ da considerare un’esposizione di duration più difensiva, nell’ordine dei cinque anni o inferiore, adottando strategie di gestione dinamica della stessa. L’esposizione su titoli obbligazionari di alta qualità ha storicamente prodotto alcuni effetti di mitigazione durante i periodi di gravi correzioni del mercato azionario e questo tipo di esposizione potrebbe coadiuvare un approccio dinamico di gestione della duration.

In Europa, il ridimensionamento (tapering) del Programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) a fine marzo 2022 potrebbe avere un impatto negativo sui titoli di Stato dei Paesi periferici che hanno beneficiato del sostegno della BCE. Il mercato cercherà assistenza temporanea, al di là del PEPP, durante questa fase di transizione.

Tema tre: le opportunità di valore relativo tra le asset class obbligazionarie diventeranno sempre più importanti

Poiché la strada verso la ripresa economica resta accidentata, al momento di prendere delle decisioni sull’asset allocation nel 2022, gli investitori obbligazionari dovranno trovare un equilibrio tra la solidità dei fondamentali e il potenziale di rendimento delle diverse asset class obbligazionarie. Gli spread creditizi tra obbligazioni ad alto rendimento e investment grade, nella maggior parte dei principali mercati del reddito fisso, restano stretti rispetto ai livelli storici di lungo periodo (come illustra la Figura 3). Riteniamo che la forza dei fondamentali svolgerà un ruolo grazie al quale le asset class obbligazionarie sovraperformeranno nel 2022, poiché gli investitori sono sempre più alla ricerca di esposizione nelle aree del mercato obbligazionario che danno maggiormente prova di resilienza rispetto al rialzo dei rendimenti e all’incertezza economica.

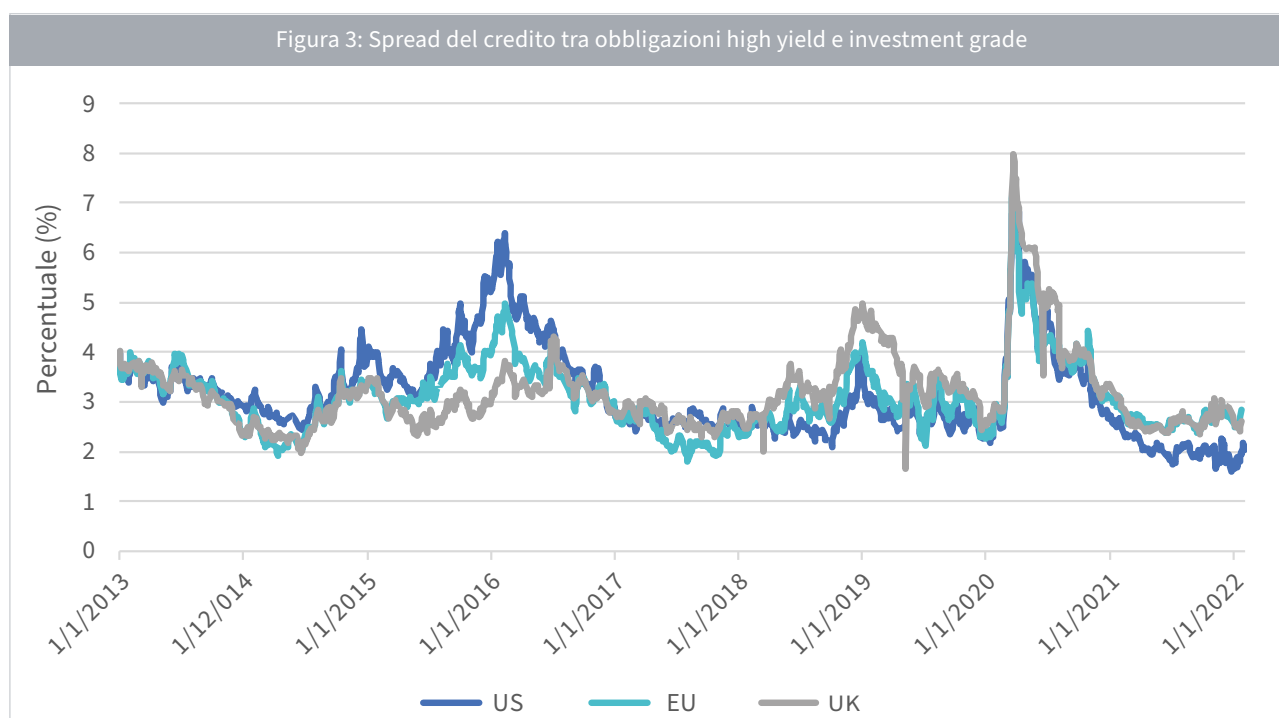
Le banche rimangono il fulcro della ripresa economica, poiché le banche centrali e i governi continuano a fare affidamento sul sistema bancario per mantenere il regolare trasferimento dei capitali e il sostegno sia alle famiglie che alle imprese durante la pandemia. Considerando la resilienza dei diversi settori, un aumento dei rendimenti obbligazionari può sostenere la redditività delle banche. Il sistema bancario ha dimostrato flessibilità durante la pandemia. Nel frattempo, l’incremento dei rendimenti investendo negli strumenti bancari subordinati, come i CoCo AT1, è un esempio di un segmento di mercato che ha mostrato resilienza rispetto al rialzo dei tassi e all’incertezza economica.

Ciò appare con evidenza dall'andamento dei CoCo AT1³ che offrono un rendimento complessivo annuo del +4,26% dall'inizio della pandemia di Covid-19, sovraperformando l'high yield europeo che ha mostrato un rendimento totale annualizzato del +2,23% e le obbligazioni investment grade europee che hanno riportato un rendimento totale annualizzato del -1,26% nello stesso periodo⁴.

In un contesto di aumento dei rendimenti, è probabile che gli investitori si orientino verso partecipazioni in cui gli emittenti mostrano fondamentali del credito più solidi. Data la migliore qualità creditizia degli emittenti bancari all'interno del mercato dei CoCo AT1, rispetto al profilo degli emittenti high yield europei, nel 2022 i CoCo AT1 potrebbero giovare di un supporto costante, mentre gli investitori correggeranno i profili di credito all'interno dei loro portafogli. L'asset class potrebbe anche incontrare la domanda degli investitori interessati all'esposizione relativamente più breve della duration e al miglioramento dei rendimenti rispetto ad altri segmenti del mercato obbligazionario.

Altrove nel portafoglio, esposizioni obbligazionarie di alta qualità, combinate con una duration più breve rispetto al recente passato, possono aiutare a bilanciare l'esposizione al rischio azionario e continueranno a trovare una loro collocazione nei portafogli diversificati.

Figura 3: Spread del credito tra obbligazioni high yield e investment grade



Fonte: Bloomberg, WisdomTree dal 1° gennaio 2013 al 4 febbraio 2022. *Lo spread del credito è rappresentato utilizzando lo spread aggiustato in base alle opzioni per le obbligazioni liquide ad alto rendimento meno le obbligazioni liquide investment grade per ciascuna regione.

Conclusione

Sebbene l'attuale contesto economico rimanga generalmente accomodante, riteniamo di essere prossimi ad un punto di svolta nella politica delle banche centrali che potrebbe comportare un aumento degli oneri finanziari. Le società con fondamentali più solidi saranno meglio posizionate per gestire nel tempo costi di finanziamento più elevati. I fondamentali diventeranno sempre più importanti nel 2022 e negli anni a venire.

E' da considerare il posizionamento di valore relativo per ottimizzare i rendimenti nelle aree di mercato che mostrano fondamentali solidi. Potrebbe protrarsi anche il processo di rotazione verso asset più resilienti all'aumento dei rendimenti obbligazionari. E' da considerare una strategia Barbell sul credito per bilanciare il profilo di rischio dei portafogli, allocando su asset rischiosi nella parte corta ed esposizioni di alta qualità nella parte medio-lunga della curva dei rendimenti.

³ Universo AT1 CoCos rappresentato dall'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 (EUR) (ticker: IBXXCCL7)..

⁴ Il periodo comprende dal 28 febbraio 2020 al 4 febbraio 2022; l'universo dei CoCo AT1 è rappresentato dall'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 (ticker: IBXXCCL7), l'high yield europeo è rappresentato dall'indice iBoxx EUR liquid high yield (ticker: IBOXXMJA) e lo European Investment Grade Bond è rappresentato dall'indice iBoxx EUR liquid Corporates Large Cap (ticker: IBXXELAT).



Crypto Outlook

Quali sono i catalizzatori nel 2022?

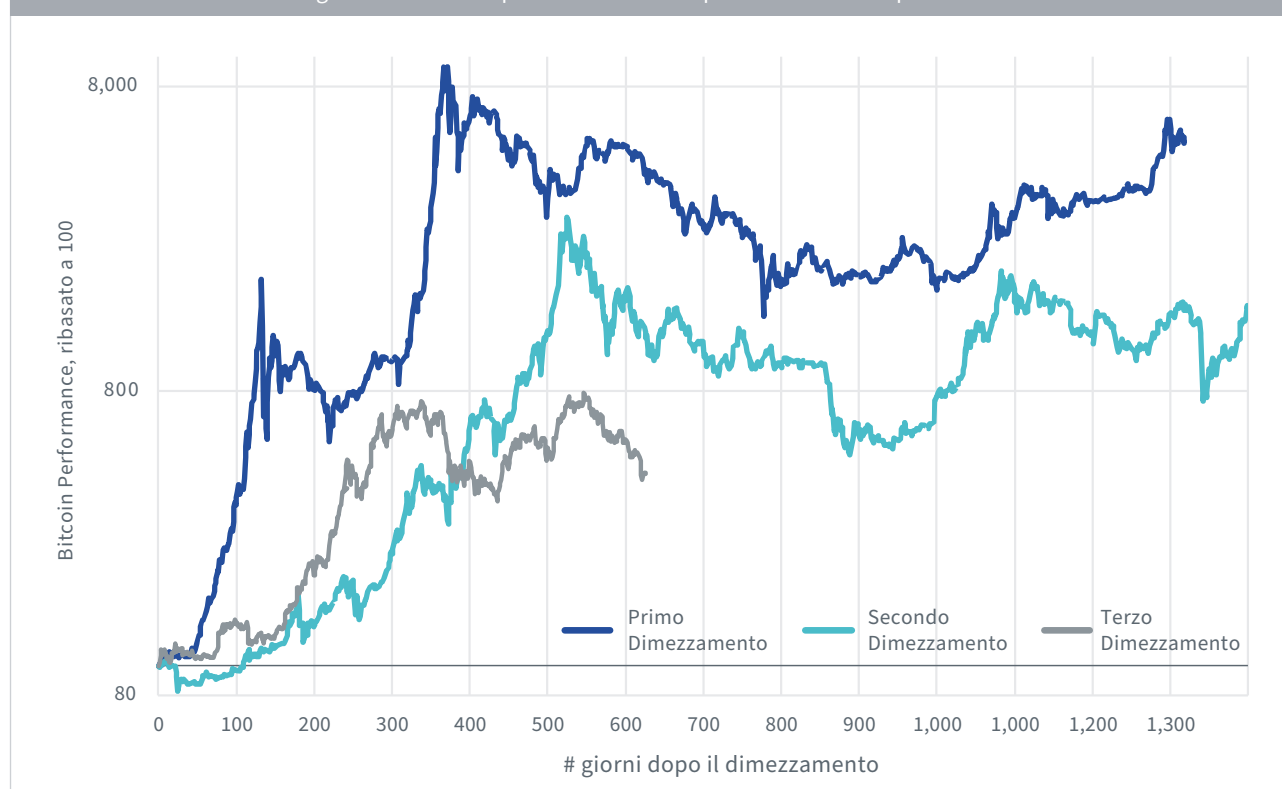
01	Un settore ben finanziato che continuerà a diversificarsi, a consolidarsi e a maturare	27	05	Metaverso e NFT: una popolarità in aumento	31
02	Contesto macro-economico e investitori istituzionali	28	06	La regolamentazione potrebbe cambiare gli assetti	32
03	Dov'è Ethereum 2.0?	29	07	Conclusione	32
04	Proseguirà la competizione con le altre piattaforme Layer-1?	30			

Un settore ben finanziato che continuerà a diversificarsi, a consolidarsi e a maturare

Dopo un anno molto positivo nel 2021, il mercato delle criptovalute è finito invischiato nel contesto macro-economico e la maggior parte degli asset crittografici oggi si attesta su livelli inferiori rispetto alle valorizzazioni elevatissime¹ toccate nel 2021. Visto l'aumento dell'inflazione nella maggior parte delle economie sviluppate è probabile che le banche centrali irrigidiscano le politiche monetarie in misura consistente. La Federal Reserve USA (la Fed) ha accennato all'intenzione di operare più di un rialzo dei tassi nel 2022 e le previsioni del mercato riguardo al numero di questi movimenti per l'anno in corso continuano a salire. Tali circostanze stanno penalizzando i titoli dall'inizio dell'anno e alcuni indici sono entrati in territorio di correzione. Nel marzo del 2020, il crollo dovuto al Covid ha reso evidente che il mercato delle criptovalute può rivelarsi molto sensibile agli sviluppi dello scenario macro-economico e il ribasso di cui è oggetto sembra testimoniarlo ancora una volta.

Tale sensibilità potrebbe essere stata ulteriormente esacerbata dalla narrativa sui cicli di dimezzamento di Bitcoin. Ogni quattro anni circa, il "sussidio di blocco" di Bitcoin, cioè il numero di bitcoin creati con ogni nuovo blocco convalidato, viene dimezzato. In ciascuno dei tre eventi verificatisi, il dimezzamento è stato seguito da un forte mercato rialzista della durata di circa un anno e mezzo, a sua volta seguito da una profonda correzione. La dinamica di questi cicli dei prezzi, ammesso che esista, non è nota. Tuttavia, poiché una narrativa simile circola ormai da anni nell'ambiente crittografico, potrebbe trattarsi di una profezia autoavverante.

Figura 1: Azione del prezzo di Bitcoin dopo i dimezzamenti precedenti

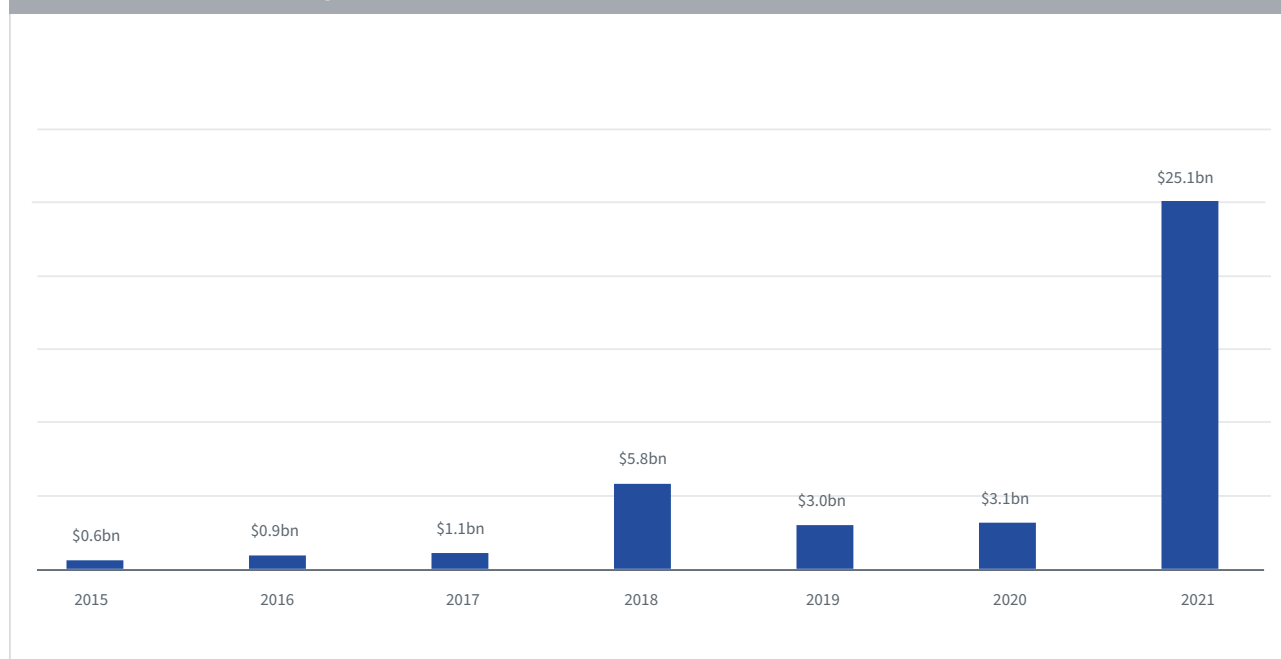


Fonte: WisdomTree, Bloomberg. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

¹ Massimo storico precedente di Bitcoin: 69,087USD il 10 novembre 2021

Tuttavia, ciò non dovrebbe oscurare la buona posizione in cui si trovano oggi gli asset crittografici. Il settore è ora diversificato come non mai e le società finanziariamente solide che lo costituiscono stanno entrando nelle fasi di sviluppo più avanzate. Nel 2021, l'ammontare degli investimenti di capitale di rischio (venture capital) in aziende del settore ha superato i sei anni precedenti messi assieme, raggiungendo un totale di 25 miliardi di dollari USA².

Figura 2: Investimenti privati e di capital in criptovalute e blockchain



Fonte: The Block

È probabile che il trend continui nel 2022. I grandi fondi di venture capital su blockchain come Paradigm o Andreessen Horowitz (a16z) hanno recentemente lanciato nuovi fondi per oltre 2 miliardi di USD ciascuno. Sono infatti in aumento i capitali a supporto delle società di venture capital come Dragonfly Capital, Coinbase Ventures, Solana Ventures, Jump Capital, Alameda Research, Binance Labs, Pantera Capital e via discorrendo.

Contesto macro-economico e investitori istituzionali

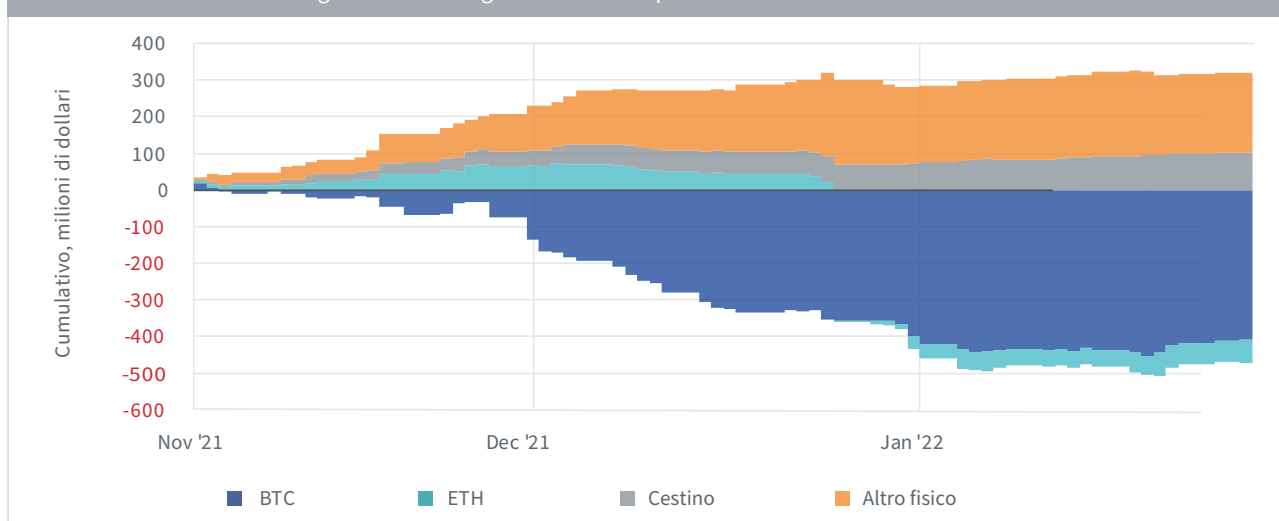
I cambiamenti che si stanno verificando nel contesto macroeconomico, con livelli d'inflazione che non si osservavano da decenni e una stretta monetaria presumibilmente più rapida e più forte del previsto, spingeranno probabilmente la maggior parte degli investitori istituzionali ad un approfondito riesame delle proprie allocazioni. Ne sono un esempio i considerevoli afflussi di denaro nei prodotti ETF su commodity registrati nell'ultimo anno.

A fronte di un outlook più cupo per il segmento azionario, le criptovalute potrebbero sembrare una buona alternativa per generare rendimenti in portafoglio, specialmente agli attuali livelli di prezzo. È interessante notare come bitcoin sia stato l'unico asset a riportare deflussi significativi negli ETP europei, dopo il picco di prezzo toccato il 9 novembre 2021. I flussi verso ETP e altcoin (escludendo ether) hanno continuato a crescere, dimostrando che alcuni investitori hanno considerato questa flessione un'opportunità per costruire o incrementare la propria allocazione sulle criptovalute.

² Source: The Block

³ <https://blockworks.co/2021-crypto-vc-funding-tops-30b-market-is-superheated/#:~:text=8%20by%20PitchBook.,to%20research%20by%20Crypto%20Head.>

Figura 3: Flussi negli ETP fisici europei dal massimo storico di Bitcoin



Fonte: WisdomTree, Bloomberg. Dal 9 novembre 2021 al 2 febbraio 2022. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

In un simile contesto, prevediamo ancora che l'interesse da parte degli investitori istituzionali continui ad intensificarsi, un trend in atto ormai da più di due anni e che sta accelerando. Inoltre, riteniamo che tale interesse si estenderà ben oltre bitcoin, poiché sempre più investitori si rendono conto che gli asset crittografici non comprendono solo bitcoin ma abbracciano un universo molto più ampio. Lo spazio è decisamente eterogeneo e include asset molto diversi fra di loro, offrendo una vasta gamma di svariate opportunità d'investimento.

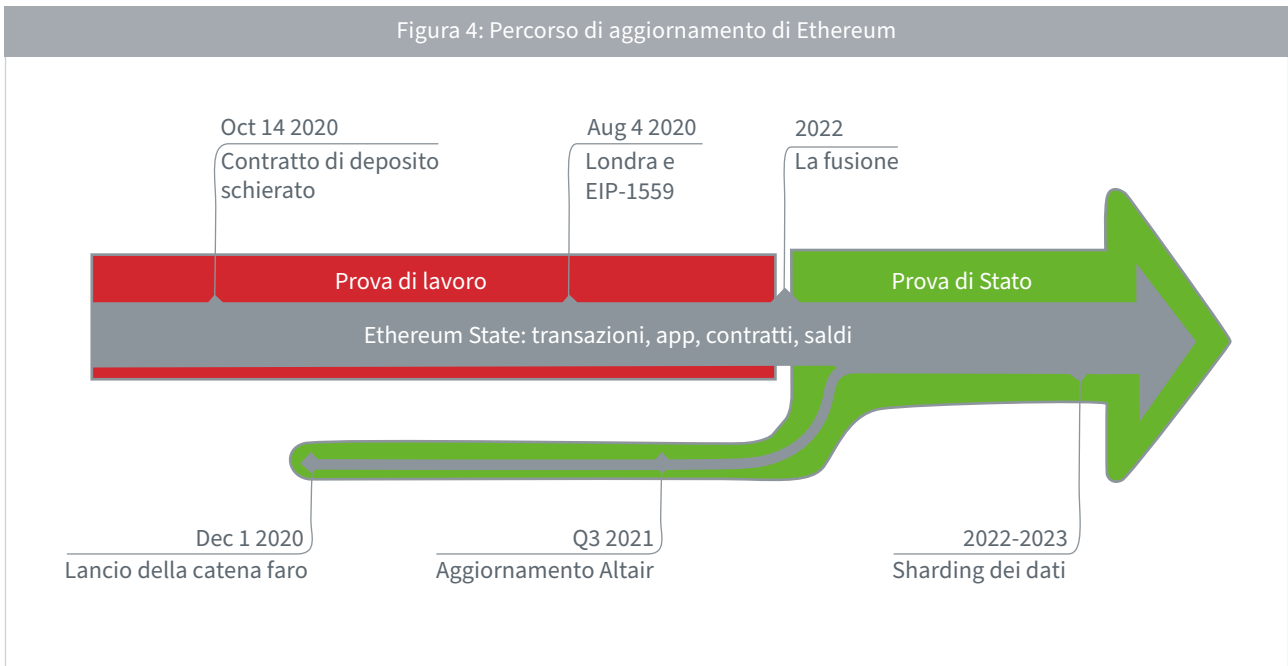
Dov'è Ethereum 2.0?

Nel nostro [October 2021 outlook](#), abbiamo delineato le modifiche previste al protocollo di Ethereum e il motivo per cui riteniamo importante l'implementazione di elementi come il sistema di Proof-of-Stake (PoS) o la tecnica dello sharding. Quindi, cosa succede a sei mesi di distanza dalla pubblicazione del nostro documento?

Succede che non ci sarà mai un Ethereum 2.0. Non perché la roadmap sia stata abbandonata, ma piuttosto perché Ethereum 2.0 ha subito un rebranding⁴, a seguito del quale il termine "Ethereum 2.0" è stato sostituito dalla definizione "livello di consenso". Nei fatti, ciò non cambia le prospettive della rete in modo significativo. La tabella di marcia non è stata modificata drasticamente. Sharding e PoS sono ancora in previsione: il meccanismo del PoS è pianificato per il 2022 e lo sharding in una fase successiva, forse entro la fine del 2022 o per l'anno prossimo.

⁴ <https://blog.ethereum.org/2022/01/24/the-great-eth2-renaming/>

Figura 4: Percorso di aggiornamento di Ethereum



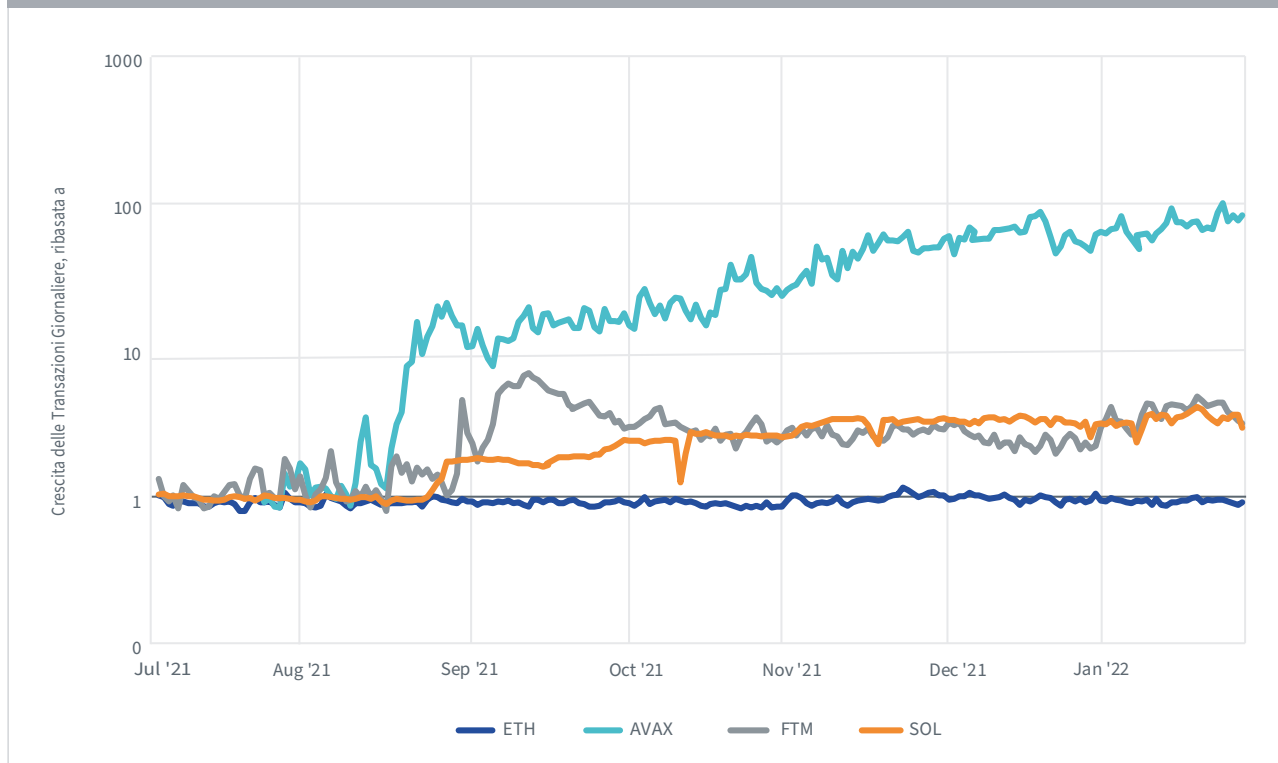
Fonte: Ethereum.org.

Quindi, il 2022 dovrebbe presentare ancora sviluppi interessanti per Ethereum, fondamentali per valutare il futuro della piattaforma. Ethereum è stato vittima del suo stesso successo, che ha evidenziato i problemi di scalabilità e rincarato i costi di utilizzo della piattaforma. Il superamento di tali limitazioni sarà determinante per mantenere la leadership, mentre altre piattaforme Layer-1 (di livello 1) hanno riportato notevoli successi nel 2021 e si propongono sempre di più come valide alternative.

Proseguirà la competizione con le altre piattaforme Layer-1?

Le commissioni di transazione sempre elevate su Ethereum hanno spinto gli utenti a cercare delle alternative durante il 2021. Tra le reti alternative di "livello 1" segnaliamo Solana, Avalanche, Fantom e altre. L'aumento della domanda può essere considerato in termini di aumento del numero di transazioni e d'indirizzi attivi su queste reti. I quesiti che restano aperti per il 2022 sono: riusciranno queste reti a mantenere la crescita dell'attività degli utenti, Ethereum sarà in grado di rivendicare parte della sua quota di mercato e queste reti alternative Layer-1 saranno complementari l'una all'altra o sostitutive?

Figura 5: Le reti di livello 1 alternative sono cresciute in modo significativo negli ultimi 6 mesi



Fonte: WisdomTree, ftmscan.com, snowtrace.io, bitquery.io. Al 31 gennaio 2022. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri e qualunque investimento può scendere di valore.**

Nei primi mesi del 2022 si è verificato un leggero calo dell'attività degli utenti, che potrebbe rappresentare più un riflesso delle condizioni generali di mercato che non un proseguimento della traiettoria per il resto dell'anno. La rete Ethereum dovrebbe passare al "livello di consenso" nei prossimi mesi del 2022. Se le implementazioni tecniche verranno eseguite correttamente, il throughput transazionale della rete dovrebbe aumentare e ciò si rifletterebbe sull'importo delle commissioni. Una maggiore interoperabilità fra le reti dovrebbe ridurre le barriere che si frappongono alla transizione degli utenti verso altre reti. Al contrario, i casi d'uso unici ed esclusivi di una rete dovrebbero attrarre e trattenere gli utenti. Le variazioni della domanda in conseguenza di queste dinamiche potrebbero incidere sul prezzo.

Metaverso e NFT: una popolarità in aumento

I token non fungibili (NFT) sono diventati popolari nel 2021. I creatori di contenuti hanno così trovato nuove strade per monetizzare il proprio lavoro attraverso social token, opere d'arte digitali, oggetti da collezione o oggetti di gioco. Ciò può determinare un'evoluzione rivoluzionaria sul fronte della monetizzazione in aree come la biglietteria, la musica, i nomi di dominio, la moda, i beni di lusso e così via. Solo nel 2021, il settore NFT/gaming ha ricevuto circa 5 miliardi di dollari in fondi di venture capital su 406 accordi, collocandosi al terzo posto per afflussi tra i settori crypto⁵.

Ci aspettiamo che gli NFT e il metaverso continuino a sollevare interesse nel 2022. È probabile che la popolarità del modello "play-to-earn" cresca ancora quest'anno, anche se il modello di business deve trovare un modo per autosostenersi e generare entrate, piuttosto che finanziare i premi dei giocatori con il capitale raccolto. Il metaverso si sta facendo strada, ma lentamente. Con Facebook riposizionato per entrare nel campo del metaverso, alcuni sviluppi già esistenti come la Realtà Aumentata (AR), la Realtà Virtuale (VR) e le piattaforme social media fungeranno da base su cui costruire il metaverso. Non sarà un processo rapido, sia dal lato tecnologico che dal lato dell'adozione/accettazione sociale, ma il 2022 potrebbe rappresentare un anno chiave per lo sviluppo dell'infrastruttura del metaverso.

⁵ <https://www.theblockcrypto.com/post/127723/the-block-research-2021-digital-asset-outlook-report>

La regolamentazione potrebbe cambiare gli assetti

Uno dei principali punti d'interesse in termini normativi nel 2021 è stata l'emissione di stablecoin. Gli stablecoin, cioè le criptovalute ancorate a un altro asset, come il dollaro statunitense, sono cresciuti a livello esponenziale superando i 175 miliardi di dollari e ora rappresentano il 9,0% di tutto il mercato delle criptovalute⁶. Si dibatte meno sul fatto che gli stablecoin costituiscano una tipologia di titoli e le autorità di regolazione hanno iniziato a individuare il potenziale rischio sistemico che ciò potrebbe causare, dentro e fuori il settore delle criptovalute, sui mercati globali. Le autorità di regolazione si sono mosse per chiarire il loro orientamento ed emettere raccomandazioni a riguardo. Nel novembre del 2021, il President's Working Group on Financial Markets, insieme all'Office of the Comptroller of the Currency e alla Federal Deposit Insurance Corporation, hanno definito alcune raccomandazioni di carattere normativo, in un rapporto sulla regolamentazione in materia di stablecoin che ha gettato le basi per l'introduzione di altre normative nel 2022.

Un altro sviluppo importante è rappresentato dalla finanza decentralizzata (DeFi), in cui servizi e prodotti finanziari sono forniti su piattaforme abilitate all'uso della blockchain. Sono state avanzate diverse proposte⁷ su come individuare al meglio gli strumenti finanziari, mitigare il rischio di controparte e il rischio di credito, stabilire i requisiti patrimoniali, ecc. Un esempio, riguardante Coinbase⁸, ha definito le linee principali.

La regolamentazione per le altre classi di attivi di solito adotta un approccio top-down (dall'alto verso il basso), il che significa che le autorità di regolazione stabiliscono un quadro normativo e legislativo dettagliato a cui attenersi. La criptovaluta e la sua natura decentralizzata sembrano adottare un approccio più di tipo bottom-up (dal basso verso l'alto), in cui progetti, aziende e individui influenti fanno squadra presentando le loro proposte su come regolamentare il settore. Tra le cinque principali coalizioni per definire le politiche crittografiche di oggi, sono state avanzate diverse valide proposte su libera iniziativa⁹ ed è probabile che il trend continui nel 2022.

In materia ambientale, sociale e di governance (ESG), diversi Paesi e organi di governo hanno citato l'elevato consumo di energia associato all'estrazione delle criptovalute. Paesi come Cina, Russia e Kazakistan hanno introdotto alcune misure per vietare o regolamentare il mining di bitcoin. I provvedimenti spaziano dal divieto totale ad esercitare qualunque attività legata alle criptovalute fino a specificare in dettaglio i requisiti dell'attività di estrazione. Poiché i prezzi dell'energia sono alti a livello globale, il tema ESG continuerà a rappresentare un punto di discussione centrale tra le autorità di regolazione nel 2022. Nel gennaio di quest'anno, la House Energy and Commerce Oversight Subcommittee degli Stati Uniti ha iniziato le audizioni sull'impronta ambientale delle blockchain. Ciò potrebbe portare a un ulteriore controllo da parte di altri organi di regolazione su questo argomento.

Conclusioni

Prevediamo che il 2022 sarà un anno entusiasmante per lo spazio crittografico. I forti finanziamenti del 2021 dovrebbero aprire la strada a un ecosistema sempre più diversificato ma, soprattutto, più maturo. Aree particolarmente in auge come gli NFT, il metaverso e il gaming probabilmente cattureranno parecchia attenzione. Nel frattempo, ci aspettiamo che la competizione tra le piattaforme di Layer-1 nella corsa alla scalabilità si mantenga serrata. Riteniamo che tra gli elementi che potrebbero determinare il successo o il fallimento del mercato delle criptovalute rientrino la regolamentazione e l'adozione istituzionale degli asset crittografici. Sono entrambi temi dei quali si discute da mesi e che registrano progressi considerevoli ma i cui sviluppi devono ancora esplicitarsi pienamente.

⁶ <https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/>

⁷ <https://cointelegraph.com/news/how-should-defi-be-regulated-a-european-approach-to-decentralization>

⁸ <https://github.com/coinbase/digital-asset-policy-proposal>

<https://blog.coinbase.com/digital-asset-policy-proposal-safeguarding-americas-financial-leadership-ce569c27d86c>

⁹ Coin Centre; Blockchain Association; The Crypto Council for Innovation; a16z Policy Team, The Chamber of Digital Commerce



Portafogli modello

Connubio tra opportunità tattiche e potenziale di lungo periodo

- | | | | | | |
|----|--|----|----|--|----|
| 01 | E' il momento di essere selettivi sull'azionario | 35 | 03 | Il Rinascimento delle commodity | 38 |
| 02 | L'inflazione apre la strada a nuove opportunità | 37 | 04 | I catalizzatori di criptovalute nel 2022 | 39 |

I nostri portafogli illustrativi modello intendono combinare il potenziale di performance degli approcci attivi con la disciplina delle strategie passive. Questi portafogli cercano di offrire una performance, aggiustata per il rischio, competitiva rispetto agli appropriati benchmark passivi, senza l'aggravio dei costi più alti derivanti dalla gestione attiva tradizionale. I portafogli catturano la nostra filosofia di asset allocation di lungo periodo, sono cioè trainati dalla ricerca accademica e improntati alla diversificazione, ma consentono anche di adottare orientamenti dinamici al variare delle condizioni di mercato. La chiave consiste nel trovare il giusto equilibrio tra un portafoglio che si adatti al contesto di mercato corrente e un portafoglio che sia in grado di gestire e beneficiare degli eventi imprevisi o dell'avvento di nuove circostanze.

Il nostro outlook per il 2022 è guidato da tre temi generali presenti nelle diverse classi di attivi. I portafogli modello in questa sezione sono, quindi, posizionati in linea con tali temi:

- + protezione dall'inflazione elevata
- + protezione dal ciclo d'irrigidimento della politica monetaria della Federal Reserve (Fed) e capacità di trarne vantaggio
- + investimento nel futuro e nella transizione energetica in particolare

Questa sezione presenta tre portafogli modello con tre diversi livelli di rischio in ordine crescente:

- + il Portafoglio illustrativo conservativo investe la maggior parte degli asset in attivi a bassa volatilità e intende offrire una certa crescita con rischi controllati per gli investitori
- + il Portafoglio illustrativo bilanciato investe circa la metà degli asset in titoli a reddito fisso e l'altra metà in attivi più rischiosi. Intende offrire agli investitori un profilo di rischio-rendimento equilibrato
- + il Portafoglio illustrativo growth investe la maggior parte degli asset in attivi a crescita più elevata/rischio più elevato. Tuttavia, il portafoglio intende migliorare la diversificazione per limitare tali rischi

Sebbene i portafogli illustrativi modello siano costruiti pensando agli investitori che adottano l'Euro quale valuta di base, i comparti dell'azionario e degli strumenti alternativi non cambierebbero in misura significativa per altre monete di base.

Figura 1: Tre portafogli illustrativi modello di WisdomTree

Nome dell'ETF	Categoria	ISIN	MER	Portafoglio illustrativo conservativo	Portafoglio illustrativo bilanciato	Portafoglio illustrativo bilanciato
WisdomTree Global Quality Dividend Growth UCITS ETF	Azionario globale	IE00BZ56SW52	38	13,0%	16,0%	19,0%
WisdomTree Europe Equity Income UCITS ETF	Azionario Europa	IE00BQZJBX31	29	3,0%	5,25%	7,5%
WisdomTree Japan Equity UCITS ETF	Azionario Giappone	IE00BVXC4854	48	1,5%	3,0%	4,0%
WisdomTree US Equity Income UCITS ETF	Azionario USA	IE00BQZJBQ63	29	2,5%	3,5%	4,5%
WisdomTree EM ex-State-Owned Enterprises ESG Screened UCITS ETF	Azionario Emergenti	IE00BM9TSP27	32		2,0%	3,0%
ICBCCS WisdomTree S&P China 500 ETF	Azionario Emergenti	LU1440654330	55		2,0%	3,0%
WisdomTree Emerging Markets Equity Income UCITS ETF	Azionario Emergenti	IE00BQ3Q067	46		2,0%	3,0%

Figura 1: Tre portafogli modello illustrativi WisdomTree

ETF Name	Category	ISIN	TER	Illustrative Conservative Portfolio	Illustrative Balanced Portfolio	Illustrative Aggressive Portfolio
WisdomTree EM Small Cap Dividend UCITS ETF	Azionario Emergenti	IE00BQZJBM26	54			3,0%
WisdomTree Battery Solutions UCITS ETF	Tematici	IE00BKLF1R75	40		1,3%	2,5%
WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF	Tematici	IE00BDVPNG13	40		1,3%	2,5%
WisdomTree Cybersecurity UCITS ETF	Tematici	IE00BLPK3577	45		1,3%	2,5%
WisdomTree Cloud Computing UCITS ETF	Tematici	IE00BJGWQN72	40		1,3%	2,5%
WisdomTree BioRevolution UCITS ETF	Tematici	IE000O8KMPM1	45		1,3%	2,5%
WisdomTree US Floating Rate Bond UCITS ETF	Obbligazionario in USD	IE00BJFN5P63	15	3,0%	3,0%	1,0%
WisdomTree European Union Bond UCITS ETF	Obbligazionario in EUR	IE00BMXWRM76	16	15,0%	8,0%	4,0%
WisdomTree EUR Aggregate Bond ESG Enhanced Yield UCITS ETF	Obbligazionario in EUR	IE00BD49R912	18	15,0%	8,0%	2,0%
iShares EUR Corp Bond 0-3yr ESG UCITS ETF	Obbligazionario in EUR	IE00BYZTVV78	15	20,0%	10,0%	2,0%
iShares US Aggregate Bond UCITS ETF	Obbligazionario in USD	IE00B44CGS96	25	5,0%	3,0%	
Vanguard USD Corporate 1-3 Year bond UCITS ETF	Obbligazionario in USD	IE00BGYWSV06	9	13,0%	6,0%	2,0%
WisdomTree AT1 CoCo Bonds UCITS ETF	Obbligazionario globale	IE00BZ0XVF52	39	5,0%	7,0%	9,0%
WisdomTree Core Physical Gold	Oro	JE00BN2CJ301	12	4,0%	4,0%	3,0%
WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF	Commodity	IE00BYMLZY74	35		6,5%	9,5%
WisdomTree Industrial Metals Enhanced	Commodity	IE00BF4TWC33	40		2,0%	4,0%
WisdomTree Carbon	Commodity	JE00BP2PWW32	35		1,0%	1,0%
WisdomTree Crypto Market	Asset digitali	GB00BMTP1626	145		1,5%	3,0%
MER aggregato				20,8	30,2	38,7

Fonte: WisdomTree. Al 31 gennaio 2022.

E' il momento di essere selettivi sull'azionario

Come discusso nel nostro outlook sul segmento azionario, il sub-portafoglio illustrativo azionario è costruito seguendo tre direzioni principali. In primo luogo, una parte considerevole degli asset è orientata verso i titoli di tipo value. L'inflazione elevata e il rialzo dei tassi d'interesse possono creare un contesto difficile per il segmento. Invece le società economiche che distribuiscono dividendi tendono a segnare buoni risultati: la loro duration implicita infatti è più corta, poiché i flussi di cassa futuri tendono a collocarsi perlopiù nel breve, contenendo l'effetto dei rialzi dei tassi sul fattore di sconto. L'azionario value tende anche a mostrare un elevato potere di determinazione dei prezzi che consente a questi titoli di trasferire l'aumento dei costi di produzione ai propri clienti. Il portafoglio investe in:

- + azioni value europee tramite il WisdomTree Europe Equity Income UCTIS ETF
- + azioni value statunitensi tramite il WisdomTree US Equity Income UCTIS ETF
- + azioni value dei mercati emergenti tramite il WisdomTree Emerging Markets Equity Income UCTIS ETF e il WisdomTree Emerging Markets Small Cap Dividend UCTIS ETF.

In secondo luogo, gran parte degli asset viene investita in un'esposizione azionaria strategica di base, il WisdomTree Global Quality Dividend Growth UCITS ETF. Questa strategia sfrutta l'andamento, adatto a qualunque contesto, delle società altamente redditizie con dividendi in crescita. L'obiettivo è quello di offrire un'esposizione core diversificata geograficamente che possa ancora beneficiare della crescita residua disponibile per gli investitori e resistere alla maggiore volatilità del mercato prevista per quest'anno. Questo ETF (Exchange Traded Fund) è esposto simultaneamente a titoli value e di qualità attraverso aziende con dividendi in crescita, bilanciando opportunità di breve periodo e potenziale di crescita a lungo termine.

Infine, i portafogli sono esposti alla crescita strutturale di lungo periodo attraverso un paniere diversificato di ETF tematici. L'obiettivo è quello di sfruttare le opportunità d'investimento a lungo termine derivanti dai cambiamenti strutturali nelle società e nel nostro modo di vivere, come la transizione energetica, utilizzando strategie concentrate e guidate da esperti. Ogni ETF tematico in portafoglio è supportato da un esperto in quel particolare campo, capace di selezionare le imprese che maggiormente traggono vantaggio da una più ampia adozione del tema. In linea con la nostra recente ricerca sugli investimenti tematici¹, questa è una parte del portafoglio basata sulle convinzioni con un potenziale di crescita nel lungo termine. Tuttavia, la volatilità di breve può creare punti d'ingresso interessanti.

Figura 2: Caratteristiche fondamentali del sub-portafoglio azionario

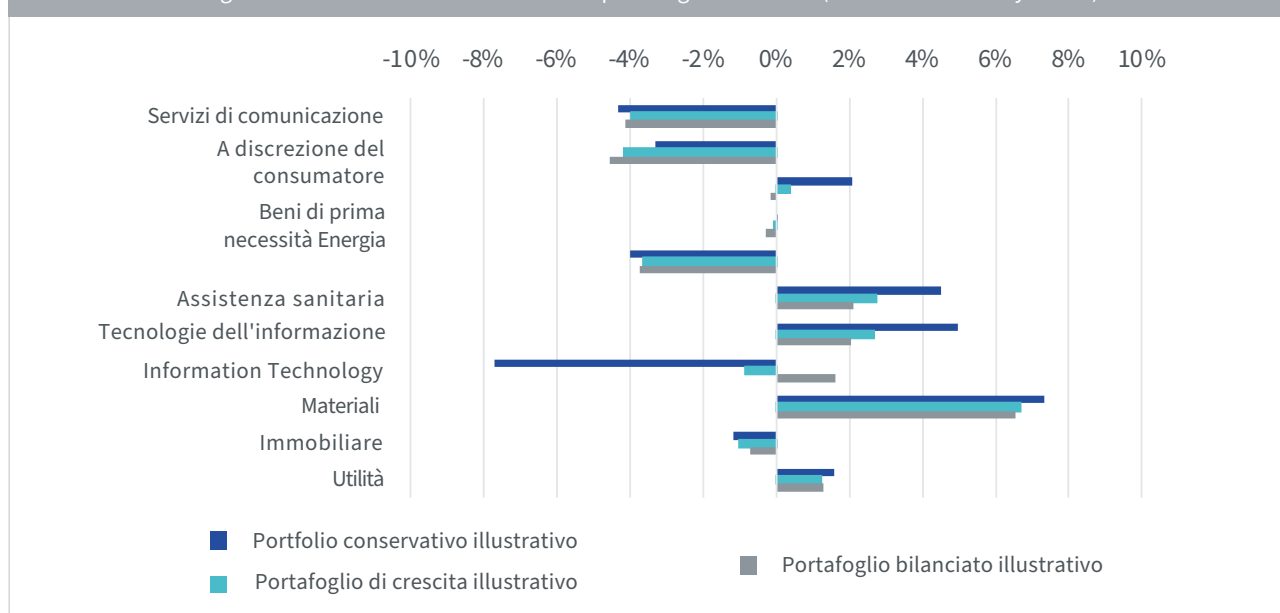
	Portafoglio illustrativo conservativo	Portafoglio illustrativo bilanciato	Portafoglio illustrativo growth	MSCI AC World
Ponderazione	20,0%	40,0%	59,5%	
ROE	23,0	16,9	14,9	13,5
ROA	7,2	4,7	3,9	2,1
Rapporto Prezzo/Utili	15,6	16,4	16,5	20,2
Rapporto Price to Book	3,0	2,6	2,5	3,1
Rendimento da dividendi a termine	3,2%	3,0%	3,0%	2,0%
Allocazione Paese				
Mercati sviluppati	100,0%	83,3%	77,5%	87,8%
Mercati emergenti	0,0%	16,7%	22,5%	12,2%
USA	46,2%	39,7%	37,9%	58,9%
Europa	37,7%	29,0%	26,3%	17,4%
Giappone	10,8%	10,3%	9,4%	5,5%
Ripartizione per capitalizzazione di mercato				
Large Cap	88,4%	78,9%	72,3%	94,2%
Mid Cap	10,2%	16,8%	19,3%	5,7%
Small Cap	1,4%	4,3%	8,4%	0,1%

Fonte: WisdomTree, Factset, Bloomberg. Al 31 gennaio 2022.

Nel complesso, il nostro sub-portafoglio azionario tende a essere sottoponderato negli Stati Uniti e sovrapponderato in Europa, Giappone e Mercati emergenti rispetto ad un benchmark come l'MSCI AC World. Il nostro obiettivo è quello di sovrapponderare le economie meno avanzate nel ciclo economico, in grado quindi di beneficiare di una crescita superiore.

I fondamentali del portafoglio indicano chiaramente un orientamento verso i titoli value con un rapporto prezzo/utili a termine di quasi 4 punti al di sotto del benchmark. Tuttavia, i fondamentali rimangono solidi, con un aumento del ROE e del ROA rispetto allo stesso benchmark. A livello settoriale, i portafogli sono sovraperponderati nei settori dei materiali, degli industriali, della salute e delle utility, in linea con il nostro posizionamento sui titoli value di qualità.

Figura 3: Allocazione settoriale nel sub-portafoglio azionario (vs MSCI All Country World)



Fonte: WisdomTree, Factset, Bloomberg. Al 31 gennaio 2022.

Da notare che, nel comparto azionario, ogni ETF viene sottoposto a uno screening ESG (fattori sociali, ambientali e di governance), che segue i criteri di esclusione di WisdomTree basati sui principi e sul tipo di attività.

L'inflazione apre la strada a nuove opportunità

La storia del reddito fisso è guidata dalla ripresa dell'inflazione e dalla narrativa imposta dalla Fed. I toni sempre più aggressivi della Fed e di molte banche centrali in tutto il mondo, pur attenuando in qualche modo la carenza di rendimenti, hanno creato molti problemi per gli investitori obbligazionari. Osservando i nostri portafogli modello abbiamo affrontato la questione adottando diverse tecniche:

- + strategia Barbell sulla duration, cioè un mix di esposizioni a bassa e alta duration, per migliorare i profili di rischio-rendimento e, soprattutto, ridurre la duration del portafoglio
- + strategia Barbell sul credito, cioè un mix degli estremi all'interno dello spettro del credito, come le obbligazioni sovrane e gli asset altamente diversificati e ad alto rendimento, quali ad esempio le obbligazioni convertibili contingenti del capitale aggiuntivo di classe 1 (CoCo AT1)
- + strategie di rendimento ottimizzate, cioè strategie sofisticate di tipo smart beta che intendono migliorare il rendimento del benchmark controllando al contempo altre variabili come la duration o le ponderazioni per Paese/settore

Il segmento obbligazionario è strutturato in modo diverso nel Portafoglio illustrativo growth rispetto agli altri portafogli. Quest'ultimo, infatti, a causa della sua bassa allocazione negli asset obbligazionari adotta l'approccio Barbell sul credito. Investe:

- + obbligazioni sovranazionali con rating elevato attraverso il WisdomTree European Union Bond UCITS ETF per offrire una certa mitigazione del rischio, grazie ai titoli obbligazionari AAA con duration medio-alta
- + esposizione a bassa duration e rendimento maggiore con l'asset class dei CoCo AT1, attraverso il WisdomTree AT1 CoCo Bonds UCITS ETF e bond societari con duration breve in EUR e USD

Questa combinazione propone un portafoglio esemplare, con uno yield to worst del 2,21% e una duration del 5,2. Ciò si confronta abbastanza favorevolmente con l'indice Bloomberg EUR Aggregate che rende lo -0,37% con una duration dello 7,6.

I Portafogli illustrativi conservativo e bilanciato combinano queste stesse esposizioni con un'esposizione in EUR e USD a bassa duration:

- + l'esposizione a bassa duration in EUR è costruita attorno all'ETF iShares EUR Corp Bond 0-3 anni ESG UCITS ETF, combinato con un'esposizione aggregata in EUR ottimizzata che crea una strategia di Barbell sulla duration
- + l'esposizione a bassa duration in USD è costruita attorno all'ETF UCITS iShares US Aggregate Bond, combinato con due esposizioni a bassa duration, il Vanguard USD Corporate 1-3 anni bond UCITS ETF e il WisdomTree US Floating Rate Bond UCITS ETF

Questo approccio offre una duration inferiore di circa 5, con rendimenti più alti rispettivamente dello 0,96% e dell'1,25% in entrambi i portafogli. Ciò si raffronta con una duration del 7,6 e un rendimento dello 0,37% per l'indice Bloomberg EUR Aggregate.

Figura 3: Caratteristiche fondamentali del sub-portafoglio obbligazionario

	Portafoglio illustrativo conservativo	Portafoglio illustrativo bilanciato	Portafoglio illustrativo growth	Bloomberg EUR Aggregate Index
Ponderazione	76,0%	45,0%	20,0%	
Yield to Worst	0,96%	1,25%	2,21%	0,37%
Duration	5,5	5,3	5,2	7,6

Fonte: WisdomTree, Factset, Bloomberg. Al 31 gennaio 2021.

Da notare che, nel comparto obbligazionario, molti ETF sono sottoposti a screening ESG. WisdomTree EUR Aggregate Bond ESG Enhanced Yield UCITS ETF e WisdomTree AT1 CoCo Bonds UCITS ETF seguono i criteri di esclusione di WisdomTree basati sui principi e sul tipo di attività. L'ETF WisdomTree European Union Bond UCITS ETF ottiene un'esposizione sulle obbligazioni social-linked con emissioni di green bond che ci si aspetta aumentino nell'ambito del programma NextGenerationEU¹.

Il Rinascimento delle commodity

La persistenza della sorpresa inflazionistica indica che la maggior parte degli analisti non ha pienamente compreso la natura vischiosa degli shock sul lato dell'offerta. In un tale contesto, le commodity in senso ampio sono in cima all'elenco degli attivi da considerare. Le materie prime rappresentano in generale una copertura naturale contro l'inflazione e contro eventuali interruzioni della catena di approvvigionamento. Nell'ultimo anno, WisdomTree ha condotto una ricerca approfondita sui potenziali vantaggi dell'investimento in commodity in un portafoglio multi-asset². Le caratteristiche storiche di copertura dall'inflazione delle materie prime non trovano eguali in nessun altro attivus.

Tutti e tre i portafogli utilizzano l'oro come copertura dall'inflazione e elemento di diversificazione. Nei nostri Portafogli illustrativi bilanciati e growth, abbiamo incrementato la ponderazione del WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF per offrire copertura dall'inflazione e rafforzare la diversificazione dei portafogli. Invece di utilizzare un benchmark delle materie prime come il Bloomberg Commodity Index, abbiamo scelto di adottare un indice di seconda generazione che utilizza una strategia sistematica per ridurre l'ostacolo del roll over nella strategia e migliorare la performance. Storicamente, l'indice replicato dall'ETF avrebbe sovraperformato il benchmark del 5,3% annuo da maggio 2001. Per alcuni investitori, potrebbe essere preferibile un investimento nelle commodity in generale, ad eccezione delle materie prime agricole. Per costoro, questo ETF può essere sostituito dal WisdomTree Enhanced Commodity ex-Agriculture UCITS ETF. Il prodotto sta inoltre replicando un indice di commodity di seconda generazione, con ottimizzazione del rendimento roll.

¹ Il fondo Next Generation EU (NGEU) è un pacchetto di ripresa economica dell' [Unione Europea](#) a supporto degli Stati membri penalizzati dall'avvento della [pandemia di Covid-19](#).

² Al 31 gennaio 2022.

I portafogli intendono inoltre beneficiare del boom della domanda d'infrastrutture e della transizione verso l'energia verde. Per quanto l'Amministrazione Biden possa non essere riuscita a portare avanti una spesa per le infrastrutture di 2 trilioni di dollari, entrambe le camere del Congresso hanno approvato un disegno di legge per le infrastrutture del valore di 1,2 trilioni di dollari. Nel dicembre del 2021, la Commissione europea ha presentato il Global Gateway, un piano per investire 300 miliardi di euro a livello globale entro il 2027 in progetti infrastrutturali, digitali e climatici. Queste iniziative stanno trainando la domanda di materie prime come i metalli industriali.

La transizione verde richiederà anche grandi quantità di materiali, molti dei quali sono metalli industriali. Per attingere a entrambi questi temi, abbiamo inserito anche il WisdomTree Industrial Metals Enhanced, un prodotto ETP (Exchange Traded Product) che replica un indice su commodity di seconda generazione (cioè con ottimizzazione del rendimento roll) e che investe in rame, nichel, zinco e alluminio.

Un ultimo prodotto inserito nel comparto delle materie prime è il WisdomTree Carbon. L'ETP consente agli investitori di acquisire esposizione alla performance delle quote di emissioni di carbonio attraverso una commodity negoziata in borsa completamente garantita. Nel complesso, è probabile che le maggiori ambizioni ambientali in Europa provochino un aumento del prezzo del carbonio. Inoltre, la performance di Carbon è abbastanza decorrelata rispetto al resto del mercato.

I catalizzatori di criptovalute nel 2022

Dopo un anno molto positivo nel 2021, il mercato delle criptovalute si è trovato invischiato nel contesto macro-economico e la maggior parte degli asset digitali oggi si attesta oltre il 50% al di sotto del picco del 2021. Tuttavia, prevediamo che l'interesse istituzionale continuerà a crescere e a supportare quest'area. Inoltre, i finanziamenti cospicui del 2021 dovrebbero aprire la strada a un ecosistema sempre più diversificato ma anche e soprattutto più maturo. Asset trendy come i token non fungibili (NFT), il metaverso e il gaming probabilmente attireranno grande interesse. Nel complesso, lo spazio è decisamente eterogeneo, con un ampio ventaglio di opportunità differenti da cui gli investitori dovrebbero trarre vantaggio. A tal fine, i Portafogli illustrativi bilanciato e growth investono nel WisdomTree Crypto Market, che fornisce un approccio diversificato agli asset crittografici attraverso sette monete: Bitcoin, Ethereum, Solana, Cardano, Polkadot, Litecoin, Bitcoin Cash. Ciò consente di esporre il portafoglio alle società mega-cap delle criptovalute, ma anche ai protocolli di livello uno che potrebbero guidare la crescita in futuro.

1. Debru P. e Kuramshina E. "Thematic Universe: How to harness the power of megatrends in your portfolio?" 2021.
2. Debru P. e Shah N. "The Case for Investing in Broad Commodities" 2021.

Informazioni importanti

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"): Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Solo per clienti professionali. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri. I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. I rendimenti basati su back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri. Il valore di un investimento potrebbe essere oggetto di oscillazioni dei tassi di cambio. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente. I suddetti prodotti potrebbero non essere disponibili nel Suo mercato o adatti alle Sue esigenze. Il contenuto del presente documento non costituisce una consulenza in materia di investimenti, né un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto di un prodotto o di sottoscrizione di un investimento.

Un investimento in exchange-traded product ("ETP") dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma difficilmente replicherà la performance dell'indice con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito riferiti al provider degli swap sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi.

Le informazioni contenute nel presente documento non sono, e in nessun caso devono essere interpretate come, un annuncio pubblicitario o un altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi, laddove nessuno degli emittenti o dei relativi prodotti sia autorizzato o registrato per la distribuzione e laddove nessun prospetto di uno qualsiasi degli emittenti sia stato depositato presso una commissione di vigilanza o autorità di regolamentazione. Nessun documento, o informazione contenuta nel presente documento, deve essere estrapolato, trasmesso o distribuito (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Nessuno degli Emittenti né alcun titolo da essi emesso sono stati o saranno registrati ai sensi dello United States Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 o qualificati ai sensi di qualsiasi legge statale sui titoli applicabile.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o le nostre attuali aspettative in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali.

WisdomTree Issuer ICAV

I prodotti illustrati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer ICAV (l'"Emittente WT"). L'Emittente WT è una società d'investimento multicomparto a capitale variabile e con separazione delle passività tra comparti, costituita ai sensi del diritto irlandese come un veicolo di gestione patrimoniale collettiva irlandese e autorizzata dalla Central Bank of Ireland ("CBI"). L'Emittente WT è costituito come Organismo d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari ("OICVM") ai sensi del diritto

irlandese ed emetterà una classe distinta di azioni (le "Azioni") per ciascun comparto. Si consiglia ai potenziali investitori di leggere il prospetto informativo dell'Emittente WT (il "Prospetto WT") prima di effettuare qualsiasi investimento e di riferirsi al capitolo intitolato "Fattori di rischio", per avere ulteriori informazioni in merito ai rischi associati all'investimento nelle Azioni.

WisdomTree Metal Securities Limited (MSL) & WisdomTree Commodity Securities Limited (CSL)

I prodotti illustrati in questo documento sono emessi da WisdomTree Metal Securities Limited] [Gold Bullion Securities Limited e WisdomTree Hedged Commodity Securities Limited (L' "Emittente"). L'Emittente è disciplinato dalla Jersey Financial Services Commission. Si consiglia ai potenziali investitori di leggere il prospetto informativo dell'Emittente prima di effettuare qualsiasi investimento e di riferirsi al capitolo intitolato "Fattori di rischio", per avere ulteriori informazioni in merito ai rischi associati all'investimento nei titoli offerti dall'Emittente.

MSL

I titoli emessi dall'Emittente sono obbligazioni dirette e a rivalsa limitata esclusivamente dell'Emittente e non sono obbligazioni di/garantite da HSBC Bank plc e JP Morgan Chase Bank, N.A., le rispettive affiliate o qualsiasi altro soggetto o le rispettive affiliate. HSBC Bank plc e JP Morgan Chase Bank, N.A. declinano ogni e qualsiasi responsabilità, derivante da contratto, illecito o altro cagionato rispetto al presente documento e al suo contenuto o derivante in relazione ad esso.

CSL

I titoli emessi dall'Emittente sono obbligazioni dirette e a rivalsa limitata soltanto dell'Emittente pertinente e non sono obbligazioni di o garantiti da Citigroup Global Markets Limited ("CGML"), Citigroup Global Markets Holdings Inc. ("CGMH"), Merrill Lynch International ("MLI"), , Bank of America Corporation ("BAC") o da alcuna loro affiliata. CGML, CGMH, MLI e BAC disconoscono qualsiasi responsabilità, sia essa civile, contrattuale o di altra natura, che potrebbe avere in ordine al presente documento o al suo contenuto altrimenti derivante dal presente documento. "Bloomberg®" e "Bloomberg Commodity Index (es) SM" a cui si fa riferimento nel presente documento sono marchi di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate, tra cui Bloomberg Index Services Limited ("BISL"), l'amministratore degli indici (collettivamente, "Bloomberg") e sono concessi in licenza per uso per determinati scopi da parte di WisdomTree UK Limited e dalle sue affiliate autorizzate, tra cui WisdomTree Commodity Securities Limited (congiuntamente, WisdomTree). Bloomberg non è affiliato con WisdomTree e non approva, avalla, rivede o raccomanda gli Exchange-Traded Product a cui si fa riferimento nel presente documento. Bloomberg non garantisce la tempestività, l'accuratezza o la completezza di alcun dato o informazione relativa agli indici.

WisdomTree Multi Asset Issuer Plc

WisdomTree Multi Asset Issuer PLC ("Emittente"), da parte sua, emette dei prodotti ai sensi di un Prospetto ("WTMA Boost") approvato dalla Banca Centrale d'Irlanda e redatto in conformità con la Direttiva 2003/71/CE. Il Prospetto WTMA è stato passaportato in diverse giurisdizioni europee tra cui Regno Unito, Italia, e Germania ed è disponibile nel presente documento.

WisdomTree Issuer X Limited

I prodotti illustrati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer X Limited (l' "Emittente"). Si consiglia ai potenziali investitori di leggere il prospetto informativo dell'Emittente prima di effettuare qualsiasi investimento e di fare riferimento al capitolo intitolato "Fattori di rischio" del prospetto per avere ulteriori informazioni in merito ai rischi associati all'investimento nei titoli offerti dall'Emittente.

I titoli emessi dall'Emittente sono obbligazioni dirette a rivalsa limitata del solo Emittente e non sono obbligazioni di o garantite da Swissquote Bank Ltd ("Swissquote"), Coinbase Custody Trust Company LLC ("Coinbase") o eventuali loro affiliate né di qualsivoglia altra entità e relative affiliate. Sia Swissquote che Coinbase declinano ogni responsabilità per torto, contrattuale o di altra natura, potenzialmente derivante dal presente documento o dai suoi contenuti o ad essi altrimenti correlata.

Il prodotto descritto nel presente documento è un ETP non regolamentato, approvato per la negoziazione sul SIX Swiss Exchange in Svizzera, Euronext Paris, Euronext Amsterdam e la Deutsche Börse Xetra in Germania. Le criptovalute sono investimenti ad alto rischio e potrebbero non essere idonee per tutti i tipi di investitori. I potenziali investitori dovrebbero essere consapevoli del fatto che il prezzo delle attività sottostanti con cui i titoli sono garantiti può presentare una maggiore volatilità rispetto ad altre asset class e, di conseguenza, il valore dei titoli può subire ampie oscillazioni. L'investitore deve accertarsi che la natura, la complessità e i rischi associati alle criptovalute siano idonei ai propri obiettivi in base alle proprie circostanze personali e alla propria posizione finanziaria.

WisdomTree Cloud Computing UCITS ETF – Index Disclaimer

Nasdaq® è marchio commerciale registrato di Nasdaq, Inc. (denominata congiuntamente alle sue affiliate come “Società”) e sono concessi in licenza d’uso a WisdomTree Management Limited. La Società non garantisce la legittimità o adeguatezza di WisdomTree Cloud Computing UCITS ETF (il “Fondo”). Le azioni del Fondo non sono emesse, sostenute, vendute o promosse dalla Società. LA SOCIETÀ NON FORNISCE GARANZIE E DECLINA QUALSIVOGLIA RESPONSABILITÀ CON RIFERIMENTO AL FONDO.

Le informazioni contenute nel BVP Nasdaq Emerging Cloud Index sono fornite esclusivamente a scopo informativo e di discussione e non intendono essere, e non devono essere considerate o interpretate come, una raccomandazione per una transazione o un investimento o un’operazione finanziaria, fiscale, di investimento o altro tipo di consulenza di qualsiasi natura da parte di Bessemer Venture Partners (“BVP”). BVP non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito a tali informazioni o dati presentati in tali materiali. BVP e/o i veicoli di investimento collettivo che gestisce, nonché i soggetti e le entità affiliate a tali veicoli, potrebbero acquistare, vendere o detenere titoli di (a) emittenti che sono componenti periodicamente e in qualsiasi momento di BVP Nasdaq Emerging Cloud Index o (b) il Fondo stesso, anche prima o dopo l’aggiunta o la rimozione di un emittente dal BVP Nasdaq Emerging Cloud Index.

WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF – Index Disclaimer

Nasdaq® e Nasdaq CTA Artificial Intelligence Index sono marchi commerciali registrati di Nasdaq, Inc. (denominata congiuntamente alle sue affiliate come “Società”) e sono concessi in licenza d’uso a WisdomTree Management Limited. La Società non garantisce la legittimità o adeguatezza di WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF (il “Fondo”). Le azioni del Fondo non sono emesse, sostenute, vendute o promosse dalla Società. LA SOCIETÀ NON FORNISCE GARANZIE E DECLINA QUALSIVOGLIA RESPONSABILITÀ CON RIFERIMENTO AL FONDO.

WisdomTree EUR Aggregate Bond Enhanced Yield UCITS ETF – Index Disclaimer

è un marchio commerciale e marchio di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate (collettivamente “Bloomberg”). BARCLAYS® è un marchio commerciale e marchio di servizio di Barclays Bank Plc (collettivamente con le sue affiliate “Barclays”), utilizzato sotto licenza. Bloomberg o i suoi licenziatari, inclusa Barclays, sono titolari di tutti i diritti di proprietà relativi agli indici Bloomberg Barclays. Bloomberg e Barclays non sono affiliate con WisdomTree Investments Inc e non approvano, promuovono, rivedono o raccomandano il WisdomTree EUR Aggregate Bond Enhanced Yield UCITS ETF. Né Bloomberg né Barclays garantiscono la tempestività, l’accuratezza o la completezza di eventuali dati o informazioni relativi al Bloomberg Barclays Euro Aggregate Enhanced Yield Bond Index, e non rispondono in alcun modo nei confronti di WT Issuer, degli investitori del WisdomTree EUR Aggregate Bond Enhanced Yield UCITS ETF o di soggetti terzi in relazione all’uso o all’accuratezza del Bloomberg Barclays Euro Aggregate Enhanced Yield Bond Index o dei dati inclusi al suo interno.

WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF – Index Disclaimer

L’Indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 (l’“Indice”) quivi menzionato è di proprietà di Markit Indices Limited (lo “Sponsor dell’Indice”) ed è stato concesso in licenza d’uso in connessione a WisdomTree AT1 Contingent Convertible UCITS ETF. Ciascuna delle parti conviene e accetta che WisdomTree AT1 Contingent Convertible UCITS ETF non sia sponsorizzato, sostenuto o promosso dallo Sponsor dell’Indice. Lo Sponsor dell’Indice declina qualsivoglia responsabilità, esplicita o implicita, e rifiuta espressamente ogni garanzia (comprese, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, quelle di commerciabilità o idoneità a un determinato scopo o utilizzo), con riferimento all’Indice o ai dati ivi inclusi o ad esso relativi, e in particolare non fornisce alcuna garanzia in merito alla qualità, precisione e/o completezza dell’Indice o dei dati ivi inclusi, né ai risultati ottenuti dall’utilizzo dell’Indice e/o alla composizione dell’Indice in un determinato momento di un particolare giorno e/o all’affidabilità creditizia di un’entità o alla probabile insorgenza di un evento di credito o evento simile (anche se previsto) con riferimento a un obbligo nell’Indice in un dato momento o in un particolare giorno. Lo Sponsor dell’Indice non può essere ritenuto responsabile (per negligenza o altro) nei confronti delle parti o di qualsivoglia altro soggetto per eventuali errori nell’Indice e non è in alcun modo obbligato ad avvisare le parti o altri soggetti riguardo a tali errori.

Lo Sponsor dell’Indice non fornisce alcuna garanzia, esplicita o implicita, in merito all’adeguatezza di un acquisto o vendita di WisdomTree AT1 Contingent Convertible UCITS ETF, alla capacità dell’Indice di replicare le performance dei mercati rilevanti o per altre attività legate all’Indice o transazioni o prodotti ad esso relativi, né si assume alcun rischio ivi connesso. Lo Sponsor dell’Indice non è obbligato a tenere conto delle esigenze di una parte per determinare, comporre o calcolare l’Indice. Nessuna delle parti che acquistano o vendono WisdomTree AT1 Contingent Convertible UCITS ETF, né lo Sponsor dell’Indice avranno alcuna responsabilità nei confronti delle controparti per eventuali azioni o mancate azioni dello Sponsor dell’Indice relative alla determinazione, adeguamento, calcolo o mantenimento dell’Indice. Lo Sponsor dell’Indice e le sue affiliate possono

negoziare qualunque obbligazione che compone l'Indice e possono, ove consentito, accettare depositi da, concedere prestiti o altrimenti elargire crediti a, e generalmente impegnarsi in qualsivoglia attività commerciale, di investment banking o altro con gli emittenti di tali obbligazioni e le relative affiliate e possono agire con riferimento a tali attività come se l'Indice non esistesse, a prescindere dai possibili effetti negativi che ciò potrebbe avere sull'Indice o su WisdomTree AT1 Contingent Convertible UCITS ETF.

Né Markit né le sue affiliate o i fornitori indipendenti di dati forniscono garanzie, esplicite o implicite, riguardo alla precisione, completezza o tempestività dei presenti contenuti né ai risultati ottenibili dai destinatari dei dati. Né Markit né le sue affiliate o i fornitori indipendenti di dati possono essere ritenuti in alcun modo responsabili nei confronti dei destinatari dei dati per eventuali imprecisioni, errori od omissioni nei dati di Markit, a prescindere dalla relativa causa, o per danni (diretti o indiretti) da essi causati.

Markit non è tenuta ad aggiornare, modificare o emendare i dati o altrimenti informare il relativo destinatario nel caso in cui uno dei presenti contenuti cambi o divenga successivamente inaccurato. Fermo restando quanto suddetto, Markit, le sue affiliate o i fornitori indipendenti di dati declinano qualsivoglia responsabilità nei vostri confronti, sia essa contrattuale (ivi incluso nell'ambito di un'indennità), per torto (compresa negligenza), garanzia, statuto o altro, con riferimento a perdite o danni da voi subiti a seguito di o in relazione a opinioni, raccomandazioni, previsioni, giudizi o altre conclusioni o azioni espressi o effettuati da voi o da una terza parte sulla base o meno dei contenuti, delle informazioni o dei materiali quivi presentati.

I titoli convertibili contingenti sono titoli complessi e i potenziali investitori non dovrebbero escludere il tail risk e la possibilità di conversione. I pagamenti delle cedole per i titoli convertibili contingenti sono interamente discrezionali e pertanto in qualsiasi momento possono in teoria non essere erogati.

WisdomTree USD Floating Rate Treasury Bond UCITS ETF

BLOOMBERG® è un marchio commerciale e marchio di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate (collettivamente "Bloomberg"). BARCLAYS® è un marchio commerciale e marchio di servizio di Barclays Bank Plc (collettivamente con le sue affiliate "Barclays"), utilizzato sotto licenza. Bloomberg o i suoi licenziatari, inclusa Barclays, sono titolari di tutti i diritti di proprietà relativi agli indici Bloomberg Barclays. Bloomberg e Barclays non sono affiliate con WisdomTree Investments Inc e non approvano, promuovono, rivedono o raccomandano il WisdomTree USD Floating Rate Treasury Bond UCITS ETF. Né Bloomberg né Barclays garantiscono la tempestività, l'accuratezza o la completezza di eventuali dati o informazioni relativi al Bloomberg Barclays US Treasury Floating Rate Bond Index, e non rispondono in alcun modo nei confronti di WisdomTree Issuer ICAV, degli investitori del WisdomTree USD Floating Rate Treasury Bond UCITS ETF o di soggetti terzi in relazione all'uso o all'accuratezza del Bloomberg Barclays US Treasury Floating Rate Bond Index o dei dati inclusi al suo interno.

WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF – Index Disclaimer

La metodologia e le regole che disciplinano l'Indice (in appresso la "Metodologia dell'Indice" e l'"Indice") sono di natura esclusiva e non possono essere riprodotte o diffuse senza il preventivo consenso scritto dello "Sponsor dell'Indice" (come definito nel "Regolamento dell'Indice" disponibile su <http://www.wisdomtree.eu/home>). Lo Sponsor dell'Indice, l'agente di calcolo dell'Indice (qualora tale soggetto sia diverso dallo Sponsor dell'Indice, in appresso l'"Agente di Calcolo dell'Indice") e, se del caso, il consulente per gli investimenti dell'Indice (in appresso il "Consulente per gli investimenti dell'Indice") non garantiscono l'assenza di errori o omissioni nel calcolo o nella diffusione dell'Indice. La Metodologia dell'Indice si basa su determinate ipotesi, modelli di pricing e metodi di calcolo adottati dallo Sponsor dell'Indice, dall'Agente di Calcolo dell'Indice e, se del caso, dal Consulente per gli investimenti dell'Indice, e può presentare alcune limitazioni intrinseche. Le informazioni elaborate sulla base di diversi modelli, metodi di calcolo o ipotesi possono condurre a risultati diversi. Non è consentito l'uso o la riproduzione della Metodologia dell'Indice in alcun modo, né lo Sponsor dell'Indice né alcuno dei suoi agenti può essere ritenuto responsabile di perdite di sorta, siano esse derivanti direttamente o indirettamente dall'uso dell'Indice o della Metodologia dell'Indice, o comunque relativamente ad essi. Lo Sponsor dell'Indice si riserva il diritto di modificare o adattare la Metodologia dell'Indice di volta in volta in conformità con le norme che disciplinano l'Indice e non si assume alcuna responsabilità per qualsiasi modifica o adattamento. Lo Sponsor dell'Indice e l'Agente di Calcolo dell'Indice non sono in alcun modo tenuti a continuare il calcolo, la pubblicazione o la diffusione dell'Indice e declinano ogni responsabilità per l'eventuale sospensione o interruzione del relativo calcolo qualora avvenga in conformità con le norme che disciplinano l'Indice. Lo Sponsor dell'Indice, l'Agente di Calcolo dell'Indice e, se del caso, il Consulente per gli investimenti dell'Indice declinano ogni responsabilità relativa alla pubblicazione o all'utilizzo del livello dell'Indice in un dato momento. La Metodologia dell'Indice prevede alcuni costi insiti nella strategia a copertura, tra cui: costi di frizione, di replica e per pronti contro termine nella gestione dell'Indice. Tali costi (se presenti) possono variare nel tempo in base alle condizioni di mercato secondo quanto stabilito dallo Sponsor dell'Indice nella sua ragionevole attività commerciale. Lo Sponsor dell'Indice e i suoi agenti possono effettuare operazioni in derivati o emettere strumenti finanziari (insieme, in appresso, i "Prodotti") legati all'Indice. I Prodotti non sono in alcun modo sponsorizzati, sostenuti, venduti o promossi dallo sponsor di qualsiasi componente dell'indice (o parte di esso) che comprenda

l'Indice (ciascuno di essi, in appresso, un "Indice di Riferimento"), che non sia affiliato con BNP Paribas (ciascuno di tali sponsor, in appresso, uno "Sponsor dell'Indice di Riferimento"). Lo Sponsor dell'Indice di Riferimento non rilascia alcuna dichiarazione, espressa o implicita, in merito ai risultati che potrebbero essere ottenuti con l'utilizzo del relativo Indice di Riferimento e / o la posizione in cui si trovi il relativo Indice di Riferimento in un determinato momento per qualsiasi data specifica o meno.

Gli Sponsor dell'Indice di Riferimento non possono essere ritenuti responsabili (per negligenza o altro) nei confronti di alcun individuo e per qualsiasi errore nel relativo Indice di Riferimento, e lo Sponsor di tale Indice di Riferimento non è soggetto ad alcun obbligo di notifica nei confronti di alcun soggetto riguardo a eventuali errori ivi contenuti. Nessuno Sponsor dell'Indice di Riferimento rilascia alcuna dichiarazione di alcun tipo, espressa o implicita, in merito al vantaggio di acquistare o assumere alcun rischio in relazione ai Prodotti. Lo Sponsor dell'Indice e i suoi agenti non hanno alcun diritto, né possono rivalersi, nei confronti dello Sponsor dell'Indice di Riferimento nel caso in cui un Indice di Riferimento non sia pubblicato contenga errori di calcolo, o in base a qualsiasi altro elemento correlato con un Indice di Riferimento, la sua produzione, la sua posizione o i suoi componenti. Lo Sponsor dell'Indice e i suoi agenti declinano ogni responsabilità nei confronti di altre parti per qualsiasi atto o omissione da parte di qualsiasi Sponsor dell'Indice di Riferimento in relazione al calcolo, all'adattamento o alla manutenzione del relativo Indice di Riferimento, e non sono affiliati né controllano alcun Indice di Riferimento o relativo Sponsor dell'Indice di Riferimento, o il calcolo, la composizione o la diffusione di un Indice di Riferimento. Seppure l'Agente di Calcolo dell'Indice dovesse ottenere informazioni relative a ciascun Indice di Riferimento da fonti disponibili al pubblico che ritiene affidabili, non verificherà in modo indipendente tali informazioni e, di conseguenza, nessuna dichiarazione, garanzia o impegno (esplicito o implicito) è fatto e nessuna responsabilità è accettata dallo Sponsor dell'Indice o da alcuno dei suoi agenti o dall'Agente di Calcolo dell'Indice circa l'esattezza, la completezza e la tempestività delle informazioni relative a un Indice di Riferimento. Lo Sponsor dell'Indice e / o i suoi agenti possono rivestire, rispetto all'Indice e / o ai prodotti legati all'Indice, diversi ruoli, fra cui, a titolo esclusivamente esemplificativo, la posizione di market-maker, garante di copertura, emittente di componenti dell'Indice, Sponsor dell'Indice e / o Agente di Calcolo dell'Indice. Tali attività potrebbero comportare potenziali conflitti di interesse che potrebbero influenzare il prezzo o il valore di un prodotto.

Per gli Investitori in Svizzera – Investitori Qualificati

Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati. Il prospetto e i documenti di informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono disponibili sul sito Web di WisdomTree:

<https://www.wisdomtree.eu/it-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports>

Alcuni comparti di cui al presente documento potrebbero non essere stati registrati presso l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). In Svizzera, i comparti che non sono stati registrati presso la FINMA saranno distribuiti esclusivamente a investitori qualificati, definiti nella legge svizzera sugli investimenti collettivi di capitale (LICO) ovvero nella sua ordinanza di attuazione (e singolarmente modificate di volta in volta). Il rappresentante e agente per i pagamenti dei comparti in Svizzera è Société Générale Paris, Filiale di Zurigo, Talacker 50, PO Box 5070, 8021 Zurigo, Svizzera. Il prospetto, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), lo statuto e le relazioni annuali e semestrali dei comparti sono disponibili gratuitamente presso il rappresentante e agente per i pagamenti svizzero. Con riferimento alla distribuzione in Svizzera, il luogo di giurisdizione e prestazione del servizio è la sede del rappresentante e agente per i pagamenti.

Per investitori francesi: le informazioni riportate nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali (secondo quanto definito dalla MiFID) che investono per proprio conto e ne è vietata la distribuzione al pubblico. La distribuzione del Prospetto e l'offerta, la vendita e la consegna di Azioni in altre giurisdizioni possono essere soggette a restrizioni di legge. L'Emittente è un OICVM di diritto irlandese, approvato dall'Autorità di Vigilanza Finanziaria come OICVM conforme alle normative europee, sebbene potrebbe non essere tenuto ad adempiere alle stesse disposizioni vigenti per un prodotto simile approvato in Francia. Il Fondo è stato registrato per la commercializzazione in Francia dall'Autorità dei Mercati Finanziari (Autorité des Marchés Financiers) e può essere distribuito agli investitori in Francia. Le copie di tutti i documenti (ovvero il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, eventuali supplementi o appendici, le ultime relazioni annuali, l'Atto costitutivo e lo Statuto) sono disponibili, gratuitamente, presso l'agente centralizzatore francese, Societe Generale con sede in 29, boulevard Haussmann – 75009 Parigi, Francia. La sottoscrizione delle Azioni del Fondo sarà effettuata conformemente alle condizioni indicate nel Prospetto e in eventuali integrazioni o appendici.

Per Investitori Maltesi: Questo documento non costituisce o forma parte di qualsiasi offerta od invito alla pubblica sottoscrizione o acquisto di quote nel Fondo, non potrà essere interpretato come tale e nessuna persona al di fuori di quella al quale questo documento stato indirizzato od inviato sarà considerata come potenziale sottoscrittore di quote nel Fondo. Le quote del fondo non verranno commercializzate in alcun modo al pubblico a Malta senza la precedente autorizzazione dell'Autorità Finanziaria Maltese.