

# Investment Strategy Focus

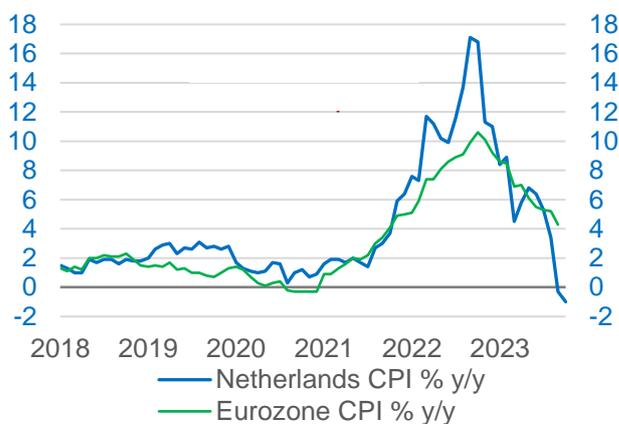
## Sintesi

- Il rendimento dei titoli del Tesoro USA a 10 anni è il tasso che guida tutti gli altri:** l'economia globale è particolarmente sensibile ai tassi di interesse a lungo termine, perché molto dipende da essi. Il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a 10 anni è il tasso di interesse chiave, uno degli indicatori fondamentali da monitorare.
- Il rendimento del decennale statunitense è ora superiore dell'1,5% rispetto a maggio 2023 (dato al 01/11/2023):** a maggio 2023 il rendimento del decennale statunitense era inferiore al 3,5%. In soli cinque mesi, questo rendimento è salito fino a sfiorare il 5%. Questo forte aumento dei rendimenti obbligazionari ha stimolato grandi afflussi verso ETF e fondi obbligazionari USA. Gli investitori cercano di assicurarsi i rendimenti obbligazionari statunitensi potenzialmente più alti osservati dal 2007.
- Le obbligazioni statunitensi a più lunga scadenza hanno sofferto ancor più delle azioni nel 2008:** i titoli del Tesoro USA a 20-30 anni sono diminuiti del 64% dalla metà del 2020 (valori al 01/11/2023). Un dato addirittura peggiore della correzione del 57% delle azioni durante la crisi finanziaria del 2007-2008. Si tratta del più grande mercato ribassista obbligazionario statunitense degli ultimi 200 anni.

## Indice

I livelli dei tassi di interesse sono molto importanti	2
Risalita nei rendimenti obbligazionari da luglio 2023	3
L'impatto economico diretto di tassi di interesse più elevati	4
Probabilità di ribasso dei rendimenti obbligazionari a lungo termine	5
Riepilogo delle principali raccomandazioni per asset class	6
Economic & FX tables and Team	7
Disclaimer	8

TASSO DI INFLAZIONE IN OLANDA ANNO SU ANNO  
IN TERRITORIO NEGATIVO



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg

## I livelli dei tassi di interesse sono molto importanti

Dalla fine di luglio, i fattori chiave che hanno guidato i mercati azionari, obbligazionari e immobiliari sono stati i tassi di interesse.

I tassi di interesse possono essere suddivisi in due tipologie: a breve termine e a lungo termine.

I tassi di interesse a breve termine vengono generalmente decisi dalle banche centrali come la Federal Reserve statunitense, la Banca Centrale Europea o la Banca d'Inghilterra. Questi tassi vengono generalmente decisi in funzione del livello di inflazione, crescita e occupazione.

L'obiettivo finale di una banca centrale è quello di mantenere l'inflazione nel medio termine intorno al 2%. Se il 2% sia il miglior obiettivo di inflazione è un punto controverso. A differenza degli anni '70, le banche centrali di oggi hanno un obiettivo esplicito di inflazione bassa, che è importante per garantire la stabilità economica nel medio termine.

Come impattano i tassi di interesse a breve termine su inflazione e crescita? Più alti sono i tassi di interesse a breve termine, maggiore è il costo del prestito. Al contempo però, con tassi di interesse più elevati i risparmiatori vengono remunerati per mantenere la liquidità su conti correnti. Quindi, ci sono vincitori e perdenti. Chi contrae mutui/prestiti, ovviamente è svantaggiato a causa dell'aumento dei tassi di interesse, mentre i risparmiatori sono favoriti.

Come impatta l'aumento dei tassi? Aumenta il costo del finanziamento dei prestiti, in particolare per i consumatori e, naturalmente, per le piccole imprese che dipendono maggiormente dai prestiti bancari e dai prestiti che hanno un periodo di rimborso più breve. I costi finanziari di questi prestiti tendono a basarsi su tassi di interesse variabili, che a loro volta dipendono dal tasso di riferimento della banca centrale.

## I tassi di interesse a lungo termine sono ancora più importanti

Oggi l'economia globale è più sensibile ai tassi di interesse a lungo termine. I tassi di interesse a lungo termine non sono determinati direttamente dalle banche centrali, ma piuttosto dai mercati obbligazionari.

Si tratta dei tassi di interesse fissi richiesti da un investitore per prestare denaro al governo per un periodo di tempo prestabilito, ad esempio cinque o dieci anni. Oppure è il tasso di interesse fisso che gli investitori richiedono per prestare denaro alle grandi aziende, sempre per un periodo determinato. Nel primo caso l'investitore acquista titoli di stato, nel secondo obbligazioni societarie.

Oggi, l'economia globale è per molti aspetti molto più sensibile ai tassi di interesse a lungo termine, poiché da essi dipende il costo del prestito a più differita scadenza per i governi. Inoltre anche il costo del denaro per le grandi imprese è in gran parte determinato dai tassi di interesse a lungo termine. Infine, cosa più importante per l'economia reale, i tassi a lungo termine impattano sui mercati immobiliari.

Le attività e i mercati che fanno maggiore uso della leva finanziaria o del prestito di denaro sono quindi maggiormente influenzati dalle variazioni dei tassi di interesse. Occorre evidenziare come la più importante asset class al mondo come peso sia quella immobiliare: acquistare la propria casa (immobili residenziali) o investire in immobili commerciali, come uffici, magazzini o punti vendita. Entrambi i tipi di acquisto immobiliare dipendono fortemente dall'indebitamento a lungo termine e pertanto risultano sensibili al livello prevalente dei tassi di interesse a lungo termine.

### LA DOMANDA DI PRESTITI DIMINUISCE ALL'AUMENTARE DEI TASSI DI INTERESSE



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg.

### GLI IMMOBILI RESIDENZIALI E COMMERCIALI RAPPRESENTANO L'ASSET CLASS PIÙ RILEVANTE COME PESO



Fonte: Savills (Settembre 2023).

## Risalita nei rendimenti obbligazionari da luglio 2023

Dalla fine di luglio, i tassi di interesse a breve termine non hanno oscillato molto poiché le banche centrali hanno sospeso la serie di rialzi.

Al contrario, abbiamo assistito ad un consistente aumento dei tassi di interesse a lungo termine, ovvero dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Il costo al quale i governi possono prendere in prestito denaro per un periodo fisso di 10 anni è aumentato in modo importante da luglio.

A metà luglio il governo americano poteva emettere obbligazioni a 10 anni e quindi prendere in prestito ad un tasso fisso del 3,7% per i successivi 10 anni.

Si trattava di un tasso già molto più elevato rispetto ai minimi registrati nel 2021, quando il costo del prestito per il governo degli Stati Uniti per queste obbligazioni a 10 anni a tasso fisso era pari allo 0,5%.

Da metà luglio ad oggi, il tasso sui titoli del Tesoro a 10 anni è balzato dal 3,7% al 4,8% di oggi (dato a inizio novembre), un aumento di ben oltre l'1% nel giro di soli tre mesi.

Lo stesso vale per altri paesi, in particolare in Europa, dove il costo del denaro per i membri dell'Eurozona è aumentato in modo consistente. Il governo italiano deve pagare più o meno quanto gli Stati Uniti, cioè il 4,8%, per finanziarsi oggi per un periodo di 10 anni a tasso fisso.

Inevitabilmente questo aspetto ha avuto un riflesso significativo sui mercati finanziari in diverse modalità. Le principali sono state a) attraverso l'impatto sulle valutazioni di diverse classi di attività finanziarie e b) attraverso gli effetti su crescita economica e inflazione.

### Competizione sui risparmi degli investitori

L'investitore può scegliere in quali comparti investire ad esempio, in azioni, obbligazioni, immobili o in una serie di altri asset alternativi.

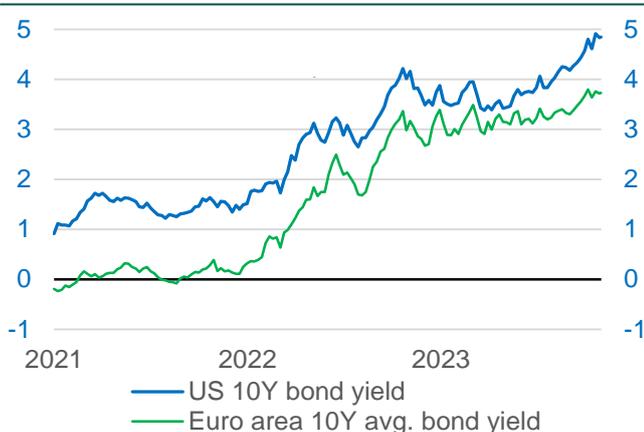
L'attrazione esercitata da ciascuno di questi comparti tende a variare ampiamente in funzione dei tassi di interesse. Poiché i rendimenti obbligazionari sono aumentati, il prezzo delle obbligazioni è sceso e quindi le obbligazioni ora appaiono potenzialmente più attraenti.

Ma questo aumento dell'attrattività delle obbligazioni ha messo sotto pressione le valutazioni di altre classi di asset, come azioni e immobili. In termini relativi appaiono improvvisamente meno attraenti e questo accade finché non si ridimensionano nel prezzo, che è esattamente quello che è successo quando il rendimento obbligazionario è aumentato negli Stati Uniti e in Europa.

Allo stesso tempo, i mercati azionari hanno perso in media circa il 7-8% negli Stati Uniti e in Europa (dati a fine ottobre). Le valutazioni del mercato azionario si sono chiaramente adeguate ai rendimenti obbligazionari più elevati, perché le azioni possono essere viste come un asset a lunga scadenza. In altre parole, gran parte del valore delle azioni non è quello che oggi offrono in termini di dividendo attuale, ma di valore futuro. Inoltre, il valore futuro deve essere attualizzato ad un tasso di interesse a lungo termine. Quando il tasso di interesse sale, il valore odierno di un'azienda diminuisce.

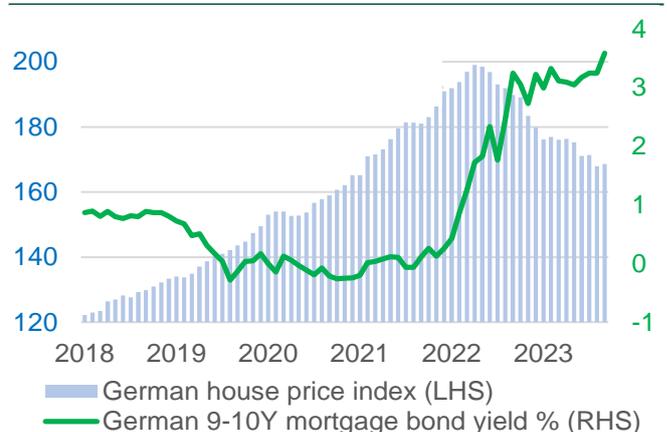
Pertanto, la correzione sui mercati azionari e su altre classi di attività come il settore immobiliare è coerente con la logica dei mercati. Il costo dei prestiti è aumentato, la pressione sulle valutazioni aumenta e i valori immobiliari diminuiscono.

RENDIMENTO OBBLIGAZIONARIO STATUNITENSE A 10 ANNI: DALL'1% DI MINIMO NEL 2021 A QUASI IL 5% OGGI



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg.

TASSI IPOTECARI PIÙ ALTI SI RIFLETTONO NEGATIVAMENTE SUI PREZZI DELLE CASE



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg.

## L'impatto economico diretto di tassi di interesse più elevati

Esiste un secondo effetto derivante dall'aumento dei tassi di interesse a lungo termine che ha un riflesso diretto sull'attività economica.

Con l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine, il costo del finanziamento, in particolare per le aziende, tende a salire. Inoltre, anche il costo di finanziamento per la componente immobiliare aumenta. Tutto ciò agisce come un freno all'attività economica, rallentandola. Gli investimenti che possono essere effettuati con tassi di interesse più bassi sono meno profittevoli dal punto di vista finanziario con nuovi tassi di interesse più elevati. Abbiamo quindi un impatto tra le diverse classi di attivi.

Esiste quindi un effetto diretto sull'attività economica (che ovviamente può condizionare gli utili e i flussi di cassa delle aziende) e quindi il valore dei titoli. Lo stesso vale per gli investimenti immobiliari, in particolare per gli immobili commerciali in segmenti economicamente sensibili come uffici, magazzini e vendita al dettaglio.

In generale, quando le banche centrali alzano i tassi di interesse, al fine di aumentare il costo del finanziamento, questo a sua volta influisce sul tasso di crescita economica. Con il raffreddamento della domanda economica sia di consumatori che di aziende attraverso tassi di interesse più elevati, l'obiettivo è poi quello di frenare l'inflazione attraverso il calo della domanda.

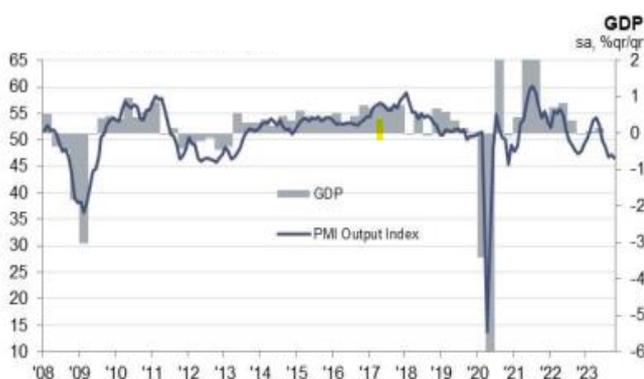
### Contrazione economica in Europa, ma la crescita persiste negli Stati Uniti

Il raffreddamento della domanda dei consumatori e delle imprese è più evidente in Europa, dove l'attività economica sta probabilmente cadendo in recessione, (cioè in contrazione economica, invece che in crescita). Questo aspetto è evidente dagli ultimi dati PMI, da cui si evince che sia il settore manifatturiero che quello dei servizi sono scesi al di sotto di 50, confermando contrazione anziché crescita.

Negli Stati Uniti, questo aspetto risulta meno chiaro, soprattutto se si considera l'ultima lettura del PIL per il terzo trimestre sino alla fine di settembre, che ha registrato una crescita annualizzata molto sana del 4,9%. La crescita economica statunitense è destinata a rallentare in modo significativo probabilmente nei prossimi tre-sei mesi e, in effetti, una recessione negli Stati Uniti è ancora del tutto possibile o addirittura probabile nella prima metà del prossimo anno, come segnalato dal sondaggio PMI manifatturiero statunitense ben al di sotto del livello 50.

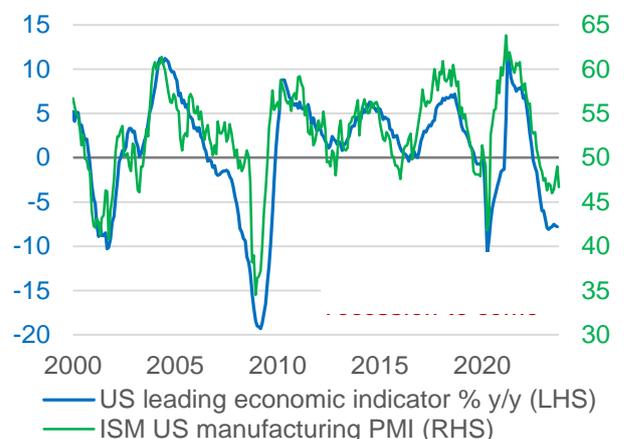
Alcuni indicatori segnalano un rallentamento dell'attività e della crescita dell'occupazione. Sappiamo che i tassi di interesse richiedono tempo prima di avere il loro pieno riflesso sull'attività economica. Non dovremmo dare per scontato che gli aumenti cumulativi dei tassi di interesse del 5,25% messi in atto dalla Fed abbiano già avuto il loro pieno impatto sul rallentamento dell'economia statunitense. In effetti, gran parte di questo riflesso potrebbe ancora verificarsi nei prossimi mesi. Riteniamo quindi che sia la crescita che l'inflazione possano potenzialmente rimanere basse o rallentare bruscamente sia negli Stati Uniti che in Europa nei prossimi sei mesi.

L'INDICE DEI RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI DELL'EUROZONA INFERIORE A 50 EVIDENZIA DEBOLEZZA MACROECONOMICA



Fonte: S&P Global

GLI INDICATORI ECONOMICI ANTICIPATORI DEGLI STATI UNITI SUGGERISCONO UNA RECESSIONE POTENZIALMENTE IN ARRIVO



Fonte: Bloomberg, Conference Board.

## Probabilità di ribasso dei rendimenti obbligazionari a lungo termine

Riteniamo che i rendimenti obbligazionari siano probabilmente in procinto di raggiungere il picco e che i tassi d'interesse a lungo termine possano potenzialmente scendere in modo significativo nei prossimi mesi.

Questa situazione gioverebbe senza dubbio agli investitori obbligazionari, poiché quando i rendimenti scendono, i prezzi salgono. Inoltre, sarebbe una notizia ancora migliore per gli investitori azionari e immobiliari, poiché la pressione delle valutazioni si allenterebbe e probabilmente inizierebbe addirittura ad invertirsi.

Consideriamo quanto accaduto ai titoli del Tesoro statunitensi a lungo termine dal 2021. I titoli di Stato statunitensi a più lunga scadenza (scadenze da 20 a 30 anni), sono scesi di oltre il 60% in termini di prezzo rispetto al picco di metà 2021. Per contestualizzare la portata del declino, si tratta del più grande crollo nella storia del mercato obbligazionario statunitense, di gran lunga peggiore del calo del 50% dei mercati azionari globali durante la Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008.

Note grafico a destra:

\*PPI=(producer price index) indice prezzi alla produzione  
 \*\*CPI=(consumer price index) indice dei prezzi al consumo

### Il calo dei rendimenti obbligazionari potrebbe preannunciare un rally dei mercati.

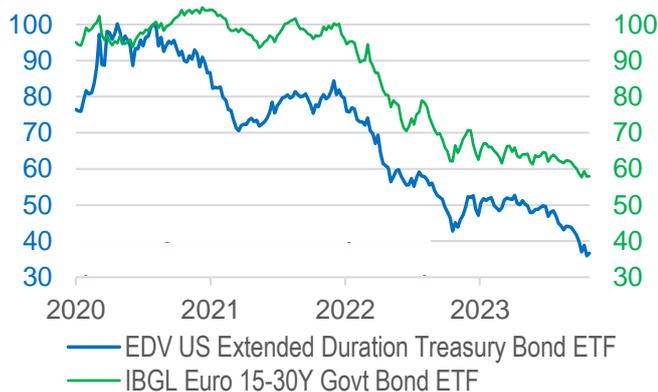
La stagionalità tende a suggerire rendimenti obbligazionari più bassi e mercati azionari in risalita da qui alla fine dell'anno. Se i dati sull'inflazione negli Stati Uniti e in Europa dovessero rivelarsi bassi nei prossimi mesi, ciò potrebbe favorire la riduzione dei rendimenti obbligazionari.

Tassi d'interesse a lungo termine più bassi potrebbero fornire sollievo non solo ai titoli di Stato, ma anche alle obbligazioni societarie, alle azioni, al settore immobiliare e persino al settore delle infrastrutture.

**I movimenti dei rendimenti obbligazionari sono più importanti delle modeste variazioni della dinamica economica:** anche se l'attività economica statunitense dovesse rallentare nei prossimi 6-9 mesi, il fattore chiave dei mercati finanziari dovrebbe rimanere la direzione dei tassi d'interesse a lungo termine. Riteniamo che gli investitori probabilmente guarderanno oltre la modesta recessione come è avvenuto durante la recessione del 1989-1991 negli Stati Uniti.

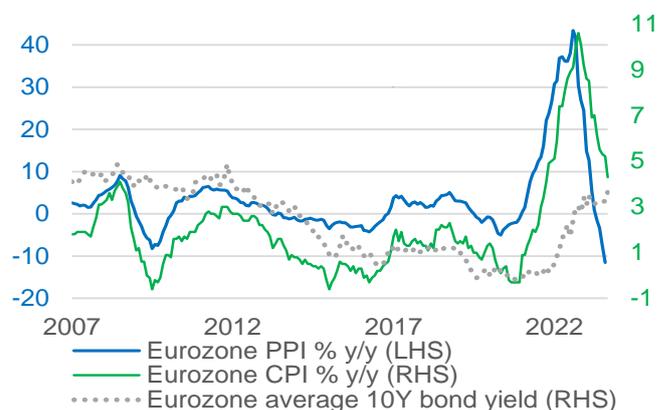
È utile tenere presente che da febbraio 2020 (prima del crollo del COVID), le azioni globali sono aumentate solo del 12% in totale (dato a fine ottobre 2023). Ciò equivale a una media annua del 3,1% annuo, ben al di sotto dei rendimenti medi storici.

### LE OBBLIGAZIONI A LUNGO TERMINE USA HANNO GIÀ PERSO PIÙ DI QUANTO ABBIANO FATTO LE AZIONI NEL 2008



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg. Indicizzato a 100 alla fine di luglio 2020

### UN PPI\* MINORE PORTA A UN CPI\*\* PIÙ BASSO, CHE A SUA VOLTA DETERMINA RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI GENERALMENTE INFERIORI



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg.

## CONCLUSIONI

Riteniamo possibile un calo dei rendimenti obbligazionari: manteniamo la nostra previsione a 12 mesi del 3,75% per il rendimento delle obbligazioni USA a 10 anni e del 2,5% per il Bund tedesco a 10 anni. I rendimenti obbligazionari più bassi dovrebbero favorire potenzialmente i prezzi delle azioni, delle obbligazioni, del credito e degli asset immobiliari.

Dal minimo del mercato di ottobre 2022, il mercato azionario statunitense è salito in media solo del 4%, contro il 9% di quello europeo e il 14% di quello giapponese. Al di là dei «magnifici sette statunitensi», rimangono molti titoli sottovalutati a livello globale, anche negli USA.

## Riepilogo delle principali raccomandazioni per asset class

	Giudizio Attuale	Giudizio Precedente	Segmenti	Preferiamo	Evitiamo	Commenti
AZIONI	+	+	Mercati	UK, Giappone, Eurozona, America Latina (selettività), Cina, S. Corea Singapore e Indonesia		I fattori chiave a supporto includono il calo graduale dell'inflazione US, i tassi di interesse a lungo termine più bassi, il miglioramento della liquidità macro e la riduzione dei prezzi dell'energia. Posizione costruttiva con gradualità.
			Settori	Sanità globale, Energia, Materiali, Finanziari e Utility UE		Energia e materiali dovrebbero trarre vantaggio dal recupero dell'economia cinese e dalle ridotte scorte di metalli di base. Le banche europee dovrebbero beneficiare di un consumo resiliente, dell'aumento dei margini di interesse netti e del rialzo del tasso sui depositi della BCE.
			Stili/Temi	Qualità, Megatrend		Economia circolare, elettrificazione, sicurezza e temi di crescita del reddito.
OBBLIGAZIONI	=	=	Titoli di Stato	Preferiamo i titoli di Stato statunitensi (scadenze a 3 e 5 anni) e obbligazioni indicizzate all'inflazione		I nostri obiettivi a un anno di rendimento sui decennali sono del 3,75% negli Stati Uniti e del 2,5% in Germania. Preferiamo titoli di stato GB e USA anche quelli indicizzati all'inflazione.
	+	+	Credito	Credito IG US e Euro		Prediligiamo il credito societario investment grade alta qualità.
	+	+	Emergenti	USD e valuta locale		
LIQUIDITÀ	-	-				
MATERIE PRIME	+	+		Oro Petrolio Metalli industriali		<u>Petrolio (+)</u> Il Brent dovrebbe rimanere nel range 80-95 USD a causa della sostituzione gas/petrolio e del divieto al petrolio russo. Da monitorare nel breve l'evolversi della crisi israelo-palestinese. <u>Metalli di base (+)</u> sostenuti a lungo termine dalla domanda relativa alla transizione energetica. <u>Oro (+)</u> bene rifugio preferito, USD più debole e tassi LT stabili dovrebbero favorire l'oro su orizzonte a 12 mesi. obiettivo = USD 1950-2150 / oncia.
VALUTE			EUR/USD			Il nostro target EUR/USD è di 1.15 USD (valore di 1 euro) a 12 mesi.
IMMOBILIARE	=	=		Sanità, Immobili commerciali Regno Unito		Il settore immobiliare non quotato sta affrontando notevoli difficoltà a causa del rallentamento economico e dei tassi per i finanziamenti molto più elevati. Preferiamo gli immobili quotati.
ALTERNATIVI UCITS				Long/Short equities Relative Value, Macro		
INFRASTRUTTURE	+	+		Energia, trasporti, acqua		Potenziabile interessante a lungo termine per investimenti in infrastrutture (quotate e non).

## Economic, FX forecast tables

**BNP Paribas Forecasts**

GDP growth %	2022	2023	2024
United States	1,9	2,4	0,8
Japan	1,0	2,0	1,0
United Kingdom	4,3	0,5	-0,1
<b>Eurozone</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>
Germany	1,9	-0,4	0,3
France	2,5	0,8	0,6
Italy	3,8	0,8	1,0
<b>Emerging</b>			
China	3,0	5,1	4,5
India*	7,2	6,1	6,0
Brazil	2,9	3,1	1,8

\* Fiscal year

**BNP Paribas Forecasts**

CPI inflation %	2022	2023	2024
United States	8,0	4,2	2,4
Japan	2,5	3,2	2,6
United Kingdom	9,1	7,4	3,0
<b>Eurozone</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,8</b>
Germany	8,6	6,2	3,0
France	5,9	5,8	2,7
Italy	8,7	6,2	2,2
<b>Emerging</b>			
China	2,0	0,5	2,0
India*	6,7	5,9	5,0
Brazil	9,3	4,7	4,2

\* Fiscal year

Fonte Bnp Paribas dati al 27/10/2023

	Country	Spot 01/11/2023	Target 3 months	Target 12 months
<b>Against euro</b>	United States	EUR / USD 1,05	1,06	1,15
	United Kingdom	EUR / GBP 0,87	0,86	0,86
	Switzerland	EUR / CHF 0,96	0,98	0,98
	Japan	EUR / JPY 159,10	154	154
	Sweden	EUR / SEK 11,83	11,00	11,00
	Norway	EUR / NOK 11,83	11,30	10,80
<b>Against dollar</b>	Japan	USD / JPY 150,98	145	134
	Canada	USD / CAD 1,39	1,32	1,30
	Australia	AUD / USD 0,64	0,68	0,70
	New Zealand	NZD / USD 0,58	0,60	0,63
	Brazil	USD / BRL 5,02	5,00	5,00
	India	USD / INR 83,29	82,0	82,0
	China	USD / CNY 7,32	7,20	6,80

Fonte: BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Dati al 1/11/2023

## THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

FRANCE**Edmund SHING**

Global Chief Investment Officer

**Jean-Roland DESSARD**

Chief Investment Advisor

**Isabelle ENOS**

Senior Investment Advisor

ITALY**Luca IANDIMARINO**

Chief Investment Advisor

BELGIUM**Philippe GIJSELS**

Chief Investment Advisor

**Alain GERARD**

Senior Investment Advisor, Equities

**Xavier TIMMERMANS**

Senior Investment Strategist, PRB

GERMANY**Stephan KEMPER**

Chief Investment Strategist

**Stefan MALY**LUXEMBOURG**Guy ERTZ**

Chief Investment Advisor

**Edouard DESBONNETS**

Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIA**Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer, Asia

**Grace TAM**

Chief Investment Advisor, Asia

## METTITI IN CONTATTO CON NOI

---



[privatebanking.bnpparibas.it](https://privatebanking.bnpparibas.it)

---

### DISCLAIMER

---

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazioni in esso contenuta.

© BNP Paribas (2023). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.