

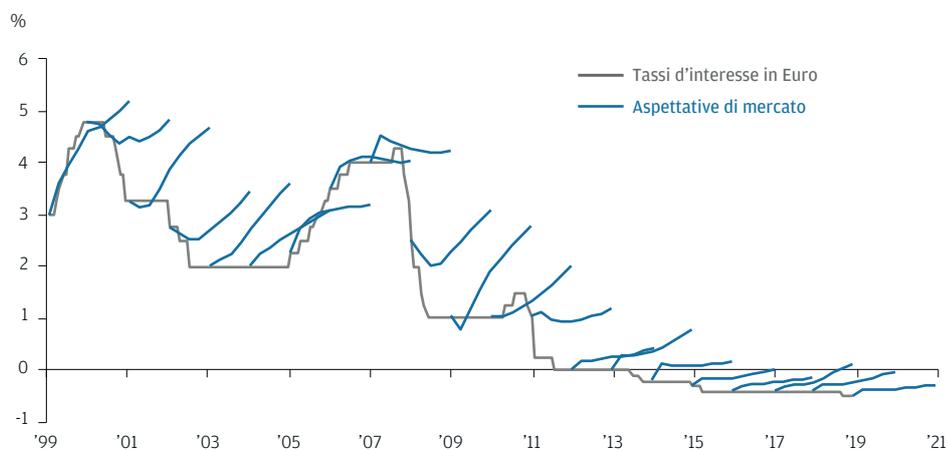
# Nella mente dell'investitore

Febbraio 2020

## Un menù di opzioni per gli investitori a caccia di reddito

La vita è dura oggi per l'investitore che ricerca opportunità di reddito. Dieci anni di politica monetaria espansiva hanno spinto verso il basso i tassi sulla liquidità e sui titoli di Stato a breve scadenza, portandoli a livelli che offrono poco o niente in termini di reddito. In taluni Paesi i tassi negativi stanno erodendo i risparmi nei depositi. La **Figura 1** non dà molta voce alle speranze di coloro che pensano che questo sia un fenomeno temporaneo. Negli ultimi 30 anni i mercati hanno continuato ad aspettarsi che i rendimenti aumentassero e sono stati sempre delusi. Ora, il mercato si chiede se non sia il caso di modificare lo slogan “tassi più bassi più a lungo” con “tassi più bassi per sempre”.

**FIGURA 1: TASSI D'INTERESSE IN EURO E ASPETTATIVE DI MERCATO SUI TASSI D'INTERESSE FUTURI**



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. La linea grigia rappresenta i tassi d'interesse in Euro. Le linee azzurre mostrano le aspettative di mercato alla fine di ogni anno relative agli andamenti dei tassi d'interesse in Euro negli otto trimestri successivi. I futures sull'Euribor sono stati agganciati al tasso di rifinanziamento in Euro fino al 2012, anno in cui hanno iniziato a fare riferimento al tasso sui depositi in Euro. Pertanto, la linea relativa al “tasso d'interesse” traccia l'andamento del tasso di rifinanziamento fino al 2012 e successivamente quello del tasso sui depositi in Euro. I rendimenti passati non sono un'indicazione affidabile dei risultati attuali e futuri. Dati al 14 gennaio 2020.

### AUTORE



Hugh Gimber  
Global Market Strategist

## Capire cosa offre il menù

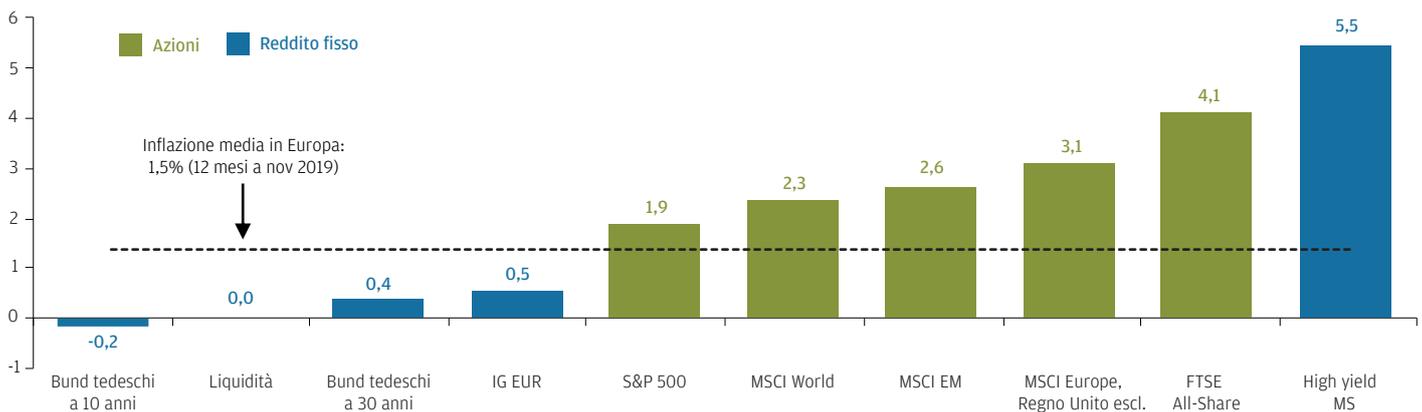
È ancora possibile trovare attivi più remunerativi (**Figura 2**). Gli investitori potrebbero scegliere titoli di Stato a lunga scadenza oppure obbligazioni societarie. Tuttavia, dati i bassi livelli di rendimento in tutto l'universo obbligazionario, gli investitori guardano con sempre maggiore interesse al reddito generato dagli investimenti azionari. I mercati azionari di tutto il mondo offrono rendimenti da dividendi decisamente più alti di quelli generati dai titoli di Stato dei Mercati Sviluppati. I rendimenti degli indici europei, soprattutto del FTSE All Share nel Regno Unito, sembrano particolarmente allettanti. Con l'intensificarsi della caccia al reddito, è possibile che gli invitanti dividendi facciano da catalizzatore e riportino i flussi di capitali nei mercati azionari europei dopo un lungo periodo in cui la regione è stata penalizzata.

Nonostante siano disponibili diverse opzioni per generare un reddito più elevato, negli investimenti - come nella vita - tutto ha un costo. Un maggior reddito comporta un maggior rischio. Anche se una contrazione economica non sembra imminente, è importante che gli investitori siano consapevoli del rischio associato a questi attivi e che lo ritengano adeguato. A nessuno piacerebbe scoprire che un maggior reddito oggi significa dover soffrire domani in caso di turbolenza sui mercati.

Lo scopo di questo documento è comprendere i rischi associati alle diverse possibilità di reddito presenti nel menù per ottenere un mix di portafoglio più soddisfacente.

**FIGURA 2: RENDIMENTI DEGLI ATTIVI A CONFRONTO**

% rendimento



Fonte: Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard and Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Spesso il rendimento aggiuntivo si accompagna a rischi patrimoniali e/o di liquidità. Per gli indici obbligazionari sono indicati i rendimenti minimi mentre i rendimenti degli indici azionari si riferiscono ai rendimenti da dividendo. Bund tedeschi: rendimento sui titoli di Stato tedeschi a 10 e 30 anni; IG EUR: Bloomberg Barclays Euro Agg. - Corporates; High Yield MS: BofA/Merrill Lynch Developed Markets High Yield Constrained. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati presenti e futuri. Guide to the markets - Europa. Dati al 31 dicembre 2019.

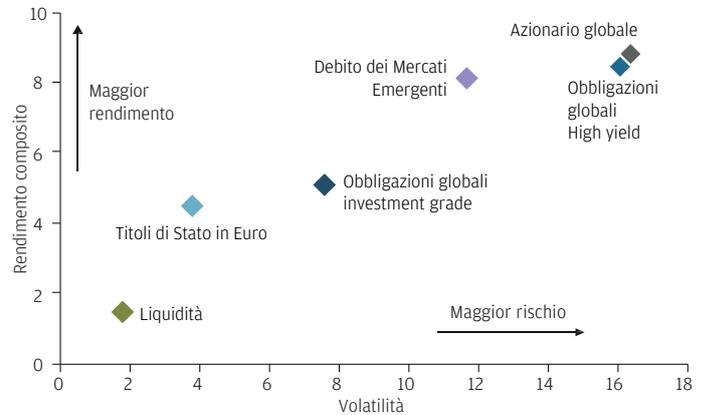
## Evitare i mal di pancia

Il grafico in genere utilizzato per raffigurare il rapporto rischio/rendimento degli investitori è riportato nella **Figura 3** e traccia i rendimenti storici e la volatilità di ciascuna classe di attivo.

Il termine “volatilità” potrebbe tuttavia non dar conto delle dinamiche effettive. Sarebbe più utile, o più pratico, comprendere esattamente quel che è accaduto a questi attivi in passato, nei periodi di turbolenza dei mercati. La **Figura 4** esamina l’andamento delle obbligazioni societarie e dei titoli azionari nel corso delle ultime tre recessioni negli Stati Uniti. Qui focalizziamo l’attenzione sulle classi di attivo statunitensi, vista la disponibilità di dati per gli indici creditizi, ma riteniamo che le conclusioni possano essere estese ai mercati europei dato il legame temporale relativamente stretto.

La portata dei ribassi e il tempo che gli attivi hanno impiegato per recuperare le perdite hanno mostrato ampie divergenze. Nei primi anni Novanta la recessione è stata di lieve entità e i cali delle quotazioni degli attivi più rischiosi sono stati recuperati in tempo relativamente breve grazie soprattutto alla rapidità della ripresa economica successiva alla breve impennata dei corsi petroliferi. Al confronto, i ribassi dei mercati azionari nel 2001 e della crisi finanziaria globale sono durati molto più a lungo. In entrambi i casi gli investitori che non desideravano vendere al di sotto del picco precedente hanno dovuto attendere più di tre anni. Sorprendentemente, non vi è un chiaro collegamento tra la valutazione iniziale (rappresentata nella tabella dagli spread e dai rapporti prezzo-utili (P/E)) e la dimensione dei ribassi in questi tre episodi recessivi. La mancanza di nesso evidente tra valutazione e ribassi sottolinea l’importanza di altri fattori, soprattutto il grado di intervento delle Banche Centrali a supporto del mercato, nel determinare la portata delle variazioni di mercato.

**FIGURA 3: RISCHIO-RENDIMENTO STORICO PER DETERMINATE CLASSI DI ATTIVO**  
%, rendimento annualizzato 2004-2019 in EUR



Fonte: Bloomberg Barclays, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La volatilità è la deviazione standard dei rendimenti annui dal 2004. Liquidità: JP Morgan Cash EUR (3M); titoli di Stato in Euro: Bloomberg Barclays Euro Aggregate - Treasury; Obbligazioni globali Investment Grade: Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporate; Debito dei Mercati Emergenti: J.P. Morgan EMBI Global; Obbligazioni globali High Yield: Bloomberg Barclays Global High Yield; Azionario globale: MSCI All-Country World Index (comprende i Mercati Sviluppate ed Emergenti). I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati presenti e futuri. Guide to the markets - Europa. Dati al 31 dicembre 2019.

**FIGURA 4: CONFRONTO DELLE TRE PRECEDENTI RECESSIONI NEGLI STATI UNITI**

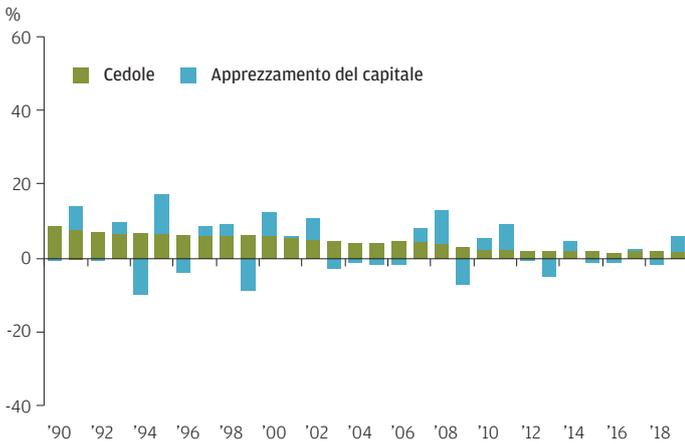
RECESSIONE USA	CALO DEL PIL USA (%)	OBBLIGAZIONI SOCIETARIE IG USA			OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HY USA			AZIONI USA		
		Spread prima dei ribassi	Perdita massima	Tempo per recuperare le perdite	Spread prima dei ribassi	Perdita massima	Tempo per recuperare le perdite	P/E prima dei ribassi	Perdita massima	Tempo per recuperare le perdite
Lug '90 - Mar '91	-1,4%	91 pb	-1,6%	3 mesi	821 pb*	-17,2%	5 mesi	12,2x	-14,7%	4 mesi
Mar '01 - Ott '01	-0,4%	201 pb	-1,9%	2 mesi	684 pb	-12,0%	8 mesi	23,1x	-44,7%	49 mesi
Dic '07 - Giu '09	-4,0%	92 pb	-15,4%	8 mesi	238 pb	-33,3%	9 mesi	14,7x	-51,0%	37 mesi

Fuente: Bloomberg Barclays, NBER, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Il calo del PIL è calcolato dal picco. Lo Spread prima del calo e il P/E prima del calo corrispondono allo spread aggiustato per le opzioni e il rapporto prezzi/utili forward a 12 mesi rispettivamente per il credito e per le azioni, alla fine del mese precedente l'inizio del calo. I cali massimi indicano il picco fino al declino di ogni indice nel periodo recessivo. Il tempo per recuperare le perdite indica il numero di mesi necessari perché ogni indice torni a nuovi massimi. Credito IG USA: Bloomberg Barclays US investment grade credit, Credito HY USA: Bloomberg Barclays US high yield credit, Azioni USA: S&P 500. Tutti i calcoli si basano sul rendimento totale mensile in USD. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati presenti e futuri. Dati al 15 gennaio 2020. \*Dati non disponibili per lo spread aggiustato per le opzioni del credito HY USA nel 1990, è stato quindi utilizzato il rendimento dell'indice meno il rendimento del Treasury USA a 10 anni.

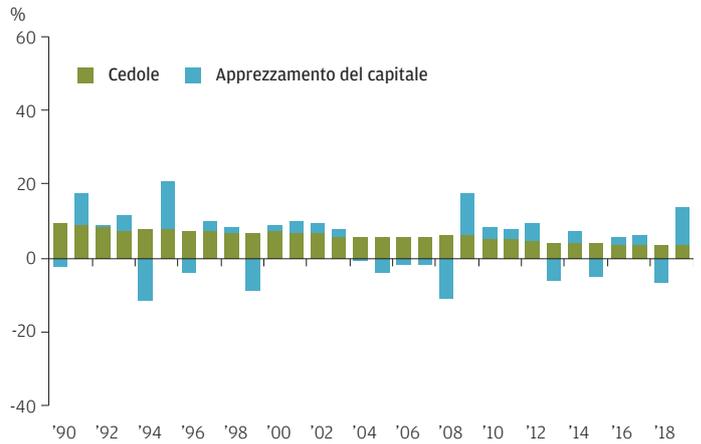
La **Figura 5** illustra un altro modo di considerare l'esperienza degli investitori nelle diverse classi di attivo in questo arco di tempo. In breve, da questi grafici si evince che gli investitori che focalizzano l'attenzione sul reddito annuo e hanno un grado elevato di tolleranza nei confronti delle variazioni della propria

posizione patrimoniale sono più adatti a percorrere alternative più rischiose per realizzare maggiori redditi. Quelli che potrebbero aver bisogno di rientrare in possesso del capitale o che hanno una scarsa tolleranza per le variazioni di valore del proprio patrimonio dovranno accettare redditi più bassi.

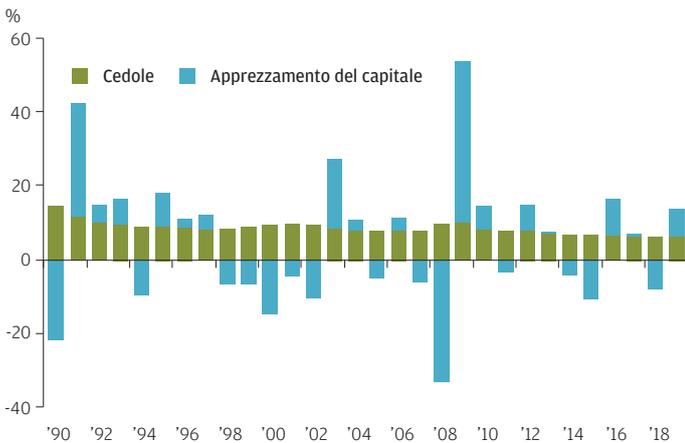
**FIGURA 5A: RENDIMENTI ANNUI DEI TREASURY USA, 1990-2019**



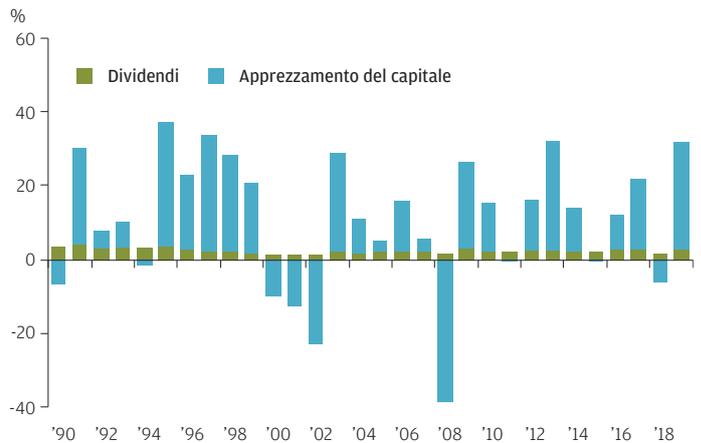
**FIGURA 5B: RENDIMENTI ANNUI DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE IG USA, 1990-2019**



**FIGURA 5C: RENDIMENTI ANNUI DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HY USA, 1990-2019**



**FIGURA 5D: RENDIMENTI ANNUI AZIONI USA, 1990-2019**



Fonte: Bloomberg Barclays, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Gli indici utilizzati sono Treasury USA: Bloomberg Barclays US Treasury; Obbligazioni societarie IG USA: Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade; Obbligazioni societarie High Yield USA: Bloomberg Barclays US High Yield; Azioni USA: S&P 500. Tutti gli indici riportati sono espressi in USD. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati presenti e futuri. Dati al 31 dicembre 2019.

## Aumentare le opzioni disponibili

Naturalmente le obbligazioni societarie High Yield e le azioni non sono le uniche alternative che gli investitori hanno a propria disposizione per aumentare i flussi di reddito dei propri portafogli. Tuttavia, a prescindere dalla classe di attivo, gli investitori non possono generare rendimenti più elevati senza assumere, in un modo o nell'altro, rischi maggiori. In assenza di scelte facili, gli investitori potrebbero posizionarsi al meglio adottando un approccio diversificato che incorpori una gamma di rischi.

Nell'ambito del reddito fisso, un'altra opzione reddituale è rappresentata dal debito dei Mercati Emergenti, che ha beneficiato di flussi record nel 2019. Storicamente il debito dei Mercati Emergenti è stato più volatile delle obbligazioni societarie dei Mercati Sviluppati, benché il suo universo di riferimento sia notevolmente maturato negli ultimi dieci anni: il numero di Paesi rappresentati nell'indice JP Morgan EMBI Global è salito dai 32 di dieci anni fa agli oltre 70 di oggi. L'introduzione di cinque Paesi del Consiglio di cooperazione del Golfo (Gulf Co-operation Council - GCC) nel 2019, insieme all'uscita del Venezuela, ha notevolmente migliorato la qualità dell'indice che trova riscontro nel calo del rendimento addizionale offerto da questa classe di attivo. In genere i rendimenti in valuta locale sono superiori a quelli del debito in valuta forte denominati in USD, ma ovviamente comportano rischi aggiuntivi legati alla volatilità dei cambi.

Le obbligazioni cartolarizzate sono un'altra componente chiave del ventaglio di opportunità reddituali: gli attivi cartolarizzati sono una delle classi di attivo più grandi e più liquide dell'universo del reddito fisso e rappresentano oggi circa il 30%

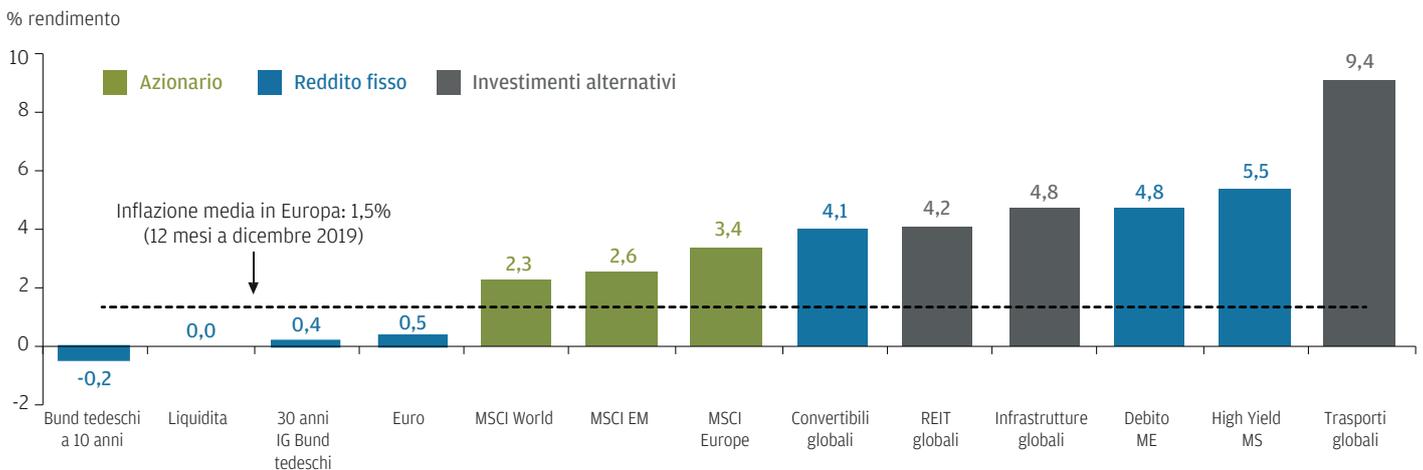
del mercato obbligazionario complessivo degli Stati Uniti. Il termine "cartolarizzazione", che fa riferimento a titoli il cui valore è legato a un insieme di attivi sottostanti, evocerà in molti gli strumenti derivati che tanti problemi hanno provocato durante la crisi finanziaria globale. Tuttavia, gli standard di concessione dei crediti sono enormemente migliorati dalla crisi e oggi continuano a essere solidi. Inoltre, i titoli cartolarizzati sono uno strumento utile per ottenere esposizione al settore dei consumi che per diversi anni è stato il pilastro di questa espansione in tutti i Paesi Sviluppati e che oggi indubbiamente registra dinamiche migliori di quelle osservate per il settore societario in molti di questi mercati.

Al di fuori del reddito fisso, negli ultimi anni le attività immobiliari, e in particolare le infrastrutture, sono entrate di prepotenza nelle grazie degli investitori focalizzati sul reddito. La natura relativamente giovane di questa classe di investimenti alternativi rende più difficile l'analisi storica di diversi scenari economici. Tuttavia, i dati disponibili sugli attivi legati alle infrastrutture segnalano una performance relativamente robusta nel corso dell'intera crisi finanziaria globale. Ciò è dovuto alla combinazione di flussi di cassa stabili e prevedibili e a una quota elevata di rendimenti totali generati tramite il reddito.

Inoltre le infrastrutture possono migliorare la diversificazione del portafoglio, ma anche in questo caso vi è un costo da pagare: l'illiquidità associata ad attività private non quotate.

Come si evince dalla **Figura 6**, con questo più ampio ventaglio di opportunità, l'elenco delle opzioni per realizzare un reddito che compensi l'inflazione sembra molto più allettante.

**FIGURA 6: RENDIMENTI DEGLI ATTIVI A CONFRONTO**



Fonte: Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, Clarkson, DrewryMaritime Consultants, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Spesso il rendimento aggiuntivo si accompagna a rischi patrimoniali e/o di liquidità. Per infrastrutture globali e trasporti globali i rendimenti sono aggiornati rispettivamente a marzo 2019 e a giugno 2019. Per gli indici obbligazionari sono indicati i rendimenti minimi mentre i rendimenti degli indici azionari si riferiscono ai rendimenti da dividendo. Per i trasporti globali, il rendimento da leva è pari al reddito da locazione meno i costi operativi, l'ammortamento del debito e gli interessi passivi espressi come percentuale del valore del capitale proprio. Convertibili globali: Bloomberg Barclays Global Convertibles; Bund tedeschi: rendimento sui titoli di Stato della Germania a 10 e 30 anni; IG EUR: Bloomberg Barclays Euro Agg. - Corporates; REIT globali: FTSE NAREIT Index; High Yield MS: BofA/Merrill Lynch Developed Markets High Yield Constrained; Debito ME: J.P. Morgan EMBI Global; Infrastrutture globali: MSCI Global Infrastructure Asset Index - Basso rischio. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati presenti e futuri. Guide to the markets - Europa. Dati al 31 dicembre 2019.

## Conclusione

In sintesi, è probabile che gli investitori che mantengono depositi di liquidità verosimilmente resteranno a bocca asciutta in termini di reddito nel prossimo futuro. Sebbene non ci sia una soluzione semplice alla sfida di incrementare il reddito del portafoglio, limitando il rischio, gli investitori farebbero bene a considerare il ventaglio di opzioni più ampio possibile. I titoli di Stato dei Paesi core sono ancora una parte importante di un portafoglio bilanciato, tuttavia al momento sono più un'assicurazione che non una

fonte di reddito. Le obbligazioni societarie e le azioni dovranno offrire una percentuale maggiore di reddito totale rispetto al passato, ma gli investitori dovrebbero anche valutare la più ampia gamma possibile di attivi per sfruttare i benefici della diversificazione e ottimizzare il profilo di rischio-rendimento. Gli investitori a caccia di reddito dovrebbero sfruttare i suggerimenti culinari delle "tapas" spagnole: mettere assieme tante pietanze per realizzare un pasto appetitoso.

Il programma Market Insights fornisce dati e commenti esaustivi sui mercati globali senza fare riferimento a prodotti. Concepito come strumento per aiutare i clienti nella comprensione dei mercati e per supportare le decisioni di investimento, il programma esplora le implicazioni degli attuali dati economici e delle mutevoli condizioni del mercato. Ai fini della Direttiva Markets in Financial Instruments (MiFID II) i programmi Market Insights e Portfolio Insights di J.P. Morgan Asset Management costituiscono una comunicazione di marketing e non rientrano pertanto nell'ambito di applicazione dei requisiti MiFID II/MiFIR in riferimento alla ricerca in materia di investimenti. Inoltre, i programmi Market Insights e Portfolio Insights di J.P. Morgan Asset Management, in quanto ricerca non-indipendente, non sono stati preparati conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggetti ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Il presente documento costituisce una comunicazione generale fornita a solo scopo informativo. È di natura formativa e non è da intendersi come una consulenza o una raccomandazione relativa a specifici prodotti d'investimento, strategie, caratteristiche di piani d'investimento o altro scopo in alcuna giurisdizione, né rappresenta un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Eventuali esempi utilizzati sono generici, ipotetici e a mero scopo illustrativo. Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare una decisione d'investimento e non è da utilizzarsi per valutare il merito dell'investimento in titoli o prodotti. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e di stabilire, con l'assistenza dei propri consulenti professionali, se gli investimenti menzionati nel presente documento possano considerarsi adatti ai propri obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di essere in possesso di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Stime, numeri, opinioni, tecniche o strategie di investimento eventualmente espresse hanno finalità puramente informative, sono basate su talune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e possono variare senza preavviso o comunicazione alcuna. Tutte le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione ma non viene rilasciata alcuna garanzia sulla precisione delle stesse e viene espressamente declinata qualsiasi responsabilità per eventuali errori od omissioni. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e che il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti, possono subire oscillazioni in base alle condizioni di mercato e alle prassi fiscali, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale inizialmente investito. Le performance e i rendimenti passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali e futuri.

J.P. Morgan Asset Management è la denominazione commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. Si rende noto che, nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. Si rende altresì noto che i dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui al link [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). La presente comunicazione è emessa in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Catena 4, I-20121 Milano, Italia.