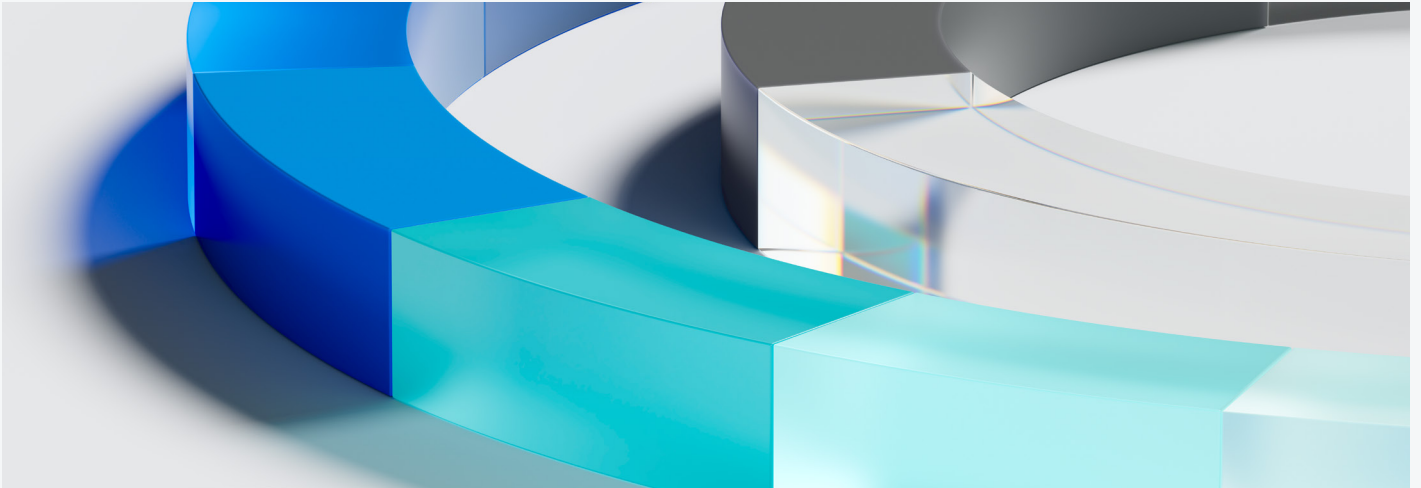


# 2024 Long-Term Capital Market Assumptions

Executive summary | Portafogli più intelligenti per un mondo in transizione



## In sintesi

Pubblichiamo le nostre Long-Term Capital Market Assumptions 2024 in una fase di transizione economica significativa. Stiamo passando da un mondo di disinflazione, politica monetaria estremamente espansiva e reticenza fiscale a uno con rischio bidirezionale per l'inflazione, politica monetaria convenzionale e maggiore impiego di strumenti fiscali. La transizione energetica e la comparsa di nuove tecnologie complicano il quadro, ma offrono anche opportunità di investimento.

La nostra previsione di crescita globale sale leggermente al 2,4%. Le previsioni di inflazione nei mercati sviluppati (MS) aumentano di 10 punti base (pb) al 2,3%, a causa della reflazione in Europa e Giappone e dei generali livelli di inflazione più alti: le banche centrali potranno pertanto raggiungere più agevolmente i loro obiettivi di inflazione. I tassi di riferimento elevati prevalenti supportano le nostre previsioni per il reddito fisso: liquidità in USD in aumento di 40 pb al 2,9% e stime per l'obbligazionario aggregato globale in rialzo di 40 pb al 5,1%.

Il rally azionario significa previsioni più basse per le azioni. Benché le ipotesi di diluizione e i margini modestamente migliori offrano una compensazione parziale, la nostra previsione per l'azionario globale scende di 70 pb al 7,8%. Il divario tra i rendimenti azionari dei mercati sviluppati ed emergenti si contrae quest'anno, mentre le prospettive per i mercati sviluppati al di fuori degli Stati Uniti rimangono interessanti.

Gli asset alternativi sono verosimilmente l'area più brillante in un universo di rendimenti accattivante quest'anno. Quella di andare oltre i mercati pubblici è una tesi che trae origine sia dalla resilienza all'inflazione dimostrata dagli investimenti alternativi che, ora, dal miglioramento dei rendimenti. Sul fronte degli asset reali, l'immobiliare statunitense core migliora salendo di 180 pb al 7,5%. Quanto agli investimenti alternativi finanziari, il private equity arretra modestamente, sulla scia del beta azionario, mentre le previsioni per venture capital e direct lending si rafforzano.

Le nostre previsioni dello scorso anno evidenziavano il balzo delle prospettive di rendimento nei mercati pubblici core e i dati di quest'anno mostrano un'accentuazione di questo trend. Le previsioni riguardanti quasi l'80% del nostro universo di copertura si collocano al di sopra dei rendimenti realizzati negli ultimi 10 anni.

Il portafoglio di azioni/obbligazioni 60/40 in USD offre rendimenti del 7,0%. Si tratta di un calo di 20 pb rispetto allo scorso anno, ma un punto di partenza ancora ottimo per passare dalla liquidità a un'ampia serie di opportunità, per addentrarsi ulteriormente nell'universo degli strumenti alternativi e migliorare in termini di alfa attivo. In sintesi, le nostre LTCMA comunicano un messaggio fiducioso, consentendo agli investitori di costruire portafogli più intelligenti per un mondo in transizione.

## Un mondo in transizione

Nel momento in cui pubblichiamo le nostre Long-Term Capital Market Assumptions 2024 gran parte di ciò che definisce il contesto economico è in transizione. La transizione fa seguito a due eventi sismici, la pandemia globale e l'invasione dell'Ucraina, e segna un cambiamento con implicazioni su vasta scala per gli investitori. In sostanza, si tratta di un passaggio da un mondo di disinflazione persistente, politica monetaria estremamente espansiva e moderazione fiscale a uno con rischio bidirezionale per l'inflazione, politica monetaria più convenzionale e maggiore attivismo fiscale.

Questo contesto in evoluzione ci impone di rivedere non solo le ipotesi di rendimento degli attivi, ma anche quelle alla base della diversificazione e costruzione del portafoglio. La nostra previsione per l'iconico portafoglio azioni-obbligazioni 60/40 in dollari USA scende di 20 pb dallo scorso anno al 7,0%, ma rimane di 100 pb al di sopra del rendimento medio a 25 anni e di 410 pb al di sopra del rendimento da noi previsto per la liquidità. Il rapporto 60/40 continua a essere un'ottima base di costruzione del portafoglio, ma in un mondo in transizione vi sono molti modi di costruire il portafoglio utilizzando tale rapporto come punto di partenza. Per esempio, il semplice inserimento di un'allocatione a strumenti alternativi pari al 25% in un portafoglio 60/40 fa salire le previsioni di 60 pb e migliora del 12% l'indice di Sharpe.

Le nostre previsioni di crescita a lungo termine nei mercati sviluppati aumentano leggermente quest'anno, il che potrebbe sembrare eccezionale dopo le crisi pandemiche ed energetiche. Ciò nonostante, non si può ignorare l'impatto positivo dell'automazione e dell'intelligenza artificiale sulla produttività. La nostra previsione di crescita globale aumenta leggermente al 2,4% (Figura 1).

Potrebbe anche sorprendere il fatto che, in un anno di rally robusto per i mercati azionari, non abbiamo ridotto le proiezioni dei rendimenti degli attivi: le performance obbligazionarie si rafforzano un po', dati i rendimenti iniziali più elevati, mentre quelle azionarie diminuiscono, ma in misura minore di quanto il robusto rally del 2023 potrebbe implicare.

Le previsioni di rendimento degli hedge fund e del private equity tengono molto bene, mentre quelle dei rendimenti degli asset reali segnano un rimbalzo notevole. Ciò rispecchia in parte il riassetto degli asset reali a un livello inferiore dopo la resilienza evidenziata nel 2022, ma gli indici di Sharpe previsti per molti segmenti del complesso degli asset reali ora si collocano ampiamente al di sopra di quelli dei mercati pubblici.

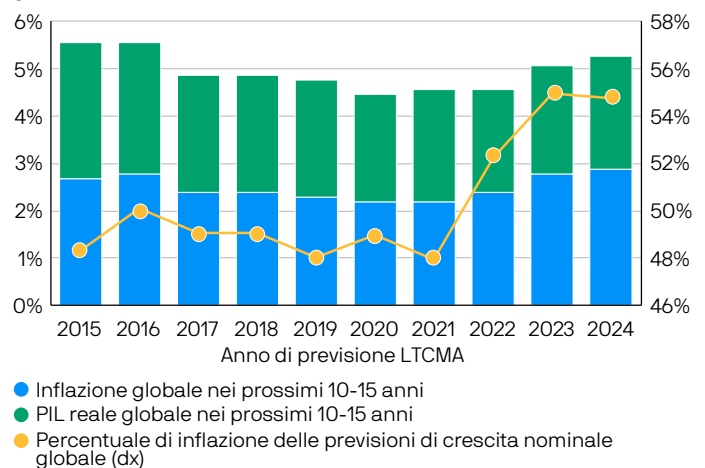
A livello di classi di attivo, la nostra view sull'inflazione è fondamentale per le nostre LTCMA (Figura 2). Sul piano globale, la nostra previsione aumenta leggermente, sostenuta dalle revisioni al rialzo in Europa e Giappone, ma non osserviamo segnali di turbolenze indotte dall'inflazione analoghe a quelle degli anni '70 e le prospettive per i rendimenti reali a lungo termine rimangono stabili. Ciò nonostante, ci aspettiamo maggiore incertezza sull'inflazione su un orizzonte di 10-15 anni.

Il rischio di inflazione è ora bidirezionale, con un impatto significativo sulla costruzione del portafoglio: le obbligazioni offrono ancora una buona protezione dei portafogli di asset rischiosi contro gli shock disinflazionistici ma, come ha dimostrato il 2022, non li proteggono molto dagli shock inflazionistici. L'utilizzo di tutta la serie di strumenti di investimento per incorporare nuove forme di diversificazione nei portafogli core sarà un fattore di successo determinante nei prossimi anni.

Per costruire portafogli più intelligenti per un mondo in transizione, raccomandiamo agli investitori di sviluppare la prossima generazione di portafogli 60/40 attingendo ai mercati privati e pubblici, concentrandosi sull'importanza della selezione del gestore e sull'attuazione della diversificazione non solo ricorrendo alle obbligazioni, ma anche a investimenti alternativi, tematici, fattoriali e altri approcci. Mantenendo una base 60/40, superare la tentazione degli elevati rendimenti della liquidità, ampliare il set di opportunità e migliorare i rendimenti mediante la selezione del gestore e l'allocatione attiva sono tutti fattori che possono contribuire a rafforzare la resilienza di un portafoglio.

**La crescita nominale globale è in moderato aumento, alimentata sia da una crescita reale lievemente migliore che da un'inflazione leggermente più elevata**

**Figura 1: Andamento delle proiezioni di crescita e inflazione su scala globale**



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

## Crescita: leggermente migliore, malgrado le recenti sfide

Oggi, alla pubblicazione di questo articolo, molti governi hanno ancora il piede sull'acceleratore fiscale in quanto la politica industriale<sup>1</sup> è tornata di moda. L'esigenza di combattere il cambiamento climatico e rafforzare la sicurezza economica e militare ha superato le preoccupazioni per il debito elevato.

<sup>1</sup> La politica industriale si riferisce all'impegno dei governi a plasmare l'economia agendo su particolari settori, imprese o attività economiche.

Resta ancora da vedere se i governi con un ruolo economico maggiore siano nel lungo termine destinati a rafforzare o rallentare la produttività, ma osserviamo segnali promettenti di impatto dell'intelligenza artificiale. Al contempo, per le iniziative come la transizione energetica, la cui motivazione economica è evitare le esternalità<sup>2</sup> negative, il coinvolgimento dello stato è essenziale. In ogni caso, potrebbero esservi rischi al rialzo sottovalutati per la crescita tramite il canale degli investimenti, e verosimilmente derivanti dalla produttività.

Le economie maggiori saranno le prime ad avvertire l'impatto dell'adozione della tecnologia; la nostra previsione di crescita globale sale al 2,4%, sostenuta da un aumento di 20 pb della crescita dei mercati sviluppati all'1,60%. I cambiamenti nei

modelli degli scambi commerciali globali incidono sulla crescita in diverse regioni (**Figura 2**). La rilocalizzazione probabilmente conferirà un leggero slancio alla crescita di alcune regioni e costituirà un onere modesto per altre.

I cambiamenti dei modelli commerciali nel mondo emergente creeranno vincitori e vinti, ma gran parte di esso risentirà del rallentamento della crescita cinese perché lo scoppio della bolla immobiliare grava sull'economia. Anche quest'anno rivediamo al ribasso la crescita cinese, dal 4,00% al 3,80%, diminuendo quindi la crescita dei mercati emergenti (ME) di 10 pb al 3,5% e riducendo il differenziale di crescita ME-MS di un totale di 30 pb.

Le nostre proiezioni 2024 contemplano una crescita del PIL reale pressoché stabile e un'inflazione più elevata, anche se non in misura significativa

Figura 2: Long-Term Capital Market Macroeconomic Assumptions 2024 (% , media annuale)

|                           | PIL reale  |            |             | Inflazione |            |            |
|---------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
|                           | 2024       | 2023       | Variazione  | 2024       | 2023       | Variazione |
| <b>Mercati Sviluppati</b> | <b>1,6</b> | <b>1,4</b> | <b>0,2</b>  | <b>2,3</b> | <b>2,2</b> | <b>0,1</b> |
| Stati Uniti               | 1,8        | 1,6        | 0,2         | 2,5        | 2,6        | -0,1       |
| Area euro                 | 1,3        | 1,1        | 0,2         | 2,2        | 1,8        | 0,4        |
| Giappone                  | 0,8        | 0,7        | 0,1         | 1,4        | 0,9        | 0,5        |
| Regno Unito               | 1,4        | 1,3        | 0,1         | 2,4        | 2,4        | 0,0        |
| Australia                 | 2,2        | 2,1        | 0,1         | 2,4        | 2,4        | 0,0        |
| Canada                    | 1,7        | 1,6        | 0,1         | 2,2        | 2,3        | -0,1       |
| Svezia                    | 1,9        | 1,8        | 0,1         | 2,4        | 2,1        | 0,3        |
| Svizzera                  | 1,5        | 1,4        | 0,1         | 1,4        | 1,0        | 0,4        |
| <b>Mercati Emergenti</b>  | <b>3,5</b> | <b>3,6</b> | <b>-0,1</b> | <b>3,8</b> | <b>3,6</b> | <b>0,2</b> |
| Cina                      | 3,8        | 4,0        | -0,2        | 2,2        | 2,2        | 0,0        |
| India                     | 5,7        | 5,7        | 0,0         | 4,5        | 4,5        | 0,0        |
| Russia                    | 0,3        | 0,4        | -0,1        | 8,0        | 8,0        | 0,0        |
| Brasile                   | 2,0        | 2,0        | 0,0         | 4,6        | 4,6        | 0,0        |
| Corea                     | 2,0        | 2,0        | 0,0         | 2,0        | 2,0        | 0,0        |
| Taiwan                    | 1,6        | 1,7        | -0,1        | 1,3        | 1,3        | 0,0        |
| Messico                   | 2,0        | 2,0        | 0,0         | 3,7        | 3,9        | -0,2       |
| Sudafrica                 | 1,8        | 2,1        | -0,3        | 5,5        | 5,5        | 0,0        |
| Turchia                   | 3,0        | 3,1        | -0,1        | 20,0       | 16,0       | 4,0        |
| <b>Globale</b>            | <b>2,4</b> | <b>2,3</b> | <b>0,1</b>  | <b>2,9</b> | <b>2,8</b> | <b>0,1</b> |

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2023. Le previsioni del PIL reale dell'anno precedente riportate comprendono bonus ciclici. Considerati i punti di partenza post-shock depressi, nell'edizione dello scorso anno avevamo aggiunto bonus ciclici alle nostre proiezioni del trend di crescita nel 2021. Quest'anno, la nostra previsione 2024 ritorna ai soli tassi tendenziali. In questo caso nel confronto del trend dei tassi 2023 e 2024 non utilizziamo il dato tasso-più-bonus-ciclico dello scorso anno, ma solo il trend dei tassi. I dati compositi relativi a PIL e inflazione per gli aggregati MS, ME e globali sono calcolati assegnando ponderazioni alle singole economie che sono proporzionali al PIL nominale atteso nell'orizzonte previsivo. Questa metodologia aggiornata si traduce anche in aggregati rivisti per le LTCMA 2023, anche se le previsioni per le singole economie rimangono invariate rispetto allo scorso anno.

<sup>2</sup> Per esternalità s'intende un costo o un beneficio di un'attività economica registrato da una terza parte non correlata.

## Inflazione: non più acuta, ma permane l'incertezza

Quest'anno rivediamo al rialzo le stime di inflazione per Europa e Giappone rispettivamente al 2,20% e 1,40%, innalzando la previsione per l'inflazione nei mercati sviluppati al 2,30%. La nostra valutazione dell'inflazione USA neutra rispetto al ciclo è invariata, ma l'inflazione USA media scende dal 2,60% al 2,50% grazie al livello iniziale inferiore rispetto allo scorso anno.

Malgrado ciò, le forze disinflazionistiche degli anni 2010 sono in via di attenuazione e i rischi al rialzo per l'inflazione stanno diventando evidenti (Figura 3). Al momento, le forze al rialzo e al ribasso stanno probabilmente agendo sull'inflazione con un'intensità più o meno identica, ma in vari punti del nostro orizzonte previsivo le forze in una direzione o nell'altra potrebbero diventare più dominanti per un certo periodo, il che prospetta incertezza sull'inflazione ostinatamente più elevata.

Benché il pendolo oscilli periodicamente tra forze inflazionistiche e disinflazionistiche, gli investitori devono continuare a prestare attenzione alla natura corrosiva dell'inflazione per i rendimenti reali e alle implicazioni per la costruzione del portafoglio. In parole povere, l'inflazione è nemica dei rendimenti sia azionari che obbligazionari.

## Politica monetaria: c'è vita dopo la politica di tassi di interesse zero

Le banche centrali non hanno certo gradito il recente periodo di inflazione molto elevata. Tuttavia, man mano che l'inflazione scende a un livello che supera l'obiettivo in modo più moderato, possono riconoscere l'effetto collaterale positivo di una minore esigenza di politiche monetarie non convenzionali, quali tassi negativi e allentamento quantitativo (QE). Questi strumenti saranno probabilmente riposti tra l'armamentario di emergenza, anziché standard.

Potrebbe crearsi un consenso secondo il quale tali politiche non convenzionali funzionano in modo alquanto diverso da una politica di tassi di tipo convenzionale. Considerata l'influenza dei tassi negativi e del QE sui tassi a breve e lungo termine, questo nuovo consenso riporta i mercati da un regime di tassi "più bassi più a lungo" a quelli che 20 anni fa erano rendimenti obbligazionari "normali".

Rileviamo un'altra implicazione più sottile, ma altrettanto importante, di questa virata della supremazia politica da monetaria a fiscale. Nell'era dell'allentamento quantitativo, le banche non potevano dare l'impressione di influenzare la direzione del capitale. Di conseguenza, i loro acquisti di asset rispettavano il principio della neutralità settoriale. Tuttavia, le dimensioni enormi di tali acquisti hanno probabilmente interferito con il funzionamento efficace dei mercati e in particolare la riallocazione del capitale dalle imprese più deboli a quelle più forti. Sembra plausibile che tale consistente acquirente "passivo" abbia supportato la performance dei mercati passivi.

Per contro, le autorità fiscali, con un mandato democratico a investire fondi pubblici, stanno selezionando attivamente i vincitori supportando l'attività economica nelle loro aree strategiche di focalizzazione. Gli investitori in grado di effettuare allocazioni attive in linea con tali trend sono destinati a trarre benefici significativi.

Dopo un decennio di disinflazione, emergono rischi al rialzo dell'inflazione

Figura 3: Impatto dei driver secolari fondamentali sui trend dell'inflazione

| Forze economiche                               | Impatto sull'inflazione               |                     |
|------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|
|                                                | Ultima espansione globale (2008-2019) | Prossimi 10-15 anni |
| Distribuzione del reddito                      | -                                     | 0                   |
| Globalizzazione/deglobalizzazione              | -                                     | 0                   |
| Sostenibilità                                  | 0                                     | ++                  |
| Politica fiscale                               | -                                     | 0                   |
| Disponibilità di informazioni e mercati online | --                                    | --                  |
| Intelligenza artificiale e automazione         | 0                                     | --                  |
| Aspettative di inflazione                      | -                                     | +                   |
| Appartenenza sindacale                         | -                                     | -                   |
| Prezzo delle materie prime                     | -                                     | 0                   |

Legenda: -- disinflazionistico / - modestamente disinflazionistico / 0 neutrale / + modestamente inflazionistico / ++ inflazionistico

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

## Reddito fisso: le obbligazioni ridiventano noiose, nella migliore delle ipotesi

L'investimento obbligazionario è generalmente visto come un'operazione tranquilla e non al cardiopalma, come nell'ultimo anno circa. Man mano che ci lasciamo alle spalle il recente shock inflazionistico e l'impennata di volatilità dei mercati obbligazionari, ci aspettiamo una gradita conclusione del recente turbinio del mercato del reddito fisso. L'andamento degli ultimi due anni fa crescere in modo modesto le previsioni di rendimento per la liquidità e le obbligazioni sovrane a causa dei tassi iniziali più elevati, anche se le nostre ipotesi di spread e rendimenti neutri rispetto al ciclo restano sostanzialmente invariate (Figura 4).

Al punto di equilibrio, prevediamo un irripidimento significativo delle curve dei rendimenti rispetto al grado di inversione odierna, ma nel corso del ciclo ci aspettiamo mediamente curve più piatte rispetto alla media storica. Con le curve invertite, gli investitori devono considerare il carry negativo quando detengono obbligazioni, ma prevediamo che questo ostacolo si attenui e infine sparisca man mano che l'inflazione si normalizza nel prossimo paio d'anni.

Le ipotesi di inflazione più elevata fanno salire le previsioni dei tassi di liquidità

Figura 4: Previsioni sui rendimenti dei building block del reddito fisso per le economie del G4

|                                         | USD                                              |       | GBP                                              |       | EUR                                              |       | JPY                                              |       |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------|-------|
|                                         | Rendimenti (yield) medi neutri rispetto al ciclo | Rend. | Rendimenti (yield) medi neutri rispetto al ciclo | Rend. | Rendimenti (yield) medi neutri rispetto al ciclo | Rend. | Rendimenti (yield) medi neutri rispetto al ciclo | Rend. |
| Inflazione                              | 2,5%                                             |       | 2,4%                                             |       | 2,2%                                             |       | 1,4%                                             |       |
| Liquidità                               | 2,5%                                             | 2,9%  | 2,3%                                             | 2,8%  | 1,9%                                             | 2,2%  | 1,2%                                             | 0,9%  |
| Rendimenti obbligazioni a 10 anni       | 3,4%                                             | 4,6%  | 2,8%                                             | 4,2%  | 2,6%                                             | 3,5%  | 1,7%                                             | 1,2%  |
| Indice obbligazionario a lungo termine* | 3,7%                                             | 5,2%  | 2,9%                                             | 6,1%  | 2,8%                                             | 4,4%  | 2,0%                                             | 1,1%  |
| Credito investment grade                | 4,9%                                             | 5,8%  | 4,6%                                             | 5,4%  | 3,8%                                             | 4,0%  | 2,1%                                             | 1,6%  |
| High yield                              | 8,0%                                             | 6,5%  |                                                  |       | 6,3%                                             | 5,7%  |                                                  |       |
| Debito dei mercati emergenti**          | 7,1%                                             | 6,8%  |                                                  |       |                                                  |       |                                                  |       |

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2023.

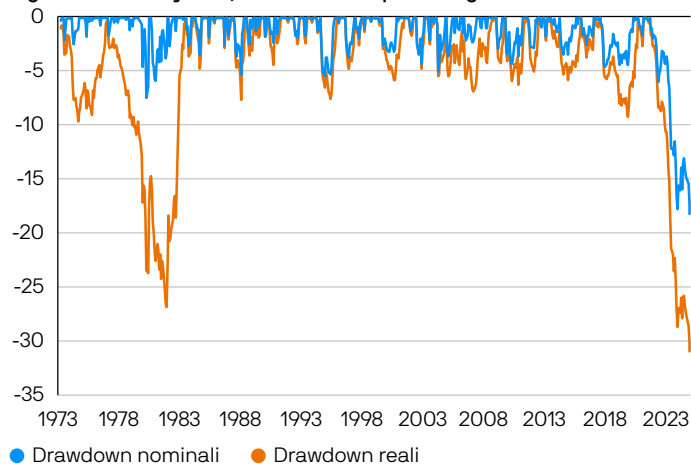
\* EUR: indice >15 anni; JPY: indice dei titoli di Stato giapponese; GBP: indice >15 anni; USD: indice >20 anni. \*\*Debito in valuta forte dei mercati emergenti.

Il percorso dai tassi “più bassi più a lungo” si è dimostrato doloroso per gli obbligazionisti esistenti (Figura 5). Ma dopo il riassetto dei rendimenti, i rendimenti obbligazionari reali dovrebbero essere positivi in futuro e gli investitori possono nuovamente contare sulle obbligazioni sia a fini di reddito che di diversificazione per gli shock deflazionistici.

I rendimenti obbligazionari si assestano rapidamente, ma l'adeguamento del sistema finanziario generale ai tassi più elevati può richiedere tempi più lunghi. Potremmo assistere a qualche turbolenza nei segmenti di qualità inferiore dell'universo del credito, soprattutto laddove i business model si basano su finanziamenti a basso costo. Tuttavia, il mercato delle obbligazioni societarie in generale al momento evidenzia pochi segnali di tensione sul fronte del rifinanziamento. E sebbene ci aspettiamo che le insolvenze risalgano moderatamente verso la media a lungo termine, i mercati del credito sono in linea di massima solidi.

Uno shock inflazionistico ha provocato il sell-off dei mercati obbligazionari più pesante degli ultimi 50 anni

Figura 5: Treasury USA, drawdown dal picco negli ultimi 50 anni



Fonte: Bank of America, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

I tassi privi di rischio più elevati supportano i rendimenti creditizi, ma gli spread contratti prevalenti costituiscono un fattore a sfavore. I rendimenti dei segmenti investment grade (IG) e high yield (HY) offrono comunque un buon potenziale rispetto alle obbligazioni sovrane, anche tenendo conto degli spread contratti che potrebbero amplificare i rischi di perdite intrinseci al credito nel caso di turbolenze di mercato. Il livello di tassi e spread, come pure di altri indicatori economici, quali l'occupazione, sono congruenti con un'economia di fine ciclo. Tuttavia, l'assenza di indebitamento forzoso indica una fase di metà ciclo.

Rileviamo maggiori segnali di tensione nei mercati dei prestiti, ma i titoli di credito offrono nel complesso un potenziale equo rispetto ai titoli di Stato. Anche il debito dei mercati emergenti offre rendimenti ragionevoli, soprattutto se corretto per la qualità più elevata e la duration più lunga degli indici del debito ME.

## Valute: supporto strutturale crescente per EUR e JPY

La transizione politica e il conseguente riassetto dei rendimenti incidono anche sulle valute. Le banche centrali di tutto il mondo hanno seguito la Federal Reserve aumentando i rispettivi tassi nazionali e il dollaro ha così iniziato a deprezzarsi. Il dollaro USA è ancora sopravvalutato e destinato a perdere terreno rispetto a gran parte delle valute (Figura 6) nel nostro orizzonte di previsione. Tuttavia, nel lungo termine, riteniamo che l'andamento delle valute sarà dettato dai cambiamenti dei flussi di capitali, anziché dai differenziali puri di tassi e crescita.

A livello globale, una combinazione di attriti nelle catene di approvvigionamento e maggiore domanda aggregata da parte delle famiglie e dei governi OCSE<sup>3</sup> dopo un decennio di deleveraging (calo del debito), ha fatto uscire stabilmente l'economia globale dal periodo di tassi di inflazione e interesse straordinariamente bassi.

Possiamo osservare i segnali più chiari di questo cambiamento nell'Eurozona e in Giappone. La svolta segna la fine del periodo di netta sottoperformance di crescita nominale, tassi d'interesse e mercati azionari.<sup>4</sup>

Man mano che i flussi di capitali ritornano in queste regioni, alimentati tanto dai capitali nazionali investiti in asset locali quanto dagli afflussi internazionali, l'euro e lo yen giapponese sono destinati a rafforzarsi accentuando il calo del dollaro. Le previsioni di inflazione più alta in Europa e Giappone potrebbero alla fine limitare l'apprezzamento delle valute; ciò nonostante, rileviamo una tesi convincente di rialzo dell'euro e dello yen giapponese da livelli bassi. In definitiva, riteniamo che l'apprezzamento di EUR e JPY sia ora riconducibile non tanto a un dollaro sopravvalutato, quanto ai progressi strutturali di Europa e Giappone.

## Ribadiamo la convinzione in un trend di deprezzamento secolare, più graduale, del dollaro USA

Figura 6: Previsioni per le valute principali, 2023–2024

|                     | Spot corrente | Previsione spot terminale (a 10–15 anni) |       |       |        |
|---------------------|---------------|------------------------------------------|-------|-------|--------|
|                     |               | 2024                                     | 2023  | Var.  | Var. % |
| Dollaro australiano | 0,64          | 0,75                                     | 0,78  | -0,03 | -4,30% |
| Real brasiliano     | 5,01          | 6,88                                     | 6,79  | 0,08  | 1,25%  |
| Dollaro canadese    | 1,35          | 1,15                                     | 1,16  | -0,01 | 0,52%  |
| Franco svizzero     | 0,91          | 0,78                                     | 0,75  | 0,03  | 3,82%  |
| Renminbi cinese     | 7,30          | 5,77                                     | 5,35  | 0,41  | 7,74%  |
| Euro                | 1,06          | 1,31                                     | 1,27  | 0,03  | 2,70%  |
| Sterlina britannica | 1,22          | 1,49                                     | 1,40  | 0,08  | 5,91%  |
| Yen giapponese      | 149,37        | 108                                      | 105   | 3,36  | 3,20%  |
| Peso messicano      | 17,39         | 27,49                                    | 24,30 | 3,19  | 13,12% |
| Corona svedese      | 10,91         | 8,21                                     | 8,06  | 0,15  | 1,81%  |

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati e previsioni a settembre 2023. Tutti i tassi di cambio sono indicati nel formato convenzionale di mercato.

<sup>3</sup> La traiettoria delle valute è illustrata dettagliatamente nel capitolo "Currency exchange rate assumptions", 2024 Long-Term Capital Market Assumptions.

<sup>4</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

## Azioni: mantengono la rotta in un quadro di cambiamenti

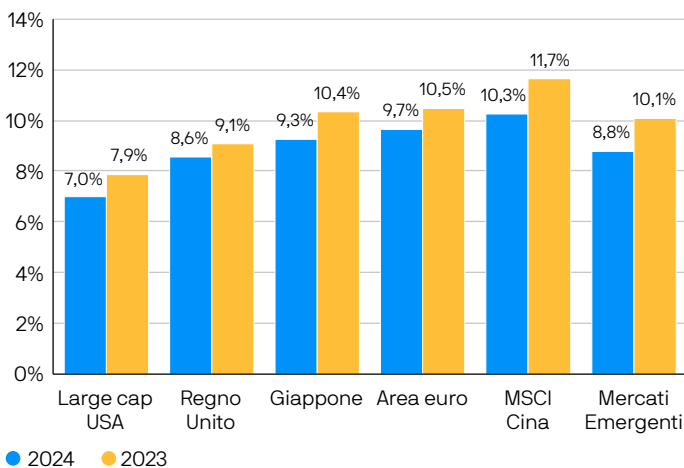
Nel complesso, le nostre previsioni dei rendimenti azionari scendono a causa del rally registrato nel 2023, ma non tanto come ci si potrebbe aspettare.

La maggiore fiducia nei margini, gli adeguamenti alle nostre ipotesi di diluizione e il miglioramento della disciplina finanziaria delle imprese, anche a fronte dell'aumento del costo del capitale, attutiscono la parte peggiore dell'impatto dei punti iniziali più elevati degli indici (Figura 7).

Dopo il crollo dei mercati azionari del 2022, le nostre previsioni per le azioni globali nella nostra edizione precedente erano balzate ai massimi da oltre un decennio. Lo scorso anno, le azioni hanno messo a segno un rally del 20%, tuttavia la nostra previsione di quest'anno per l'azionario globale scende solo di 70 pb, al 7,8%, a indicare la nostra fiducia continua nelle prospettive per gli utili societari.

### Le previsioni per le azioni calano in un quadro di minore supporto delle valutazioni quest'anno, mentre permane il fattore sfavorevole derivante dai margini elevati

Figura 7: Previsioni LTCMA, 2024 vs 2023, in USD

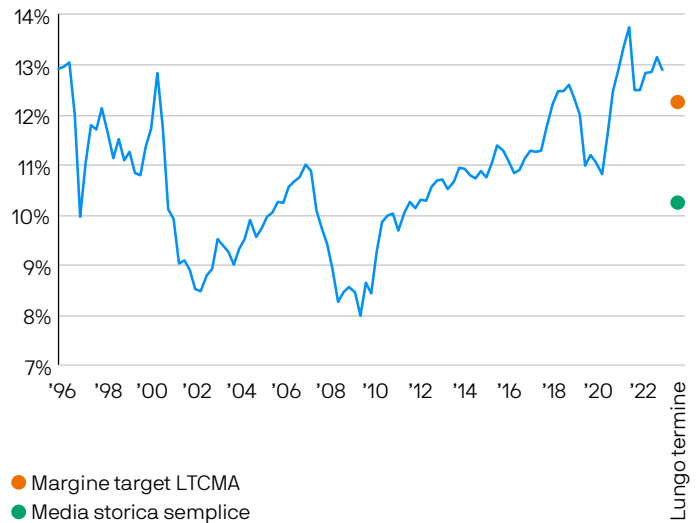


Fonte: Bloomberg, Factset, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

Benché in molti mercati i margini siano elevati in rapporto alla loro probabile media ciclica, ci aspettiamo che si attestino su un livello più alto rispetto a quello implicato da un semplice ritorno alla media (Figura 8). Ciò riflette in parte i cambiamenti nel mix settoriale, ma attesta anche una migliore disciplina societaria e una focalizzazione sulla stabilità dei margini.

## Le variazioni secolari della redditività aziendale indicano che i margini USA non ritorneranno semplicemente alla media

Figura 8: Storia dei margini delle large cap USA, media e obiettivo terminale LTCMA



Fonte: Bloomberg, Factset, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

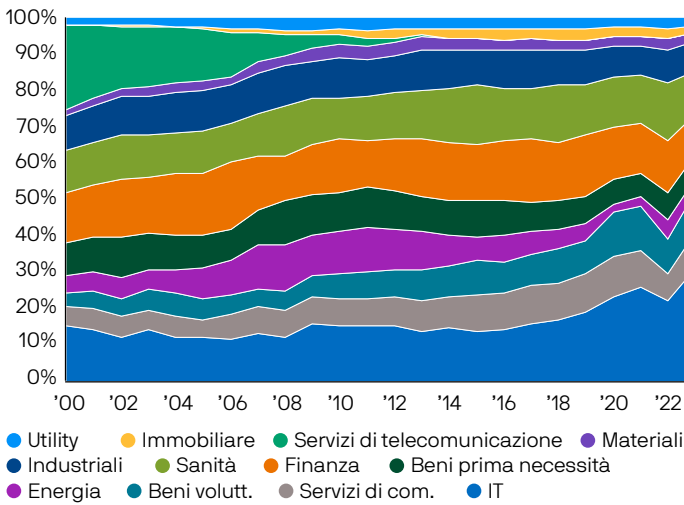
Alcuni potrebbero sostenere che gli indici stiano assumendo una concentrazione eccessiva nel settore tecnologico e che ciò comporti un rischio per i ritorni azionari futuri. Inoltre, alla luce del recente entusiasmo per l'intelligenza artificiale, tale concentrazione rischia di creare bolle di mercato. Se classifichiamo ogni azienda di Silicon Valley come tecnologica, gli indici appaiono in effetti alquanto concentrati, più di quanto lo fossero nell'era della concentrazione bancaria precedente alla crisi finanziaria globale (Figura 9A). Tuttavia, se classifichiamo le imprese non sulla base del loro apporto all'innovazione, bensì in funzione della loro posizione nella catena del valore, o nelle industrie finali che supportano, la concentrazione è probabilmente meno accentuata.

In altre parole, l'evoluzione delle classificazioni settoriali è un processo continuo, che deve rispecchiare le classificazioni merceologiche sottostanti nell'economia statunitense in generale (Figura 9B). Notiamo anche che man mano che un numero crescente di settori fa affidamento sulla tecnologia, è ragionevole attendersi che una schiera consistente di società quotate fornisca l'hardware, il software e l'innovazione essenziali richiesti dall'economia più ampia.

In definitiva, gli investitori potrebbero sottovalutare la resilienza dei margini e del free cash flow delle imprese con un'impronta tecnologica e sopravvalutare i rischi derivanti dalla concentrazione. Mentre in tutto il mondo emergono blocchi commerciali rivali, l'innovazione, la tecnologia e i dati sono considerati in misura crescente come asset strategici. I governi sembrano meno propensi a smembrare le grandi aziende tecnologiche leader di mercato, lasciando che il settore operi come un "monopolio tollerato", in grado di sfruttare le rendite monopolistiche e imporre così valutazioni superiori.

L'impatto della tecnologia si fa sentire in tutti i settori, anche se le classificazioni degli indici si evolvono e le ponderazioni per la capitalizzazione di mercato in seno all'S&P 500 cambiano

Figura 9A: Evoluzione della ponderazione settoriale nell'S&P 500



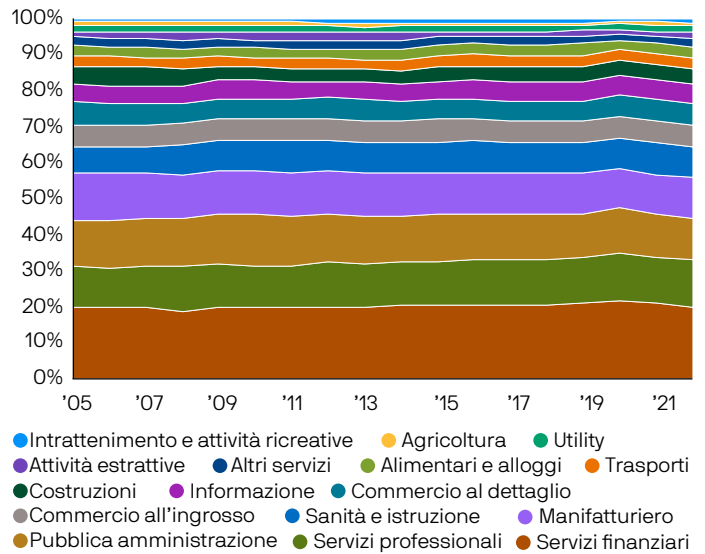
Fonte: Bloomberg; dati al 31 agosto 2023.

Anche se i margini USA si dimostrano resilienti, i rendimenti disponibili in altri mercati sviluppati rimangono al confronto interessanti. Il dominio sul mercato delle imprese statunitensi negli anni 2010 fa ora fronte alla concorrenza dell'Europa e del Giappone in particolare.

L'Europa è da tempo emersa dall'ombra gettata dalla crisi dell'Eurozona. Benché l'impatto sulla fiducia delle imprese sia stato significativo, la regione è ancora sede del 15% dei marchi più apprezzati del mondo. Inoltre, l'ecosistema finanziario sta evolvendosi e diventando più coordinato e, a nostro avviso, più favorevole all'azionario. Al contempo, il RoE giapponese è in via di ripresa dato che l'indolenza delle imprese e gli extra-risparmi di due decenni persi sono ormai consegnati alla storia.

Per contro, le prospettive per l'azionario dei mercati emergenti si sono attenuate. Gli investitori nutrono un crescente scetticismo nei confronti delle prospettive per la Cina e non sono disposti a pagare multipli elevati. I titoli cinesi sono rimasti estranei al rally del 2023 e i rendimenti attesi sono pertanto supportati da un punto iniziale più basso. Quest'anno il premio di rendimento dell'azionario dei ME rispetto ai MS diminuisce comunque di 40 pb in USD.

Figura 9B: Storico del contributo del settore merceologico all'attività economica USA (GVA)



Fonte: Haver Analytics; dati a dicembre 2022.

## Investimenti alternativi: rendimenti al passo con gli asset liquidi, persiste il potenziale di alfa

I minori rendimenti azionari esercitano pressioni ribassiste sui rendimenti previsti per il private equity (PE) e alcune classi di hedge fund. Al contempo, i rendimenti attesi per gli asset reali, quali immobiliare, infrastrutture e trasporti, nonché per il private credit e il venture capital (VC) sono più alti quest'anno. I dettagli sottostanti meritano un'analisi poiché evidenziano le interessanti proprietà di generazione di alfa e diversificazione degli asset alternativi.

Il calo delle previsioni del Private Equity emerge a livello aggregato, con la previsione ponderata per la capitalizzazione in calo di 20 pb al 9,7%. Ciò è però interamente imputabile alla flessione di 50 pb, ossia al 9,70%, delle previsioni per il PE large cap. Il PE small e mid cap, così come il VC, registrano aumenti modesti, che riflettono la domanda perdurante di finanziamenti per la crescita e una minore sensibilità all'incremento del costo del finanziamento mezzanino, che grava sul PE large cap.

Lo scorso anno, la nostra previsione per gli investimenti alternativi finanziari ha applicato una penale per le riduzioni di valore anticipate degli asset, che hanno più che compensato il miglioramento delle prospettive di alfa. Quest'anno, le riduzioni di valore sono ampiamente incorporate e le previsioni di alfa rimangono stabili: la somma di questi effetti serve a compensare in parte l'onere derivante del beta dei mercati pubblici (Figura 10).



In tutti i settori e le strategie alternative, le performance future potrebbero mostrare una maggiore dispersione dei rendimenti

Figura 10: Strategie alternative selezionate: ipotesi di rendimento (a leva\*, al netto delle commissioni, in %)

| Asset reali                                           | 2024 | 2023 | Strumenti finanziari alternativi                   | 2024 | 2023 |
|-------------------------------------------------------|------|------|----------------------------------------------------|------|------|
| <b>Private equity immobiliare (valuta locale)</b>     |      |      | <b>Private equity (USD)<sup>†</sup></b>            |      |      |
| Core USA                                              | 7,5  | 5,7  | <b>Composito ponderato per la capitalizzazione</b> | 9,7  | 9,9  |
| Value-added USA                                       | 9,7  | 7,7  | Private equity - small cap                         | 9,7  | 9,5  |
| Core Europa                                           | 5,6  | 4,7  | Private equity - mid cap                           | 9,5  | 9,4  |
| Value-added Europa                                    | 7,5  | 6,7  | Private equity - large/mega cap                    | 9,7  | 10,2 |
| Core Asia-Pacifico                                    | 7,1  | 6,1  | <b>Debito privato (USD)</b>                        |      |      |
| <b>REIT (valuta locale)</b>                           |      |      | Direct lending                                     | 8,5  | 7,8  |
| REIT USA                                              | 8,2  | 6,8  | <b>Venture capital (USD)</b>                       |      |      |
| REIT Europa                                           | 8,0  | 6,1  | Venture capital                                    | 9,2  | 8,5  |
| REIT Asia-Pacifico                                    | 7,0  | 5,1  | <b>Hedge fund (USD)</b>                            |      |      |
| REIT globali**                                        | 7,9  | 6,4  | Equity long bias                                   | 4,7  | 5,0  |
| <b>Prestiti ipotecari commerciali (valuta locale)</b> |      |      | Event-driven                                       | 5,0  | 5,4  |
| USA                                                   | 6,3  | n/a  | Relative Value                                     | 4,9  | 4,9  |
| <b>Infrastrutture globali (USD)</b>                   |      |      | Macro                                              | 3,6  | 4,1  |
| Core                                                  | 6,8  | 6,3  | Diversified <sup>††</sup>                          | 5,0  | 5,0  |
| <b>Trasporti globali (USD)</b>                        |      |      | Conservative <sup>‡</sup>                          | 3,7  | 3,7  |
| Core                                                  | 7,7  | 7,5  |                                                    |      |      |
| <b>Legname globale (USD)</b>                          |      |      |                                                    |      |      |
| Legname globale                                       | 6,2  | 6,7  |                                                    |      |      |
| <b>Materie prime (USD)</b>                            |      |      |                                                    |      |      |
| Materie prime                                         | 3,8  | 3,1  |                                                    |      |      |
| Oro                                                   | 4,1  | 3,5  |                                                    |      |      |

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2022 e al 30 settembre 2023.

\* Tutte le ipotesi di rendimento incorporano una leva finanziaria, a eccezione delle materie prime, dove non è applicabile.

\*\* Il composito mondiale è costruito con le seguenti ponderazioni: circa 70% Stati Uniti, 10% Europa e 20% Asia-Pacifico.

† Il composito di private equity è ponderato per il patrimonio in gestione: 65% large cap e mega cap, 25% mid cap e 10% small cap. Le categorie di capitalizzazione si riferiscono alle dimensioni del pool di asset, che ha una correlazione diretta con le dimensioni delle società acquisite, tranne nel caso delle mega cap.

†† L'ipotesi per i Diversified rappresenta il rendimento previsto per gli hedge fund multi-strategia.

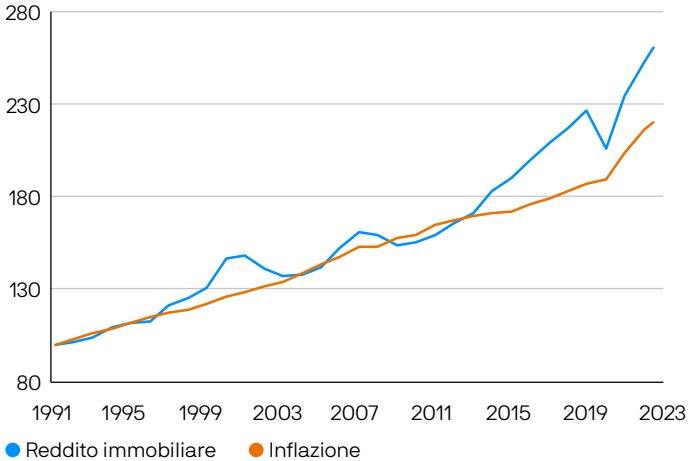
‡ L'ipotesi per i Conservative rappresenta il rendimento previsto per gli hedge fund multi-strategia che cercano di ottenere rendimenti coerenti e una bassa volatilità complessiva del portafoglio investendo principalmente in strategie a bassa volatilità, come l'azionaria market-neutral e l'arbitraggio del reddito fisso. L'ipotesi per i Conservative del 2024 utilizza un beta dello 0,70 rispetto ai diversificati.

Nel 2022, la diversificazione offerta dagli asset reali contro gli shock dell'inflazione ha fornito un' apprezzata protezione dato il crollo dei mercati azionari e obbligazionari. I critici sostengono che gli asset reali sono stati particolarmente protetti da un ciclo mark-to-market più lento, ma gli asset reali possiedono una resilienza naturale all'inflazione e hanno tenuto bene durante i precedenti periodi inflazionistici (**Figura 11**).

### Negli ultimi 30 anni il reddito immobiliare ha generalmente superato l'inflazione

**Figura 11: Reddito immobiliare vs inflazione**

Valore iniziale = 100



Fonte: J.P. Morgan Asset Management GRA Research, NCREIF, Bureau of Labor Statistics; dati al 30 giugno 2023.

Quest'anno, abbiamo osservato adeguamenti tra gli asset reali che portano le previsioni di rendimento più in linea con quelle dei mercati pubblici. Malgrado alcuni problemi ampiamente segnalati in determinati segmenti del settore immobiliare commerciale USA e la persistente debolezza in Cina, riteniamo che le prospettive per l'immobiliare core siano robuste. Nel complesso degli asset reali in generale, le prospettive di rendimento si mantengono resilienti: le previsioni per i trasporti core e le infrastrutture core salgono rispettivamente di 20 pb al 7,7% e di 50 pb al 6,8%. Oltre ai rendimenti interessanti, gli asset reali offrono un potenziale di diversificazione particolarmente gradito alla luce della maggiore volatilità dell'inflazione che ci aspettiamo nel nostro orizzonte previsionale.

## Portafogli più intelligenti per un mondo in transizione

Nei prossimi 10 - 15 anni, a nostro avviso faremo fronte non solo alle problematiche di un mondo in transizione ma anche, in ugual modo, all'opportunità di costruire portafogli resistenti a tali problematiche. La transizione da disinflazione a rischi bidirezionali per l'inflazione e da una politica accomodante a costi del capitale più elevati, ci impone di isolare i portafogli da qualcosa di più dei semplici shock per la crescita. Al tempo stesso, sarà importante cogliere i temi di investimento emergenti, soprattutto in relazione alla transizione energetica e all'adozione della tecnologia.

Il portafoglio 60/40 ha superato la prova del tempo, ma le attuali prospettive di rendimenti interessanti in gran parte dei mercati degli asset consentono agli investitori di sfruttare il 60/40 con modalità diverse e innovative. La costruzione di portafogli più intelligenti per un mondo in transizione richiede agli investitori di andare oltre la liquidità e i benchmark per cogliere rendimenti migliori nell'ambito delle serie di opportunità esistenti. L'ampliamento delle serie di opportunità, soprattutto sul fronte degli investimenti alternativi e tramite una maggiore diversificazione internazionale, può schiudere nuovi orizzonti di rendimento e diversificazione. E alla luce del maggiore rischio bidirezionale per l'inflazione e del cambiamento a livello di fonti di capitale, osserviamo crescenti opportunità per gli investitori di migliorare i rendimenti tramite alfa attivo e selezione del gestore.

Lo scorso anno la transizione più netta è avvenuta nella politica monetaria. I tassi di riferimento più elevati rendono la liquidità un asset più interessante; tuttavia, i tassi più alti penalizzano i detentori di altri asset a causa del costo del carry. È comunque improbabile che i tassi restino elevati a lungo e l'ostacolo del carry verrà meno rapidamente. La nostra stima di tassi di liquidità reali neutri rispetto al ciclo aumenta leggermente, ma in media gli indici di Sharpe e i premi al rischio previsti (**Figure 12A e 12B**) degli altri asset non risentono particolarmente dei tassi di liquidità iniziali elevati. Ciò nonostante, le curve invertite e i tassi di liquidità iniziali elevati comportano una difficoltà tattica che gli investitori devono gestire nel breve termine.

I tassi di liquidità iniziali elevati hanno un impatto relativamente modesto sui rendimenti corretti per il rischio nel lungo termine

Figura 12A: Aumento dei rendimenti (premi)

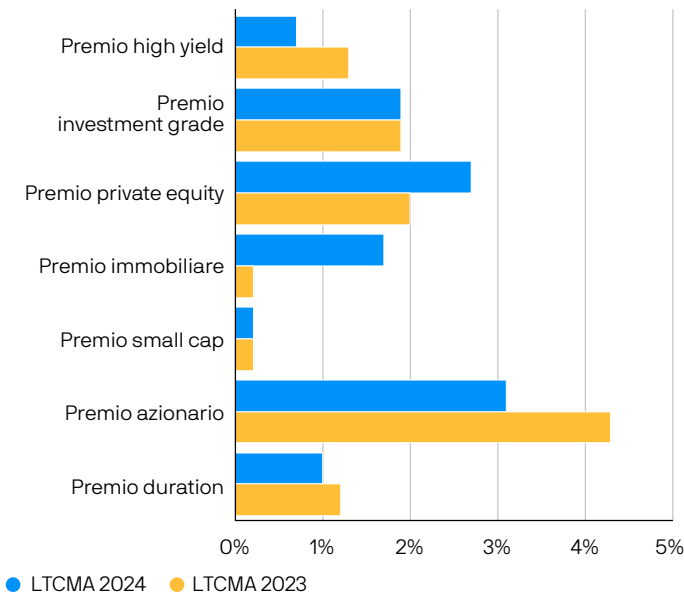
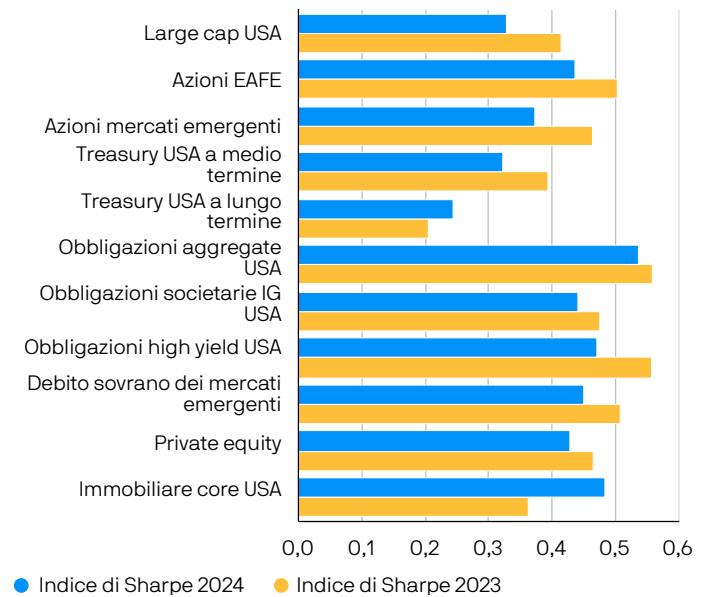


Figura 12B: Indici di Sharpe



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

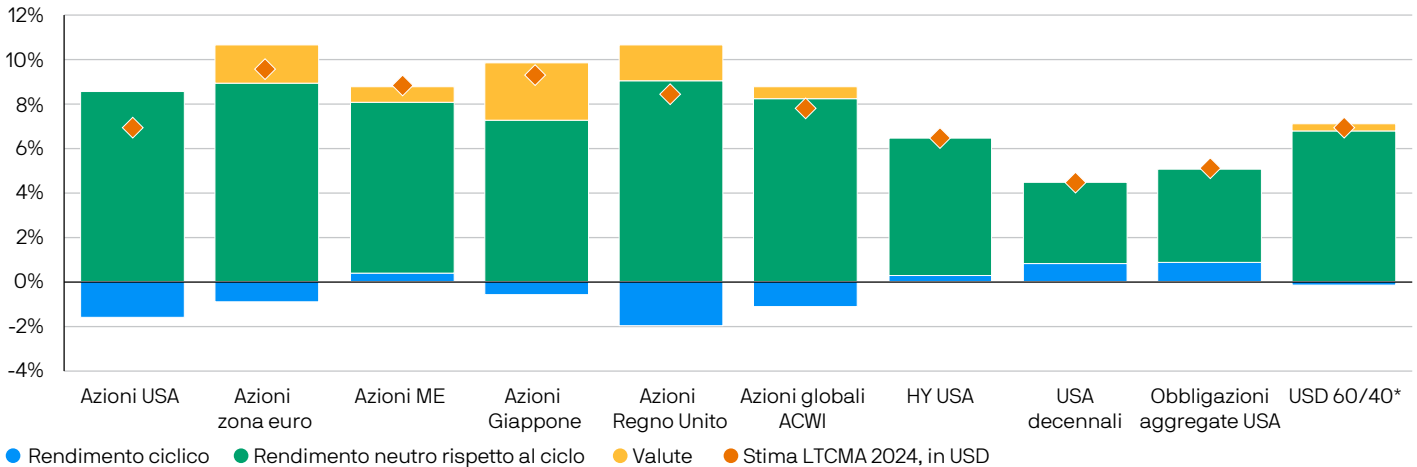
Sebbene i tassi di liquidità elevati appaiano interessanti, gli investitori dovrebbero ricordare che l'investimento in Treasury Bill può consentire di percepire il 5% a fronte di un rischio limitato oggi, ma non permette di ottenere rendimenti composti nel lungo termine. In breve, è imperativo andare oltre la liquidità. Secondo le nostre stime, un dollaro investito in liquidità varrà, in termini reali, USD 1,04 di qui a un decennio, mentre in un semplice strumento di mercato pubblico 60/40 salirebbe a USD 1,54, e in uno strumento 60/40 con il 25% di strumenti alternativi varrebbe oltre USD 1,60.

Nel lungo termine, l'insieme degli asset<sup>5</sup> si muove generalmente in linea con i tassi di liquidità in quanto i rendimenti attesi dai vari asset oscillano al rialzo e al ribasso, grosso modo in sintonia con il loro profilo di rischio. Di conseguenza, per gli investitori che si sono già spinti oltre la liquidità, la capacità di estendere ulteriormente il raggio d'azione entro la loro serie di opportunità a livello di asset – allocazione fattoriale, diversificazione internazionale, strategie di currency overlay, ecc. – non è limitata dai tassi di liquidità più elevati. Rispetto allo scorso anno, le valutazioni azionarie sono più alte e si traducono in un modesto fattore ciclico sfavorevole per le azioni. Per contro, i rendimenti iniziali elevati sono un fattore ciclico favorevole per le obbligazioni. Nel complesso, la componente ciclica dei rendimenti rimane tuttavia relativamente ridotta (Figura 13).

<sup>5</sup> La struttura di capitale dei mercati degli asset in base ai livelli di rischio e rendimento: azioni nella fascia inferiore, seguite da credito e debito sovrano, con liquidità nella fascia superiore.

Le azioni presentano fattori ciclici sfavorevoli modesti, mentre i rendimenti iniziali elevati costituiscono un fattore ciclico favorevole per molte classi di asset del reddito fisso

Figura 13: Fattori di rendimento ciclici e neutri rispetto al ciclo per i principali attivi in USD



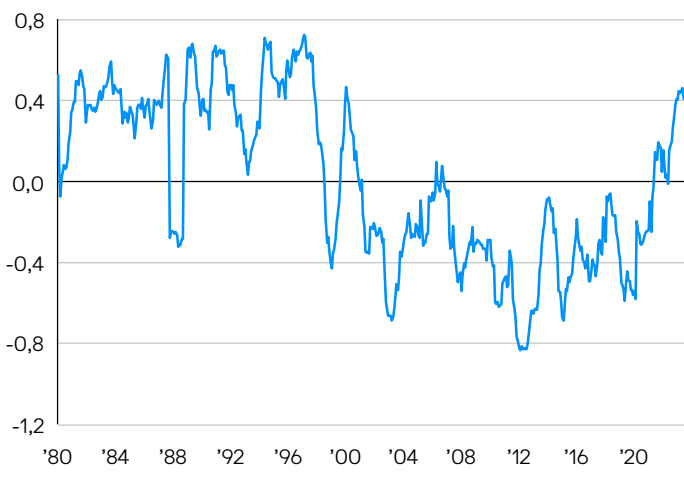
Fonte: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; dati a settembre 2023.

\* USD 60/40 si riferisce a un portafoglio costituito al 60% da MSCI AC World Equity e al 40% da Bloomberg US Aggregate Bonds, in USD.

Lo scorso anno il nostro messaggio si è sostanzialmente incentrato sul balzo delle previsioni dei rendimenti previsti per la serie di attivi dei mercati pubblici, mentre quest'anno riguarda più l'ampiezza delle opportunità disponibili nei mercati degli attivi in generale. Quando il rischio di inflazione è bidirezionale e la correlazione azioni-obbligazioni non è più negativa in modo affidabile (Figura 14), gli investitori devono ampliare la loro serie di opportunità per includere nuovi assi di diversificazione allo scopo di proteggere i portafogli e rafforzare i potenziali rendimenti.

Una correlazione positiva, o instabilmente negativa, aumenta l'esigenza di nuove dimensioni di diversificazione del portafoglio

Figura 14: Correlazioni S&P 500/Treasury USA a 10 anni



Fonte: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. I rendimenti passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

Un set di opportunità più ampio può certamente includere asset alternativi, che nel 2022 si sono dimostrati efficaci come elemento di diversificazione in un contesto di inflazione. Spesso si contesta l'illiquidità degli investimenti alternativi, ma crediamo che la liquidità rimanga un premio al rischio sottoutilizzato in numerosi portafogli. Inoltre, le opportunità di alfa derivanti dalla selezione del gestore nell'ambito degli investimenti alternativi possono spesso alleviare le preoccupazioni per l'illiquidità.

Il contesto per migliorare i portafogli tramite la selezione del gestore e l'alfa attivo è ritornato a seguito dell'abbandono delle politiche estremamente espansive. Le banche centrali non forniscono più capitali illimitati a basso costo; al contrario, i tassi di liquidità più elevati vanno a drenare fonti di capitale private. Oggi il capitale non è necessariamente scarso, ma non è più a costo zero. In parole povere, quando il capitale è fornito da acquirenti di asset con un obiettivo di stabilità finanziaria, gli acquisti sono indiscriminati, ma quando il capitale è fornito da investitori con un obiettivo di rendimento, gli acquisti sono selettivi. Gli investimenti più selettivi incrementano la differenziazione delle performance degli asset e il potenziale per gli stili di investimento attivi.

Naturalmente, vi sono rischi per le nostre prospettive (Figura 15). Riteniamo però che i mercati degli attivi odierni offrano molte opportunità per incorporare rendimenti diversificati nei portafogli e migliorare così la resistenza di tali portafogli agli shock.

Nel nostro orizzonte a 10-15 anni, esaminiamo alcuni dei rischi ciclici e, invece, integriamo dei rischi che potrebbero alterare il trend della crescita o dell'inflazione, o lasciare un'impronta duratura sui rendimenti degli attivi a lungo termine

Figura 15: Principali rischi strutturali che incidono sulle nostre previsioni a lungo termine e ipotesi di rendimento degli attivi

| Rischio                                                                                                                | Rialzo o ribasso? | Descrizione                                                                                                                                                                                                                                                      | Implicazioni macro o per le classi di attivo                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Preoccupazioni per la posizione fiscale accomodante e la sostenibilità del debito                                      | Ribasso           | Il maggiore attivismo della politica fiscale, nel quadro di problematiche fiscali strutturali derivanti dall'invecchiamento della popolazione, crea preoccupazioni per la sostenibilità del debito                                                               | L'attivismo fiscale è destinato a confrontarsi con il rigore monetario. Negativo per le obbligazioni e in definitiva le azioni man mano che emerge la necessità di moderazione fiscale. Conseguenze valutarie significative se le preoccupazioni si limitano a una sola economia o regione.                                                            |
| Peggioramento del clima o della situazione ambientale                                                                  | Ribasso           | Eventi climatici più frequenti o più estremi che portano alla distruzione di risorse produttive e interruzioni della fornitura di cibo e materiali di base                                                                                                       | Turbative dell'offerta nel breve termine e quindi pressioni sulle scarse risorse durante la ricostruzione determinano un aumento dell'inflazione: positivo per materie prime e asset reali, negativo per obbligazioni, azioni, credito                                                                                                                 |
| Accelerazione o espansione del conflitto Russia-Ucraina                                                                | Ribasso           | La guerra d'attrito si trasforma in un conflitto vero e proprio con i membri NATO vicini, o provoca cyberattacchi aggressivi contro gli Stati Uniti                                                                                                              | Nuovi shock a livello di catene di approvvigionamento e rischio di sanzioni per rappresaglia causano ulteriori turbative per gli scambi commerciali. Positivo per le obbligazioni e il dollaro USA, favorevole alle materie prime, negativo per le azioni, l'Europa è la regione più penalizzata                                                       |
| Riaccendersi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina                                                         | Ribasso           | Washington e Pechino si trovano in una nuova disputa commerciale con imposizione reciproca di dazi e sanzioni su un'ampia gamma di beni                                                                                                                          | L'ulteriore ritracciamento sui blocchi regionali danneggia la crescita e ha ripercussioni inflazionistiche. I prezzi delle materie prime rimangono elevati, i settori industriali sotto pressione perché le catene di approvvigionamento sono compromesse, mentre le nazioni ASEAN e l'India potrebbero trarre profitto                                |
| Indipendenza energetica europea tramite investimenti in rinnovabili                                                    | Rialzo            | I Paesi europei raddoppiano gli investimenti dopo aver ridotto la dipendenza dal gas russo per accelerare l'adozione di fonti energetiche rinnovabili e infrastrutture sostenibili                                                                               | Eliminazione dell'incertezza dalla rete energetica europea e approfondimento delle competenze grazie agli investimenti conferiscono uno slancio positivo alla produttività, mentre i miglioramenti infrastrutturali offrono un ulteriore supporto positivo, EUR e azioni UE vincitori netti                                                            |
| Accelerazione dell'adozione dell'intelligenza artificiale                                                              | Rialzo            | La scarsità di forza lavoro che limita la crescita in alcune regioni è attenuata, si creano spazi per un rimbalzo della produttività, notevole miglioramento del trend di crescita                                                                               | Positivo per il PIL reale e limita l'inflazione; favorevole per le azioni dei mercati sviluppati, il credito e altri asset rischiosi; mitiga alcuni rischi di rialzo dell'inflazione                                                                                                                                                                   |
| Ciclo di investimenti e spese in conto capitale migliore del previsto                                                  | Rialzo            | L'aumento della spesa fiscale e la ripresa delle spese in conto capitale dopo la pandemia aumentano la capacità produttiva e la qualificazione della manodopera                                                                                                  | Positivo per il PIL reale e limita l'inflazione; favorevole per le azioni, il credito e altri asset rischiosi; mitiga alcuni rischi di rialzo dell'inflazione sui mercati obbligazionari; può favorire i mercati sviluppati rispetto ai mercati emergenti                                                                                              |
| Default del debito USA                                                                                                 | Ribasso           | Il tetto al debito e altri problemi di bilancio negli Stati Uniti giungono a uno stallo provocando un default; i rimborsi del debito consumano una percentuale di bilancio eccessiva per essere politicamente accettabili                                        | Estremamente negativo per gli asset rischiosi; i rischi causano una stretta della liquidità in quanto le incertezze sulle definizioni di asset privi di rischio sono messe in discussione. Inizialmente positivo per le obbligazioni, ma potrebbe rapidamente tradursi in una sovraperformance delle obbligazioni non USA; positivo per oro, CHF e JPY |
| Rapido abbandono del dollaro USA come principale valuta di riserva                                                     | Ribasso           | Emergono degli sfidanti dell'USD (criptovalute o altre valute tradizionali) che dirottano gli asset dal biglietto verde; diminuisce la domanda di asset USA e aumenta l'attenzione sul disavanzo USA                                                             | Negativo per crescita, USD, obbligazioni, credito e azioni; positivo per immobiliare e materie prime                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Altre pandemie o emergere di varianti resistenti ai vaccini                                                            | Ribasso           | Emergono ceppi vaccino-resistenti della pandemia attuale o patogeni completamente nuovi, che rendono necessari nuovi lockdown e creano interruzioni nelle catene di approvvigionamento a livello mondiale                                                        | Negativo per la crescita, ma può portare a ulteriori stimoli, determinando volatilità ciclica e ulteriori aumenti del disavanzo; positivo per le obbligazioni nel breve periodo, ma rischi di repressione finanziaria a lungo termine; aumenta la volatilità delle azioni e del credito                                                                |
| Incorporazione delle aspettative inflazionistiche da parte del mercato costringendo a una stretta monetaria permanente | Ribasso           | Le banche centrali creano condizioni finanziarie non ragionevoli a causa delle aspettative d'inflazione al consumo incorporate dal mercato; la crescita è soffocata e l'investimento scoraggiato a causa dei tassi d'interesse alti e dell'incertezza sui prezzi | I rendimenti obbligazionari salgono, i multipli azionari scendono ulteriormente; le azioni growth sono sotto pressione e i margini in picchiata generale. Le correlazioni positive azioni-obbligazioni si consolidano; gli asset reali e le infrastrutture tengono meglio                                                                              |

Figura 15: Principali rischi strutturali che incidono sulle nostre previsioni a lungo termine e ipotesi di rendimento degli attivi (continua)

| Rischio                                                                    | Rialzo o ribasso? | Descrizione                                                                                                                                                                                                                                                                        | Implicazioni macro o per le classi di attivo                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| La stretta quantitativa provoca notevoli turbative di mercato              | Ribasso           | Le banche centrali perseguono una riduzione aggressiva del bilancio e gli acquirenti privati non riescono ad assorbire l'offerta incrementale, oltre all'emissione obbligazionaria strutturalmente più elevata                                                                     | Negativo per tutti gli asset perché i rendimenti obbligazionari più elevati minacciano le valutazioni e tutte le altre classi di attivo                                                                                                                                                         |
| Turbative finanziarie sulla scia dell'abbandono dei tassi d'interesse zero | Ribasso           | Crescono i rischi di contagio in alcune parti del sistema finanziario. Alcuni mercati privati sono potenzialmente più vulnerabili, dati i minori controlli normativi rispetto al sistema bancario. Anche il settore immobiliare commerciale rappresenta un'area di preoccupazione. | La vendita di asset per soddisfare le margin call può causare un brusco calo dell'offerta di credito, non inizialmente notato a causa di limitati ostacoli al rifinanziamento; tuttavia, nel lungo periodo, le aziende e i settori con leva finanziaria si troveranno sotto una forte pressione |

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati a ottobre 2023.

Dalla sintesi delle nostre prospettive di rendimento, emerge che le frontiere tra azioni e obbligazioni sono più piatte (Figura 16A e 16B), in quanto riflettono un punto iniziale del ciclo più avanzato, con tassi elevati, ma il livello di rendimenti disponibili per gli investitori azionari è ancora in prossimità della media di lungo termine. Man mano che l'inflazione scende verso il livello neutro rispetto al ciclo a lungo termine, i rendimenti reali disponibili per i vari asset creano un contesto d'investimento ragionevolmente interessante. Notiamo anche un terreno di caccia più ricco per gli investitori attivi poiché le nuove fonti di capitale impongono una maggiore differenziazione a livello di asset.

Una cosa è chiara: in un mondo in transizione, il capitale è in movimento. Stare a guardare non è un'opzione e nel lungo periodo crediamo che i mercati degli asset continuino a offrire prospettive di rendimento interessanti agli investitori con ogni grado di propensione al rischio.

Anche se la frontiera tra azioni e obbligazioni si appiattisce, il potenziale di rendimento reale appare interessante e la differenziazione a livello di attivi offre un terreno di caccia più ricco agli investitori attivi

Figura 16A: Frontiere azioni-obbligazioni in USD e portafogli 60/40 basati sulle LTCMA per rischio e rendimento 2024 vs. 2023 (%)

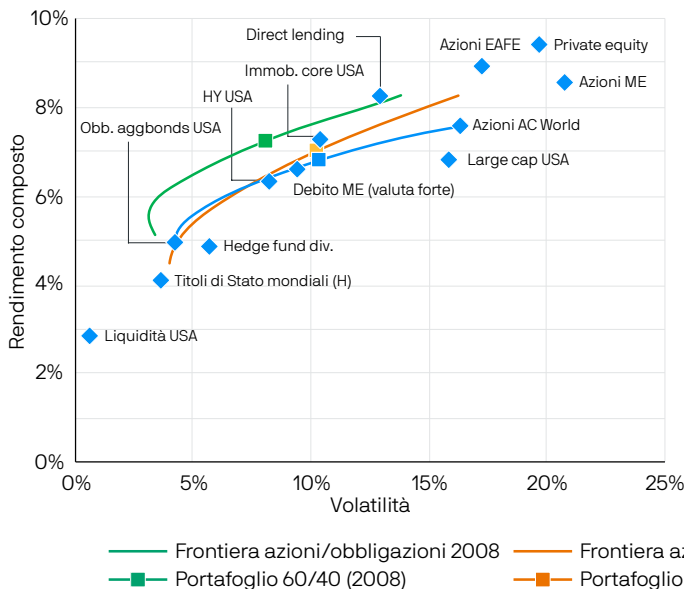
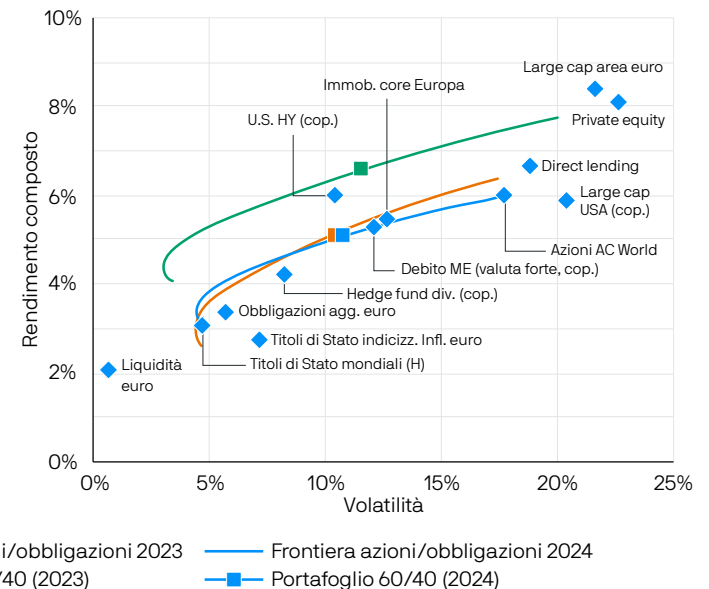


Figura 16B: Frontiere azioni-obbligazioni in EUR e portafogli 60/40 basati sulle LTCMA per rischio e rendimento 2024 vs. 2023 (%)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2023.

## Ringraziamenti

**John Bilton, CFA**  
Head of Global Multi-Asset  
Strategy  
Multi-Asset Solutions

**Monica Issar**  
Global Head of Wealth  
Management Multi-Asset  
and Portfolio Solutions

**Usman Naeem**  
Portfolio Manager  
Global Fixed Income,  
Currency & Commodities

**Karen Ward**  
Chief Market Strategist, EMEA  
Global Market Insights  
Strategy

**Michael Feser, CFA**  
Portfolio Manager  
Multi-Asset Solutions

**Dr. David Kelly, CFA**  
Chief Global Strategist  
Head of Global Market  
Insights Strategy

**Pulkit Sharma, CFA, CAIA**  
Head of Alternatives  
Investment Strategy &  
Solutions

**Anthony Werley**  
Chief Investment Officer  
Endowments & Foundations  
Group

**Jared Gross**  
Head of Institutional  
Portfolio Strategy

**Grace Koo, Ph.D.**  
Quantitative Analyst  
and Portfolio Manager  
Multi-Asset Solutions

**Rajesh Tanna**  
Portfolio Manager  
International Equities Group

**Gareth Haslip, Ph.D. FIA**  
Global Head of Insurance  
Strategy and Analytics

**Thushka Maharaj, D.Phil, CFA**  
Global Strategist  
Multi-Asset Solutions

---

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions: data la complessità intrinseca del trade-off rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul proprio giudizio, oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa, nel definire le strategie di allocazione. Si fa presente che tutte le informazioni riportate sono basate su analisi qualitative. L'affidamento esclusivo a queste ultime è sconsigliato. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in una particolare classe di attivo o strategia, né una garanzia di rendimenti futuri. Si segnala che le classi di attivo e le ipotesi strategiche riportate nel presente documento sono esclusivamente passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. I riferimenti a rendimenti futuri non sono indicativi né garanzia dei rendimenti effettivamente conseguibili dai portafogli dei clienti. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a solo scopo illustrativo. Non vanno intese come raccomandazioni d'acquisto o di vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle condizioni di mercato correnti sono frutto del nostro giudizio e sono soggette a variazioni senza preavviso.

Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi né deve essere utilizzato come una consulenza contabile, legale o fiscale. Gli esiti delle previsioni sono indicati a solo scopo illustrativo/analitico e sono soggetti a limitazioni rilevanti. Le stime di rendimenti "attesi" o "alfa" sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni dei dati storici da cui tali stime sono desunte determineranno implicazioni diverse per i rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivo sono dipendenti da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, rispetto al passato, pertanto un investitore non dovrebbe aspettarsi di conseguire risultati simili ai dati riportati nel presente documento. I riferimenti a rendimenti futuri sia per le strategie di asset allocation che per le classi di attivo non sono garanzie dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, i potenziali investitori non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel formulare decisioni di investimento. Il modello non può tenere conto dell'impatto che fattori economici, di mercato e di altra natura possono avere sull'implementazione e sulla regolare gestione di un effettivo portafoglio d'investimento. A differenza delle performance di portafoglio reali, i risultati del modello non riflettono contrattazioni, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori reali suscettibili di incidere sui rendimenti futuri. Le ipotesi del modello sono solo passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. La capacità di un gestore di conseguire simili rendimenti è soggetta a fattori di rischio che possono esulare in tutto o in parte dal controllo del gestore stesso. Le opinioni contenute nel presente documento non sono da intendersi come una consulenza o una raccomandazione di acquisto o di vendita di investimenti in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Le previsioni, le cifre, le opinioni o le tecniche e strategie di investimento illustrate sono fornite a solo scopo informativo, sono basate su alcune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione. Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare decisioni di investimento e pertanto non deve essere utilizzato come base di valutazione dei meriti dell'investimento in alcun titolo o prodotto. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e stabilire, con l'assistenza dei loro consulenti di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti ai loro obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di disporre di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti possono subire oscillazioni dipendenti dalle condizioni di mercato e dal trattamento fiscale, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. Le performance e i rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. 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. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui alla pagina internet [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) S. à r.l., Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia

LV-JPM54321 | 10/23 | IT | 09kl211811100130