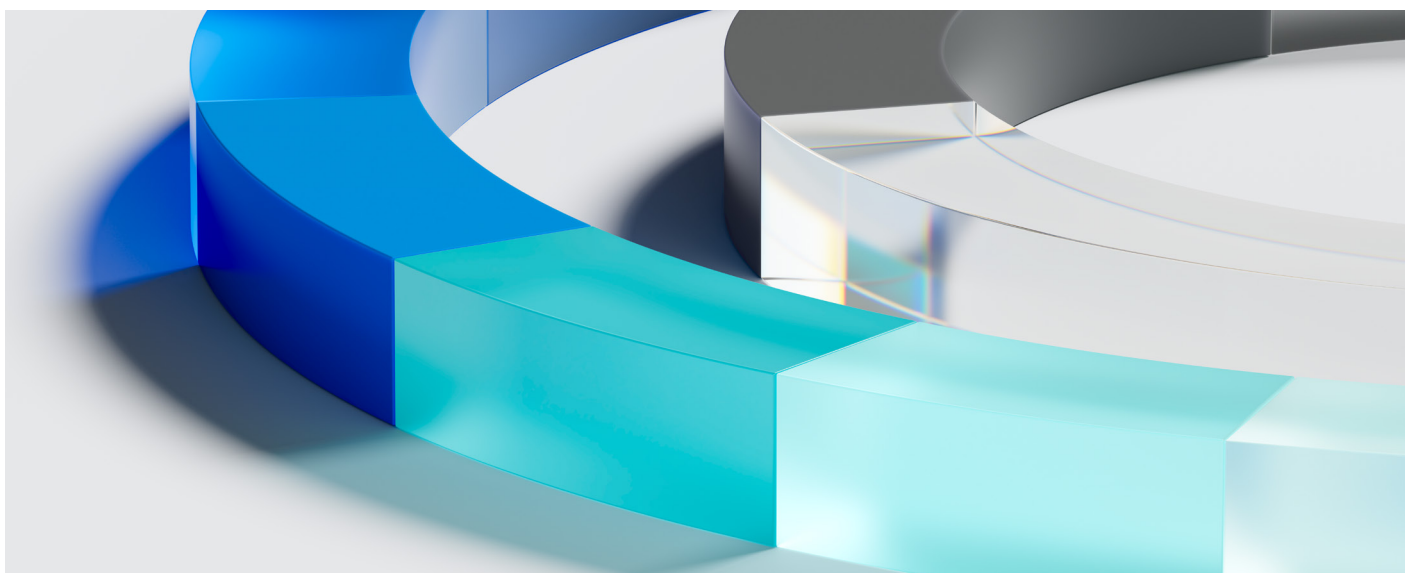


Long-Term Capital Market Assumptions 2023

Executive summary



In sintesi

- Le nostre prospettive di rendimento del 2023 sono in netto contrasto con le previsioni dello scorso anno. Sui mercati, c'è stata la brusca interruzione di alcune anomalie, in particolare i tassi negativi e gli enormi bilanci delle banche centrali. Poche classi di attivo ne sono uscite indenni. Ma le nostre Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) forniscono un quadro più interessante: valutazioni più basse e rendimenti più alti significano che i mercati di oggi offrono i migliori rendimenti potenziali a lungo termine dal 2010.
- Abbiamo davanti una recessione, o almeno diversi trimestri di crescita inferiore al trend. Tuttavia, le nostre previsioni di crescita mondiale rispetto al nostro orizzonte d'investimento di 10-15 anni restano invariate al 2,20%. Nonostante l'inflazione mondiale oggi sia pari al 7,30%, aumentiamo le nostre previsioni d'inflazione mondiale a lungo termine di soli 20 punti base, al 2,60%, e ci aspettiamo che l'elevata inflazione di oggi cali nel corso dei prossimi due anni.
- Dopo una rapida normalizzazione dei tassi d'interesse, le obbligazioni tornano a essere interessanti. Le previsioni sui rendimenti reali per la maggior parte dei titoli di Stato tornano in territorio positivo, confermando ancora una volta il loro ruolo come fonte plausibile di reddito e diversificazione. Tassi senza rischio più elevati si traducono anche in migliori previsioni per il rendimento del credito.
- Le previsioni sui rendimenti azionari aumentano in modo nitido. I margini probabilmente non resteranno sui livelli attuali ma non ritorneranno completamente alla loro media di lungo periodo, mentre le quotazioni presentano livelli d'ingresso interessanti. Dal canto loro, gli investimenti alternativi offrono ancora benefici significativi in termini di diversificazione. Con il dollaro USA ai livelli più alti in assoluto dagli anni '80, la conversione valutaria sarà una componente significativa delle previsioni sui rendimenti.
- Molti temi di lungo periodo che influenzano le nostre prospettive (demografia, modello di globalizzazione, ecc.) richiederanno maggiori spese in conto capitale, paradossalmente proprio nel momento in cui l'abbondanza di capitale a basso costo dell'ultimo decennio sta venendo meno. Con i mercati finanziari che cercano di allocare in modo efficiente lo scarso capitale disponibile, il risultato potrebbe essere un rendimento più idiosincratco, con correlazioni più basse all'interno degli indici.
- Le turbolenze del 2022 hanno portato le previsioni di rendimento degli asset vicino all'equilibrio di lungo periodo; il rapporto 60/40 può ancora una volta costituire la base per i portafogli, mentre gli investimenti alternativi possono offrire alfa, protezione dall'inflazione e diversificazione. Una volta che l'attuale turbolenza dei mercati sarà passata, gli investitori avranno più possibilità di raggiungere gli obiettivi di rendimento di lungo periodo dei portafogli.

Valutazioni più basse e rendimenti più alti significano che i mercati azionari oggi offrono i migliori rendimenti a lungo termine da più di un decennio. Ci è voluto un doloroso crollo dei mercati azionari e obbligazionari per arrivare fin qui e il peggio potrebbe essere non ancora passato. Tuttavia, le turbolenze del 2022 potrebbero essere considerate un momento catartico, rivitalizzando gli strumenti di portafoglio e creando interessanti opportunità d'investimento negli anni a venire.

Nel breve termine, gli investitori si trovano ad affrontare un momento difficile con una recessione, o almeno diversi trimestri di crescita inferiore al trend in vista. Tuttavia, la nostra valutazione del trend di crescita a lungo termine è solo marginalmente inferiore a quella dell'anno scorso. Ci aspettiamo che l'attuale impennata inflazionistica alla fine si assesti a un tasso solo leggermente superiore alle nostre stime precedenti.

Il nostro rendimento annuo previsto per un portafoglio di titoli azionari in USD 60/40 nei prossimi 10-15 anni passa dal 4,30% dell'anno scorso al 7,20%. Negli ultimi 25 anni, il rendimento rolling a 10 anni di questo portafoglio è stato in media del 6,10%. Ma questa statistica ha un suo valore. Il declino secolare dei rendimenti obbligazionari in questo periodo¹ ha fornito un supporto di circa 50 punti base (pb) l'anno (Figura 1A). Senza questo fattore che non ci aspettiamo si riproduca nel prossimo decennio, il confronto storico corretto per un rendimento di un portafoglio 60/40 in dollari USA a 10 anni è più vicino al 5,60%.

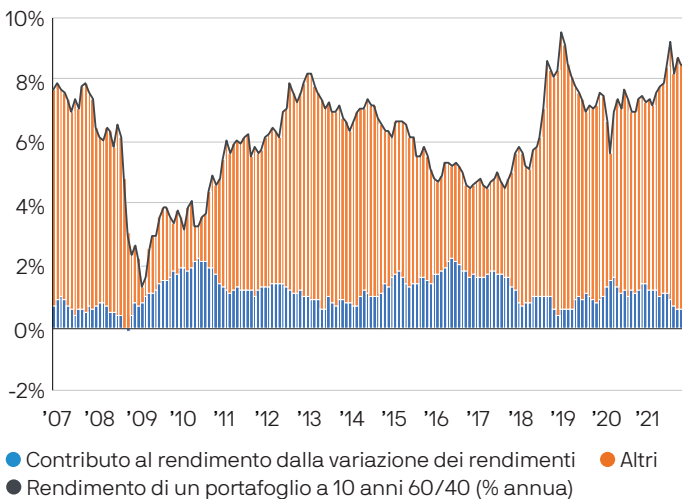
Nel 2022 sono stati registrati diversi cali in molte classi di attivo, con anche gli investitori internazionali colpiti duramente dal rialzo del dollaro (Figura 1B). Oggi, tuttavia, le opportunità per gli investitori a lungo termine con capitale da investire sono le migliori dal 2010². Nel frattempo, vorremmo ricordare a coloro che hanno subito delle perdite dell'ultimo anno che gli investitori in grado di evitare di vendere durante i ribassi tendono a essere ricompensati nel lungo periodo² e che i guadagni più netti sono spesso realizzati all'inizio del ciclo subito dopo l'inversione dei mercati.

Il nostro titolo di quest'anno, Ritorno ai fondamentali, riflette la nostra convinzione che dopo un anno di turbolenze, i principi fondamentali degli investimenti siano ancora solidi. Ancora una volta, il rapporto 60/40 può costituire la base dei portafogli, mentre gli investimenti alternativi possono offrire alfa, protezione dell'inflazione e diversificazione. Nel frattempo, la fine del denaro gratuito, un maggiore rischio bidirezionale sull'inflazione e sulle politiche pubbliche e una maggiore dispersione dei profitti tra gli asset offrono ai gestori attivi maggiori possibilità di cogliere opportunità.

L'anno scorso è stato senza dubbio impegnativo, ma l'assorbimento delle brusche oscillazioni delle valutazioni e dei rendimenti hanno effettivamente rimosso molte dei fattori ciclici sfavorevoli che un'ampia gamma di classi di attivo ha dovuto affrontare lo scorso anno. Posto che le nostre previsioni di quest'anno sono in molti casi vicine alla nostra stima dei rendimenti di equilibrio a lungo termine, potrebbe accadere che la volatilità del 2022 riporti i prezzi di mercato "alla pari", consentendo agli investitori di concentrarsi sul raggiungimento di obiettivi di rendimento del portafoglio a lungo termine con rinnovata fiducia.

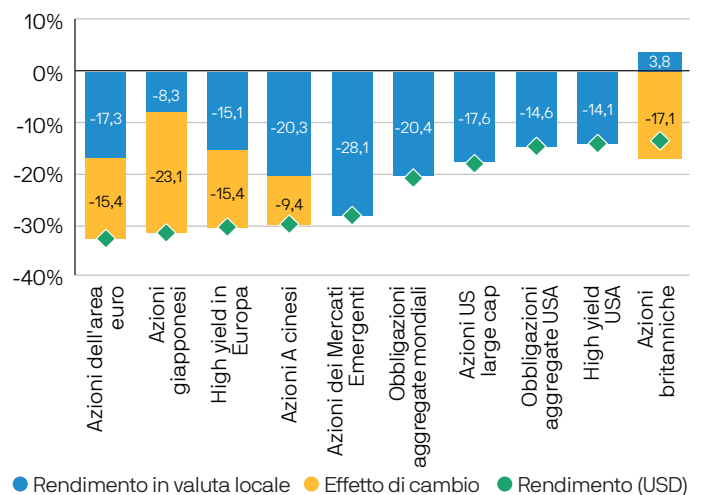
Negli ultimi 25 anni, il calo dei rendimenti obbligazionari ha fornito un costante supporto dei rendimenti dei portafogli 60/40

Figura 1A: Contributo del declino di lungo periodo dei rendimenti obbligazionari ai rendimenti di un portafoglio 60/40 in USD



La recente ondata di vendite sia nei mercati obbligazionari che in quelli azionari ha penalizzato i portafogli bilanciati

Figura 1B: Rendimenti di asset selezionati dal 30 settembre 2021 al 30 settembre 2022, incluso l'effetto del cambio per gli investitori in USD



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

¹ I rendimenti USA a 10 anni hanno registrato un declino di lungo periodo, dal 15,84% nel 1981 a un minimo dello 0,53% nel 2020. Fonte: Bloomberg.

² Considerando quest'anno un drawdown del 16% in un portafoglio 60/40, e ipotizzando un rendimento lineare 60/40 del 7,2%, un portafoglio bilanciato recupera in circa tre anni.

Un percorso accidentato – ora una migliore prospettiva di rendimento

Anche se le previsioni di rendimento a lungo termine migliorano, molti investitori preferiranno attendere l'affievolimento di alcune delle problematiche a breve termine, in particolare, l'inflazione elevata, prima d'investire nei mercati azionari. Ci aspettiamo che l'inflazione si riduca nei prossimi due anni e prevediamo tassi d'inflazione di equilibrio solo modestamente più alti nel prossimo decennio. Tuttavia, i fattori che hanno spinto l'aumento dell'inflazione influenzano le nostre prospettive a lungo termine.

La scarsità di beni chiave, la fragilità nelle catene di approvvigionamento locali, le difficoltà dei mercati del lavoro e un contesto geopolitico teso (esploso con l'invasione russa dell'Ucraina): tutto ciò ha portato a una pressione al rialzo sui prezzi. Affrontare queste vulnerabilità, così come raggiungere le zero emissioni nette di carbonio³ e pianificare la gestione della crescita della popolazione mondiale in corso, richiederà investimenti. Paradossalmente, questa domanda di investimenti di capitale arriva proprio quando le banche centrali si sono messe a combattere con vigore l'inflazione, archiviando un decennio di politica molto espansiva. In altre parole, il capitale disponibile diventerà più raro proprio mentre la domanda strutturale di investimenti è in aumento.

Per essere chiari, ragionevolmente il costo del capitale rimarrà contenuto, ma il contesto di politica accomodante e capitale abbondante, che ha sostenuto il generale apprezzamento degli asset negli anni 2010, è stato sostituito da un mondo in cui il capitale viene razionato attraverso i mercati finanziari. Gli investitori probabilmente scopriranno che questo crea un ambiente in cui i fondamentali contano di più e la dispersione dei rendimenti all'interno di un indice si allarga. Può portare anche a cambiamenti significativi per i vincitori e i perdenti nei mercati azionari sul lungo periodo: con la scarsità di capitale, le aziende che hanno aumentato il proprio bilancio semplicemente con denaro a buon mercato e la promessa di una crescita o di profitti futuri perderanno il favore del mercato, mentre quelle in grado di generare liquidità in modo coerente saranno premiate.

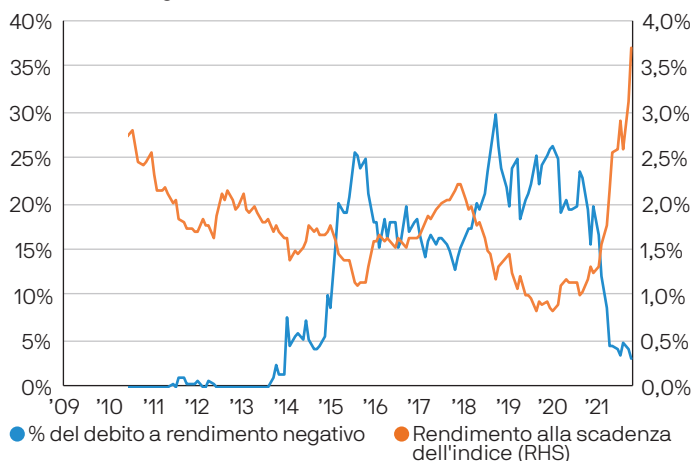
Sia la memoria che l'impatto iniziale della pandemia si sono affievoliti, ma gli effetti sulle catene di fornitura si sentono ancora. La guerra in Ucraina e le restrizioni in corso relative al COVID-19 in alcune parti dell'Asia evidenziano la persistente vulnerabilità dal lato dell'offerta. La combinazione degli stimoli fiscali in risposta alla pandemia e dell'ondata di ottimismo arrivata con la rimozione delle restrizioni ha causato un'impennata della domanda. Le catene di approvvigionamento fragili non sono state in grado di farvi fronte, e il risultato è stato un aumento diffuso dell'inflazione.

Di conseguenza, le difficoltà che ci aspettavamo gli obbligazionisti subissero per diversi anni si sono concentrate in alcuni mesi (Figura 2). Per gli investitori azionari, il netto cambiamento della politica delle banche centrali, dal sostenere la crescita nominale a tutti i costi a combattere l'inflazione a tutti i costi, ha penalizzato i ricavi e gli utili aziendali, altrimenti resilienti: al momento della stesura del presente documento, siamo al culmine di un ciclo di downgrade degli utili che potrebbe compiersi nei prossimi 12 mesi. La stretta delle politiche dovrebbe avere ragione dell'inflazione, ma il costo potrebbe essere una rapida fine dell'attuale ciclo economico.

Nei mercati, si è verificata la fine brusca di alcune anomalie, in particolare i tassi negativi e gli enormi bilanci delle banche centrali. Poche classi di attivo, a eccezione di alcuni asset immobiliari, ne sono uscite indenni.

Abbiamo visto una forte riprezzamento al rialzo dei rendimenti obbligazionari mondiali a livelli che non si vedevano da oltre un decennio

Figura 2: Rendimento delle obbligazioni globali e livello di debito a rendimento negativo, 2009-2022



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

Oggi, le obbligazioni non sono più perdenti seriali. Le azioni restano sensibili al ciclo, ma mentre i margini sembrano ancora alti, le valutazioni non lo sono, e le azioni sono già a un livello d'ingresso a lungo termine interessante. Gli asset immobiliari e i mercati privati continuano ad apparire ampiamente sostenuti e ben orientati rispetto a molti importanti temi d'investimento secolari.

Il cambiamento più importante rispetto allo scorso anno è che le previsioni reali di rendimento per gli asset in tutto lo spettro di rischio sono di nuovo positive. Per la prima volta da anni, gli investitori hanno a disposizione una serie completa di strumenti.

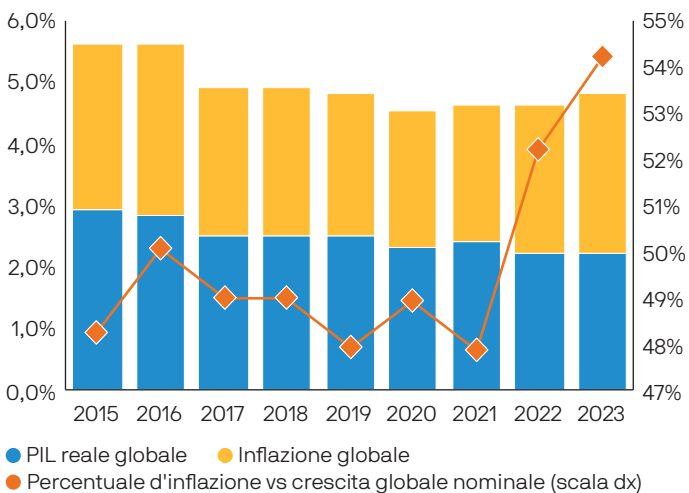
³ Per mantenere il riscaldamento mondiale a non più di 1,5°C, come richiesto dall'Accordo di Parigi, le emissioni devono essere ridotte del 45% entro il 2030 e arrivare a zero in termini netti entro il 2050. Fonte: Nazioni Unite.

Prospettive macroeconomiche – i trend di lungo periodo sono poco colpiti dalle pressioni cicliche

Ci aspettiamo un periodo di crescita globale inferiore al trend di lungo periodo fino a tutto il 2023, con alcune regioni che andranno in recessione. Tuttavia, nonostante le difficoltà cicliche a breve termine, le nostre previsioni sulla crescita globale di lungo periodo nel prossimo decennio sono invariate al 2,20%, soprattutto a causa dei tassi di crescita differenziali tra le regioni emergenti e sviluppate che gradualmente modificano il mix di crescita mondiale⁴. Le nostre previsioni per Stati Uniti e zona euro scendono di 10 pb, rispettivamente all'1,60% e all'1,10%; abbiamo ridotto di 20 pb, al 4,00%, la Cina e di 30 pb, al 5,70%, l'India (Figura 3).

Il mix di crescita reale e inflazione peggiora leggermente a livello globale, ma l'attuale impennata dell'inflazione è destinata a raffreddarsi nel lungo periodo

Figura 3: Andamento delle proiezioni del trend di crescita globale e dell'inflazione



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati a ottobre 2022.

La crescita della produttività ancora una volta ha deluso rispetto al 2022, continuando a rappresentare un rischio evanescente sui ricavi rispetto alle proiezioni di crescita. Se abbiamo ragione nel dire che perseguire zero emissioni di carbonio nette e affrontare la fragilità della catena di approvvigionamento determinerà la ripresa delle spese in conto capitale, allora potrebbe esserci un margine di miglioramento della produttività. Dopo tutto, l'aumento degli investimenti di capitale tende a portare a un aumento della produttività totale dei fattori. Tuttavia, resta poco chiaro quanto di un aumento della spesa in conto capitale possa aumentare la produttività degli asset o la qualificazione della manodopera. Per questo motivo, rimaniamo prudenti nel prevedere ulteriori incrementi di produttività nelle nostre Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA).

Alcuni lettori potrebbero essere sorpresi di vedere le nostre previsioni sull'inflazione muoversi solo leggermente al rialzo: 30 pb in più, al 2,10%, per le economie sviluppate e 10 pb in più, al 3,40%, per i mercati emergenti, spingendo l'inflazione mondiale prevista al rialzo di 20 pb, al 2,60%. Con un'inflazione mondiale⁵ al 7,30% al 30 settembre 2022, la nostra fiducia nel fatto che l'inflazione si raffreddi a livelli in media vicini ai target delle banche centrali può sembrare ottimista. Tuttavia, vediamo pochi segnali del fatto che i consumatori si aspettino che l'inflazione a lungo termine aumenti in modo incontrollabile e poche prove indicano una tolleranza all'inflazione da parte delle banche centrali.

A dire il vero, oggi i rischi per l'inflazione sono notevolmente più bidirezionali, e potrebbero sfociare in una maggiore volatilità dell'inflazione negli anni a venire. Come approfondiamo nella sezione macroeconomica, i fattori di disinflazione a lungo termine come l'adozione della tecnologia e la globalizzazione potrebbero aver rallentato, ma non sono scomparsi. Nel frattempo, le banche centrali hanno riscoperto chiaramente il loro zelo nella lotta all'inflazione, con un rinnovato impegno a raggiungere i target d'inflazione nei prossimi due o tre anni.

⁴ Le economie emergenti crescono a un ritmo più rapido rispetto alle economie sviluppate, quindi nel più lungo periodo le regioni emergenti a crescita più elevata contribuiscono gradualmente a una maggiore quota della crescita mondiale.

⁵ Dati a settembre 2022. Fonte: Bloomberg, Datastream, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management.

Globalizzazione – evoluzione, non crollo

I falchi dell'inflazione spesso sostengono che la "deglobalizzazione" stia spingendo l'inflazione più in alto nel lungo termine. Certamente, il mondo di oggi si sente un luogo più pericoloso rispetto a come è stato dalla fine della Guerra fredda, come sottolineano gli indici di tensione geopolitica, come l'Indice di rischio geopolitico (GPR) della Federal Reserve (Fed) (**Figura 4A**). Se da un lato i blocchi commerciali possono diventare più focalizzati a livello regionale, dall'altro pensiamo che la globalizzazione si evolverà, ma non finirà.

Per il momento, probabilmente il "picco della globalizzazione" è ormai alle spalle, almeno per quanto riguarda il commercio di beni. Tuttavia, negli anni a venire, ci aspettiamo che il commercio funzioni all'incirca in linea con la crescita del PIL (**Figura 4B**), ma che si concentri di più sui servizi e sulla manodopera, e meno sui prodotti finiti. Mentre l'emergere di blocchi commerciali rivali aumenta i rischi di aumento dell'inflazione, in particolar modo quando i blocchi rivali competono per le materie prime scarse, la globalizzazione dei servizi e della forza lavoro può essere una forza disinflazionistica attenuante.

Un mondo più polarizzato, con una rinnovata enfasi sul commercio dei servizi e del lavoro, richiederà una spesa in conto capitale significativa. Ma non tutti gli investimenti si traducono in maggiore produttività. Se essi vengono effettuati semplicemente per sostenere una catena di fornitura già ottimale, è improbabile che ciò porti ad un aumento della produttività. Al contrario, laddove gli investimenti rafforzano la resilienza, migliorano l'efficienza per il settore locale e accrescono le competenze lavorative, l'impatto sui trend di crescita potenziale a lungo termine può essere significativo.

Reddito fisso e valute: le obbligazioni si normalizzano, il dollaro è ancora sopravvalutato

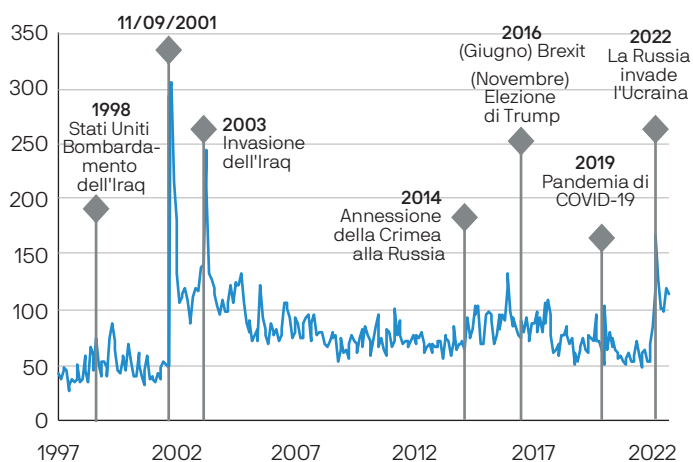
Mentre le nostre previsioni d'inflazione si muovono leggermente al rialzo, le nostre previsioni sui tassi di liquidità neutri rispetto al ciclo aumentano di 20–30 pb per i mercati sviluppati. Per essere chiari, i nostri tassi previsionali rappresentano il tasso medio che ci aspettiamo nei prossimi 10–15 anni, non il tasso terminale del ciclo attuale o il tasso di equilibrio economico (R^*)⁶. Quest'anno, le nostre previsioni sul rendimento della liquidità in USD e in EUR aumentano in modo significativo, rispettivamente al 2,40% e all'1,30%.

Per la prima volta dalla crisi finanziaria mondiale, i tassi d'interesse nella maggior parte delle valute sono pari o superiori al tasso neutro rispetto al ciclo. Ciò implica che la normalizzazione dei tassi non è più un freno ai rendimenti medi e può anche dare un contributo positivo. L'impatto è minimo sugli strumenti a breve, ma significativo per le obbligazioni a più lunga duration. Per le obbligazioni statunitensi a 10 anni, la combinazione di un'ipotesi di leggero rialzo per la liquidità con una curva leggermente più piatta spinge il rendimento neutro rispetto al ciclo al rialzo di 20 pb, al 3,20%. I rendimenti iniziali molto più elevati aumentano le nostre previsioni di rendimento di 160 pb, al 4,00%.

In breve, nel corso dell'ultimo anno i tassi si sono normalizzati rapidamente e faticosamente. Fatta eccezione per il Giappone, le previsioni di rendimento reale per i titoli sovrani del G4 tornano in territorio positivo (**Figura 5**), confermando ancora una volta il loro ruolo come fonte plausibile di reddito e diversificazione.

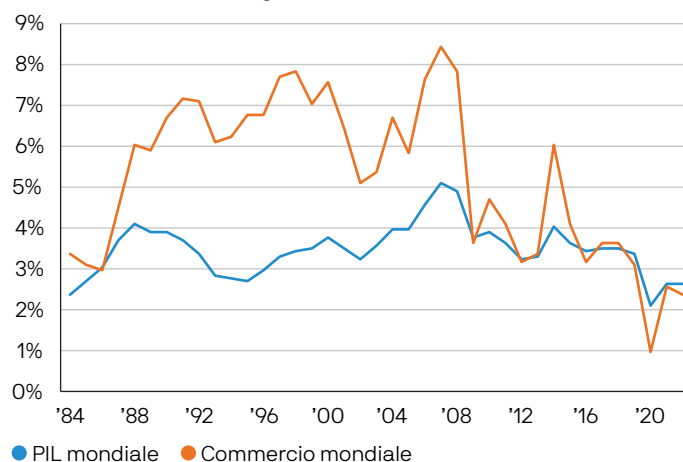
Il rischio geopolitico mondiale sta mostrando una maggiore volatilità dopo un breve periodo di calma alla fine del decennio

Figura 4A: L'indice di rischio geopolitico della Fed (GPR) mostra un'elevata tensione



È probabile che la crescita del commercio mondiale continuerà a seguire la crescita del PIL

Figura 4B: Andamento dell'attività mondiale e della crescita del commercio mondiale negli ultimi 40 anni



Fonte: Federal Reserve, IFR, Measuring Geopolitical Risk – Dario Caldara e Matteo Iacoviello, J.P. Morgan Asset Management; dati al giugno 2022.

⁶ R^* (R-STAR) è il tasso d'interesse reale atteso in un'economia in piena salute e con un'inflazione stabile. Fonte: New York Fed.

La normalizzazione dei tassi non è più un freno ai rendimenti medi nella maggior parte dei mercati

Figura 5: Previsioni sui rendimenti del reddito fisso per i paesi del G4

	USD		GBP		EUR		JPY	
	Rendimenti (yield) cycle-neutral	Rend.	Rendimenti (yield) cycle-neutral	Rend.	Rendimenti (yield) cycle-neutral	Rend.	Rendimenti (yield) cycle-neutral	Rend.
Inflazione	2,6%		2,4%		1,8%		0,9%	
Liquidità	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	1,4%	1,3%	0,5%	0,4%
Obbligazioni a 10 anni	3,2%	4,0%	2,6%	3,8%	2,2%	3,0%	1,0%	0,6%
Scadenze lunghe	3,5%	4,2%	2,7%	4,4%	2,5%	3,6%	1,0%	0,7%
Credito investment grade	4,7%	5,5%	4,3%	5,7%	3,2%	3,6%	1,3%	1,1%
High Yield	7,7%	6,8%			5,9%	5,7%		
Debito dei mercati emergenti*	6,9%	7,1%						

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

Indice dei titoli di Stato a lunga scadenza: Citi EMU GBI 15+ yr EUR; Citi Japan GBI JPY; FTSE UK Gilts Under 15+ yr GBP e Bloomberg U.S. Treasury 20+ yr USD. High yield: Bloomberg US High yield 2% Issuer Cap USD e Bloomberg Pan-European High Yield EUR Debito dei mercati emergenti: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite. Neutri rispetto al ciclo: il rendimento medio che ci aspettiamo dopo la normalizzazione.

* Debito in valuta locale dei mercati emergenti.

Se da un lato le anomalie sono rapidamente rientrate in gran parte del mercato dei titoli di Stato, dall'altro non si può dire lo stesso per il mercato valutario. Inevitabilmente, una rapida azione politica in un mercato (tassi d'interesse) ha spinto altri mercati (valute) lontano dal loro equilibrio. Oggi, il dollaro USA è più sopravvalutato in termini nominali che in qualsiasi altro momento dagli anni 80, e in termini reali dal 2002. Qualsiasi investitore che prende oggi una decisione strategica di allocazione nei mercati finanziari mondiali deve esaminare attentamente l'effetto del cambio, in quanto sarà una componente significativa delle previsioni di rendimento.

Un periodo imminente di crescita inferiore al trend può continuare a sostenere il dollaro, ma sul nostro orizzonte di previsione completo ci aspettiamo che le valutazioni del dollari scendano, in particolare dal momento che i grandi, ma lenti blocchi di capitale internazionale (compresi assicurazioni e fondi pensione), possono ora trovare il rendimento nei loro mercati nazionali che coincidono con le loro passività. Col tempo, questo potrebbe iniziare a ridurre i flussi di capitale verso gli asset statunitensi, rimuovendo un po' di supporto per il dollaro.

Per alcuni anni, le previsioni di rendimento per il credito hanno suggerito che fosse un momento propizio, non soltanto nel reddito fisso ma un po' in tutti i mercati. Mentre il calo del credito di quest'anno è stato brutale, le perdite sono state per lo più causate dal salto dei tassi a rischio minore. È vero, gli spread si sono allargati ovunque, ma una combinazione di offerta abbondante, solidi bilanci societari e una limitata necessità di rifinanziamento permetteva che gli spread di credito sovraperformassero le azioni.

Gli spread correnti, sia nell'investment grade (IG) che nell'high yield (HY) USA sono vicini alle nostre previsioni di spread di equilibrio, rispettivamente pari a 160 pb e 480 pb, che portano a previsioni sui rendimenti in rialzo di 270 pb, al 5,50%, per l'Investment Grade USA e di 290 pb, al 6,80%, per l'High Yield USA.

Una caratteristica dell'ultimo decennio che prevediamo perdurerà è il cambiamento sui rating degli indici di credito: qualità in calo per l'IG e in crescita per l'HY. I titoli tripla B rappresentano circa la metà dell'indice IG oggi e quelli doppia B sono più della metà dell'indice HY (Figura 6A). Questa tendenza nella qualità dei rating potrebbe implicare un calo di lungo periodo degli spread tra IG e HY. Tuttavia, l'elevata domanda di IG, la riduzione dei rischi in portafoglio e la copertura delle passività probabilmente manterranno gli spread di equilibrio vicino alle medie storiche nonostante la concentrazione di BBB. Nel frattempo, nell'HY ci aspettiamo che le perdite per insolvenza siano stabili, con un tasso d'insolvenza leggermente più alto, ma con tassi di recupero migliori, per cui manteniamo invariate le previsioni sugli spread HY a lungo termine rispetto allo scorso anno.

Anche gli spread del debito dei mercati emergenti si sono ampliati in modo significativo quest'anno, ma ancora una volta, dopo una correzione dovuta al cambiamento dei rating, manteniamo invariata la nostra ipotesi di spread di equilibrio dei mercati emergenti, a 400 pb per il debito societario e a 380 pb per il debito sovrano. Ciò si traduce in previsioni di rendimento in aumento di 200 pb, al 7,00%, per le società dei mercati emergenti, e di 190 pb, al 7,10%, per i titoli di Stato.

I mercati emergenti restano al primo posto in termini di rendimento, per tutte le categorie di credito, soprattutto se rettificato per la qualità. Ma il trade-off riguarda la liquidità, che può far scendere i rendimenti corretti per il rischio nei mercati deboli (Figura 6B).

Negli ultimi dieci anni, i rating di qualità degli indici di credito sono cambiati notevolmente

Figura 6A: Andamento delle BBB nel credito IG e delle BB nel credito HY negli ultimi 25 anni

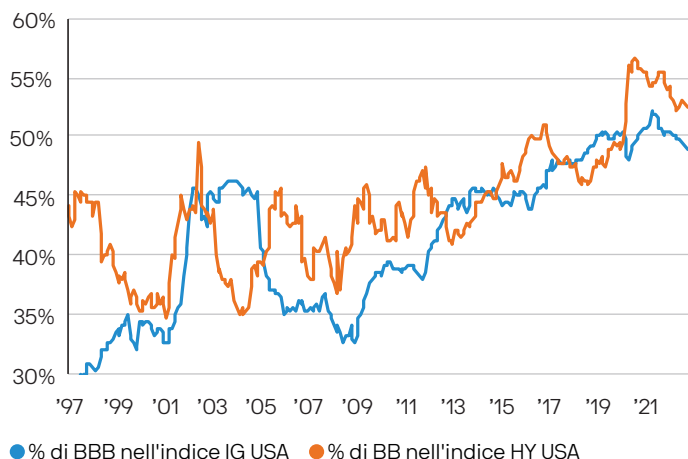
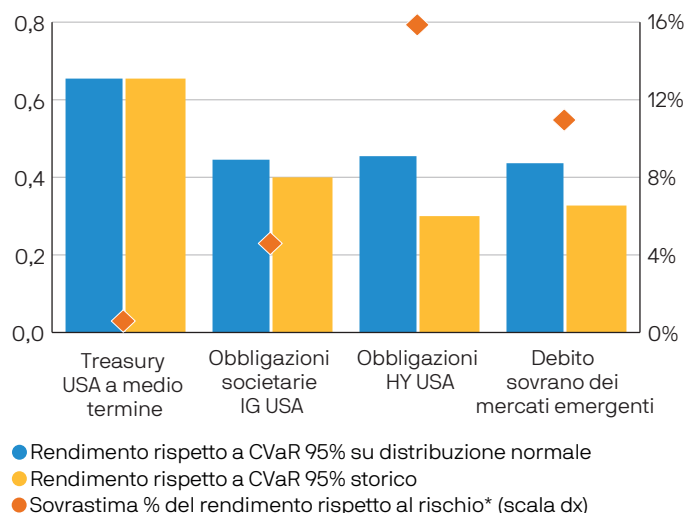


Figura 6B: Rapporto rischio/rendimento, guardando solo al rischio di perdite



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

* Differenza percentuale tra il rendimento sul CVaR con l'ipotesi di una distribuzione normale e il rendimento sul CVaR sui dati storici. Entrambe i CVaR sono calcolati con un livello di confidenza del 95%. Per ulteriori dettagli, vedere la sezione relativa alle ipotesi sulla volatilità.

Verso un pianeta con 10 miliardi di persone

I paesi emergenti, e in particolare molti mercati di frontiera, sono potenziali beneficiari della significativa crescita della popolazione mondiale prevista per i prossimi 25–30 anni. Mentre i paesi sviluppati si trovano ad affrontare la sfida dell'invecchiamento della forza lavoro, alcuni dei paesi emergenti (parti del Medio Oriente e dell'Asia meridionale, insieme a gran parte dell'Africa) hanno una forza lavoro giovane e in rapida crescita. La sfida è che gran parte del capitale e dei beni produttivi mondiali si trovano in luoghi in cui la forza lavoro si sta riducendo (Figura 7).

Le regioni con una crescente offerta di manodopera non possiedono i capitali maggiormente produttivi

Figura 7: 10 paesi più popolosi

	2020	2050	2100
1	Cina	India	India
2	India	Cina	Cina
3	Stati Uniti	Nigeria	<i>Nigeria*</i>
4	Indonesia	Stati Uniti	<i>Repubblica Democratica del Congo*</i>
5	Pakistan	Pakistan	Pakistan*
6	Brasile	Indonesia	<i>Etiopia*</i>
7	Nigeria	Repubblica Democratica del Congo	Indonesia*
8	Bangladesh	Brasile	<i>Tanzania*</i>
9	Russia	Etiopia	Brasile*
10	Messico	Bangladesh	<i>Egitto*</i>
Quota del PIL mondiale a PPP (2020, in %)			
	53	48	33

Fonte: HAVER Analytics, FMI, U.S. Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

* Nuovi paesi tra i 10 più popolosi entro la fine del 21° secolo

Dato il maggiore costo del capitale, sarà fondamentale che questi paesi più giovani dispongano delle politiche macro e micro adeguate per attirare il capitale necessario per tradurre la loro demografia favorevole e la crescente forza lavoro in una crescita economica sostenuta. Oggi, l'effetto economico del rafforzamento delle catene di fornitura nelle regioni sviluppate attraverso l'approvvigionamento locale potrebbe dominare gli sviluppi demografici a lungo termine. Ma mentre la globalizzazione si sposta dai beni ai servizi e alla forza lavoro, vediamo le potenzialità per uno sblocco di questa forza lavoro potenziale e, con il tempo, di un nuovo blocco di consumatori in rapida crescita.

Tuttavia, data la pressione che un'ulteriore crescita della popolazione metterà sulle risorse mondiali (energia, cibo ed ecosistemi), insieme allo slancio verso zero emissioni nette⁷, saranno necessari investimenti ponderati e sostanziali. Mentre il capitale privato, le infrastrutture e le nuove classi di attivo come il legname sono i beneficiari più evidenti di questa tendenza; altri settori del mercato quotato come le comunicazioni, la tecnologia, le energie rinnovabili e i beni di consumo ne trarranno a loro volta beneficio.

Le spese in conto capitale devono crescere proprio quando il capitale diventa più scarso

La crescita della popolazione e la necessità di rinforzare le fragilità delle catene di approvvigionamento indicano un forte aumento delle spese in conto capitale in futuro. I mercati finanziari, per un decennio sostenuti da capitali abbondanti che hanno alzato le valutazioni di tutti gli attivi, dovranno ancora una volta adempiere alla loro funzione sociale ed economica primaria di allocazione del capitale scarso nei punti in cui le prospettive di rendimento sono più promettenti. Questo sarà un cambiamento significativo, i cui effetti saranno percepiti diffusamente da imprese, economie e mercati. Nel mondo degli investimenti, pensiamo che questo cambiamento, al margine, si rivelerà utile per gli stili d'investimento attivi.

La bassa inflazione e la politica espansiva degli anni 2010 hanno ceduto il passo a un contesto di rischi d'inflazione bidirezionali e di maggiore incertezza politica. In futuro, prevediamo un quadro in cui i mercati sono meno sostenuti dal supporto delle banche centrali (un vantaggio per l'alfa attivo) e di più dall'allocazione del capitale scarso ai trend economici di lungo periodo (uno svantaggio per l'alfa attivo). Anche se resta difficile scegliere il gestore giusto, crediamo che il potenziale di alfa attivo stia marginalmente migliorando.

Azioni: le valutazioni sono ora un vantaggio, i margini sono ancora un fattore a sfavore

Il mercato più comunemente associato alle decisioni d'investimento attivo è quello delle azioni. L'anno scorso, le azioni mondiali erano innegabilmente costose e scambiavano a livelli di margini (utili) apparentemente insostenibili. Il mercato ribassista del 2022 ha trasformato le valutazioni da fattore sfavorevole a favorevole nella maggior parte delle regioni. Ma nonostante l'aumento dei costi dei fattori produttivi e del lavoro, i margini aziendali restano alti, dal momento che le aziende di alcuni settori (automobili, semiconduttori, ecc.) hanno aumentato i prezzi per la prima volta da diversi anni.

⁷ Per mantenere il riscaldamento mondiale a non più di 1,5°C, come richiesto dall'Accordo di Parigi, le emissioni devono essere ridotte del 45% entro il 2030 e arrivare a zero in termini netti entro il 2050. Fonte: Nazioni Unite.

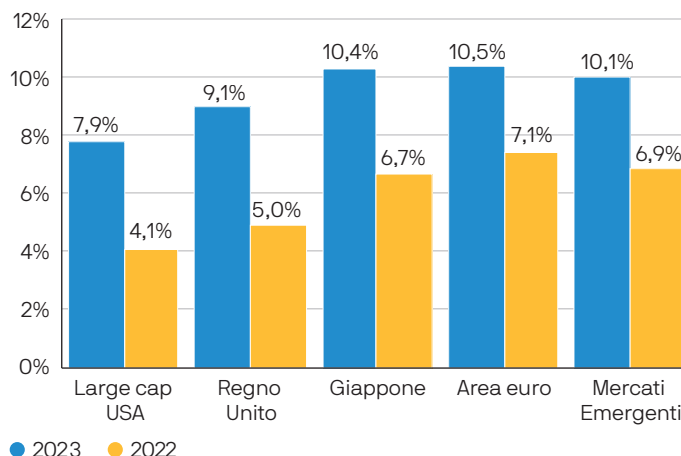
Con il probabile calo dei margini, i rendimenti azionari saranno penalizzati. Tuttavia, non ci aspettiamo che i margini si invertano del tutto rispetto alla media a lungo termine. È difficile individuare i margini di equilibrio nel lungo periodo a causa dei cambiamenti nel mix settoriale, nelle regole di finanza aziendale e nelle strutture di capitale aziendale. Tenendo conto di questi cambiamenti, riteniamo che i margini di equilibrio nell'orizzonte delle LTCMA saranno intorno al picco pre-COVID-19 del 9,5% invece che al livello del 7,5% che sarebbe la media non rettificata su 25 anni.

La prevalenza dei bilanci a basso livello di capitale, il potere sui prezzi delle aziende che possiedono marchi e l'attenzione del management alla redditività suggeriscono tutti dei margini di equilibrio potenzialmente più elevati. Quando noi prevediamo che i margini tornino ai livelli pre-pandemici, riconosciamo tacitamente che è improbabile che la quota di capitale dell'economia si espanda ulteriormente. Allo stesso modo, scegliendo di non ancorare le nostre previsioni alla media su 25 anni, riconosciamo che è improbabile che il lavoro goda di una ripresa della capacità di fissare i prezzi.

Nonostante il fattore sfavorevole dei margini, le nostre previsioni azionarie quest'anno sono significativamente più alte: di 360 pb per i mercati sviluppati, all'8,40% (in USD), e di 320 pb per i mercati emergenti, al 10,10% (in USD)⁸. Il leggero assottigliamento del divario tra i rendimenti dei mercati sviluppati e di quelli emergenti riflette una maggiore resilienza dei margini in mercati come gli Stati Uniti e l'Europa, dove le nostre previsioni in valuta locale sono in aumento di 380 pb, al 7,90%, per le azioni statunitensi e di 260 pb, all'8,40%, per i titoli della zona euro. Anche il Regno Unito e il Giappone vedono dei miglioramenti, ma meno pronunciati, dato il mix settoriale sfavorevole dell'indice britannico e la sovraperformance relativa delle azioni britanniche e giapponesi nel 2022 (Figura 8).

Le nostre previsioni LTCMA sulle azioni sono notevolmente più alte quest'anno

Figura 8: Previsioni LTCMA, 2023 contro 2022, in USD



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022. Si noti che quest'anno abbiamo modificato la nostra metodologia di previsione per MSCI China, trattando ora il mercato come un attivo la cui valuta locale è il CNY. Il cambiamento dei nostri rendimenti azionari dei mercati emergenti riflette questa novità.

Investimenti alternativi: rendimenti solidi, rinnovato interesse

Anche se le previsioni di rendimento per i mercati quotati sono in ripresa quest'anno, gli investimenti alternativi offrono ancora benefici che non si possono trovare facilmente altrove. Negli ultimi anni, gli asset alternativi hanno fornito una relativa sicurezza (per coloro che sono disposti a rinunciare alla liquidità), una fonte di reddito gradita e un forte aumento degli utili. Queste qualità persistono.

Gli attivi reali hanno mostrato il loro valore quest'anno, con le valutazioni che hanno in larga misura tenuto bene anche quando i mercati azionari sono crollati. I redditi da investimenti immobiliari e in infrastrutture sono rimasti all'incirca stabili, mentre i rendimenti obbligazionari hanno raggiunto il loro livello. Il private equity, nel frattempo, continua ad avere un significativo cuscinetto di fondi non impiegati (dry powder). Ciò può attenuare il rischio di riduzioni di valore degli asset, che alcuni investitori temono possano limitare i rendimenti del private equity nel breve periodo. Tuttavia, abbiamo incluso un aggiustamento esplicito per l'impatto delle potenziali riduzioni di valore nel corso del prossimo anno o due nelle nostre previsioni di rendimento per il private equity.

Le previsioni più alte di rendimento dei mercati quotati hanno aumentato le nostre aspettative per gli asset alternativi finanziari. I rendimenti di private equity ponderati per la capitalizzazione aumentano di 180 pb, al 9,90%; i rendimenti degli hedge fund sono in aumento tra 110 e 220 pb, a seconda della strategia e il direct landing cresce di 90 pb, al 7,80%. In tutte le categorie di asset alternativi finanziari, continuiamo a vedere un miglioramento delle tendenze di alfa che probabilmente trarranno ulteriori benefici poiché i fondi non ancora impiegati intercettano la domanda di investimenti che prevediamo in rialzo negli anni 2020'.

⁸ PA causa di un cambiamento nelle ipotesi adottate quest'anno, ora trattiamo l'MSCI China come un asset la cui valuta locale è il CNY. Di conseguenza, i dati dell'MSCI China e dell'MSCI Emerging Markets relativi al 2022 potrebbero non essere direttamente comparabili a quelli del 2023.

Mentre i nostri numeri includono una correzione per le potenziali svalutazioni del prossimo anno, in generale il settore del private equity sembra ben protetto con capitale sufficiente per gestire tali questioni. Dato che i bruschi movimenti nei mercati quotati possono agire sui mercati privati solo con un certo ritardo, a nostro avviso una piccola correzione per il rischio di svalutazione a breve periodo è prudente.

Le valutazioni immobiliari e i flussi di cassa si mantengono stabili nonostante le turbolenze nei mercati quotati del 2022. Tuttavia, il contesto di tassi d'interesse più elevati abbassa marginalmente le nostre previsioni: l'immobiliare core USA perde 10 pb, al 5,70%. Le infrastrutture core mondiali guadagnano 20 pb, al 6,30%, mentre i trasporti core mondiali aumentano di 10 pb, al 7,50%. Questi risultati riflettono l'attrattiva come tema degli asset immobiliari mondiali.

Le nostre previsioni di rendimento delle materie prime sono in aumento di 50 pb, al 3,10%. Il superciclo delle materie prime non è ancora finito, nonostante la debolezza dei prezzi dei metalli quest'anno e anche se i prezzi dell'energia sono saliti. Infine, quest'anno aggiungiamo il legname al nostro universo; prevediamo che la domanda di questi attivi cresca drasticamente, grazie all'orientamento positivo degli investitori in materia di ESG⁹, nonché agli allettanti rendimenti previsti per il legname mondiale pari al 6,70%.

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

Figura 9: Strategie alternative selezionate – ipotesi di rendimento (a leva1, al netto delle commissioni, %) in valuta locale

Strumenti finanziari alternativi	2023	2022	Immobiliare	2023	2022
Private equity (USD)**			Immobiliare - diretto (valuta locale)		
Composite cap-weighted	9.90	8.10	Core USA	5.70	5.80
Private equity - small cap	9.50	7.40	Value-added USA	7.70	7.70
Private equity - mid cap	9.40	7.60	Core Europa	4.70	4.80
Private equity - large/mega cap	10.20	8.40	Value-added Europa	6.70	6.80
Private debt (USD)			Core Asia-Pacifico	6.10	6.50
Direct lending	7.80	6.90	REIT (valuta locale)		
Venture capital (USD)			REIT USA	6.80	5.70
Venture capital	8.50	n/a	REIT Europa	6.10	5.10
Hedge funds (USD)			REIT Asia-Pacifico	5.10	5.00
Equity long bias	5.00	3.30	REIT globali†	6.40	5.40
Event-driven	5.40	3.20	Infrastrutture globali (USD)		
Relative value	4.90	3.80	Core	6.30	6.10
Macro	4.10	2.70	Trasporti globali (USD)		
Diversified†	5.00	3.60	Core	7.50	7.40
Conservative††	3.70	3.30	Legname globale (USD)		
			Legname globale	6.70	n/a
			Materie prime (USD)		
			Materie prime	3.10	2.60
			Oro	3.50	3.00

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2022 e al 30 settembre 2021.

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

** Il composite di private equity è ponderato per gli attivi 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 2023 utilizza un beta dello 0,70 rispetto ai diversified.

‡ Il composite mondiale è costruito con le seguenti ponderazioni: circa 65% Stati Uniti, 15% Europa e 20% Asia-Pacifico.

⁹ P ESG: fattori ambientali, sociali e di governance.

Costruzione di portafoglio: più scelta, più opportunità

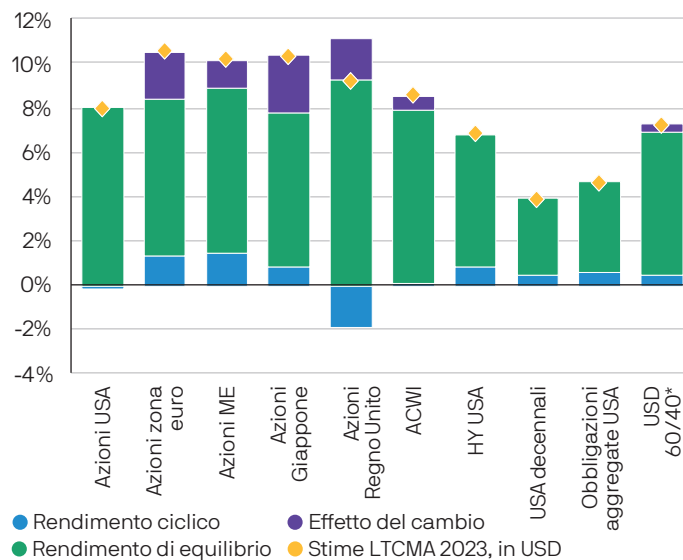
In generale, le prospettive di rendimento delle LTCMA di quest'anno sono in netto contrasto con quelle dell'anno scorso. È stata necessaria una forte trasformazione dei mercati azionari per portarci a questo punto, con notevoli sofferenze per gli investitori obbligazionari su un orizzonte molto più breve di quanto non ci aspettassimo. Inoltre, il paradigma della crescita economica sottostante sembra stabile, e le ipotesi su cui si basano i rendimenti degli attivi (tassi d'interesse reali neutrali rispetto al ciclo, forma della curva, tassi di default e di recupero e aspettative sui margini) cambiano un po'. Tuttavia, la contrazione del mercato nel 2022 sta ora creando un livello d'ingresso sempre più attraente per gli investitori a lungo termine.

Per molti anni, alcuni ostacoli relativi al ciclo hanno portato a un ampio divario tra i rendimenti di lungo periodo¹⁰ e le nostre previsioni di rendimento. Ma questi ostacoli sono stati per lo più rimossi (Figura 10). Molte delle nostre previsioni di rendimento degli attivi sono ora a livelli di equilibrio, o anche un po' al di sopra di essi. Ciò dovrebbe rassicurare gli investitori a lungo termine sul fatto che l'attuale turbolenza dei mercati sarà limitata nel tempo.

Alcune delle distorsioni che si sono manifestate sia nel rialzo dei rendimenti (premio) in molte classi di asset che nel confronto tra rendimenti e indici di Sharpe sono scomparse o notevolmente diminuite (Figura 11A e 11B). Si tratta chiaramente di un'evoluzione positiva.

Quest'anno, le nostre previsioni di rendimento sono ora uguali, o anche un po' al di sopra, delle nostre stime di rendimento di lungo periodo

Figura 10: Fattori di rendimento di lungo periodo e ciclici per i principali attivi in USD



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

Mentre ci sono rischi sia al rialzo che al ribasso, dobbiamo fare due precisazioni. In primo luogo, i livelli d'ingresso sono importanti, anche per gli investitori a lungo termine. E in secondo luogo, i modelli di correlazione non sono stati d'aiuto per gli investitori bilanciati nel 2022.

Nell'ultimo anno, le distorsioni nell'aumento dei rendimenti (premia) sono diminuite e gli indici Sharpe sono migliorati per molti asset

Figura 11A: Aumento dei rendimenti (premia)

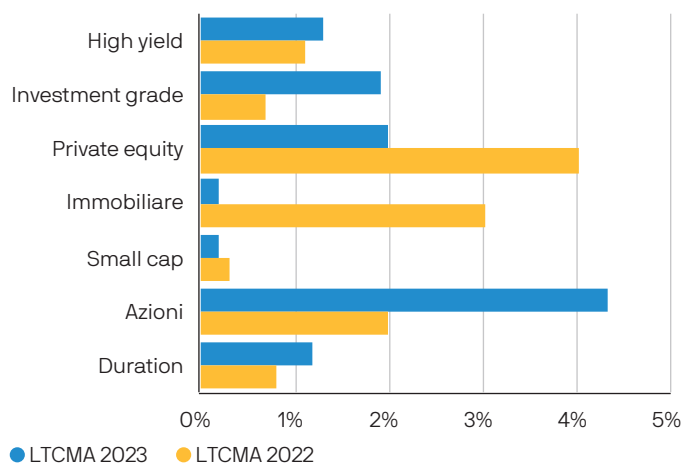
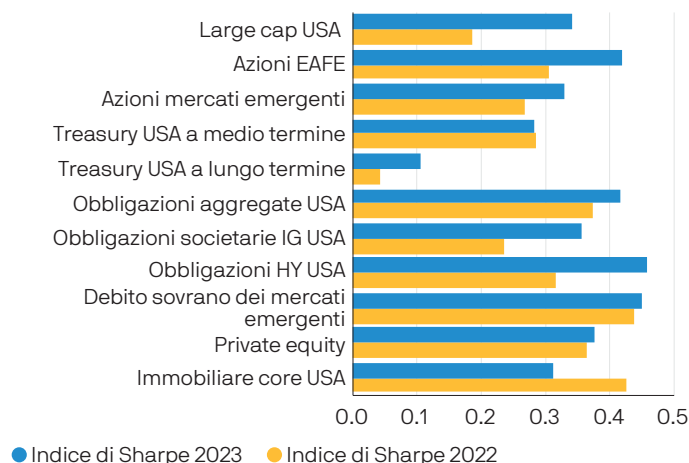


Figura 11B: Indici di Sharpe



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

¹⁰ Le valutazioni, i margini e i rendimenti correnti sono gli elementi più ciclici dei nostri calcoli sul rendimento; altre componenti (crescita tendenziale, produttività, rendimento da dividendi, spread di credito equilibrio, ecc.) sono più di lungo periodo e tendono a evolversi lentamente.

Anche se i livelli d'ingresso sono molto più attraenti di quanto non fossero un anno fa, potrebbero diventare ancora più attraenti se la debolezza ciclica del 2022 si estendesse fino al 2023, come sembra plausibile. Gli investitori devono quindi considerare i tempi e l'approccio del loro livello d'ingresso, con un occhio a quanto ribasso possono tollerare nel breve termine. Con i tassi d'interesse che probabilmente aumenteranno ulteriormente nel corso del prossimo anno, gli investitori saranno anche meno penalizzati nel detenere in modo opportunistico una certa liquidità nel breve termine al fine di trarre vantaggio da eventuali ulteriori ribassi dei mercati azionari.

Qualunque sia la tempistica e l'approccio da parte degli investitori in merito ai livelli d'ingresso, sembra evidente che il raggiungimento delle soglie di rendimento comuni nel settore degli investimenti, come la soglia di rendimento del 7% per i piani pubblici statunitensi, di cui abbiamo discusso nel nostro articolo "How investors can reach their 7% return target", è ora assolutamente possibile¹¹.

Analizziamo la seconda precisazione, relativa ai modelli di correlazione, nel capitolo Implicazioni per il portafoglio. Quest'anno, azioni e obbligazioni si sono mosse insieme per le paure inflazionistiche, riducendo i benefici di diversificazione delle obbligazioni. Sulla base del nostro presupposto che l'inflazione (alla fine) tornerà alla normale, crediamo che si riaffermerà una correlazione negativa tra azioni e obbligazioni. Comunque, questo anno ha dimostrato che gli asset alternativi sono potenti diversificatori nei momenti in cui il modello economico tradizionale è sotto pressione, e con esso il solito rapporto tra rendimenti azionari e obbligazionari.

Pochi portafogli in questi giorni sono solo di azioni e obbligazioni, e con la crescita delle nostre opportunità

(spesso per incorporare attivi con "fat tail" o una distribuzione non normale dei rendimenti) anche i nostri schemi tradizionali di allocazione devono evolversi. In poche parole, il 2022 ci ricorda che le correlazioni tra attivi possono muoversi e che la diversificazione non può essere data per scontata.

In ultima analisi, il messaggio principale delle LTCMA di quest'anno è che le previsioni di rendimento a lungo termine degli asset per portafogli di tutti i tipi sono le migliori dell'ultimo decennio (Figure 12A e 12B). Ma questo ha richiesto un rapido e forzato ribaltamento di anomalie di lunga data nelle politiche, causando delle difficoltà al mercato obbligazionario.

Se da un lato l'elevata inflazione che alla fine ha spinto le banche centrali a intervenire è destinata a calare, dall'altro i fattori sottostanti l'aumento dei prezzi (scarsità di beni importanti e materie prime, rigidità nei mercati del lavoro e maggiore tensione geopolitica) costituiranno un rischio per gli investitori per il resto del decennio. Per affrontare queste questioni serviranno probabilmente investimenti sostanziali, il che significa che potremmo essere sul punto di vedere un boom degli investimenti proprio quando le banche centrali stanno aumentando i tassi e il capitale sta diventando sempre più scarso (Figura 13).

Per gli investitori, tutto ciò si traduce in un ambiente migliore per ricavare rendimenti sia dal beta di mercato che dall'alfa attivo. Per gli investitori che dispongono di capitale, un'ampia gamma di asset offre rendimenti potenziali allettanti. Per coloro che sono ancora cauti, le obbligazioni possono ancora una volta fornire sia reddito che un rifugio sicuro. Nel frattempo, quelli che ruotano i portafogli esistenti non sono più costretti ad acquistare attivi meno liquidi per incrementare i rendimenti, e portafogli equilibrati possono capitalizzare i rendimenti a un ritmo molto migliore.

Le frontiere tra obbligazioni e azioni sono significativamente più alte rispetto all'anno scorso, con rendimenti molto migliori sia per le obbligazioni che per le azioni. Gli asset alternativi continuano a offrire potenziale per l'alfa, protezione dall'inflazione e diversificazione

Figura 12A: Frontiere azioni-obbligazioni in USD e portafogli 60/40 basati sulle LTCMA per rischio e rendimento 2023 vs. 2022 (%)

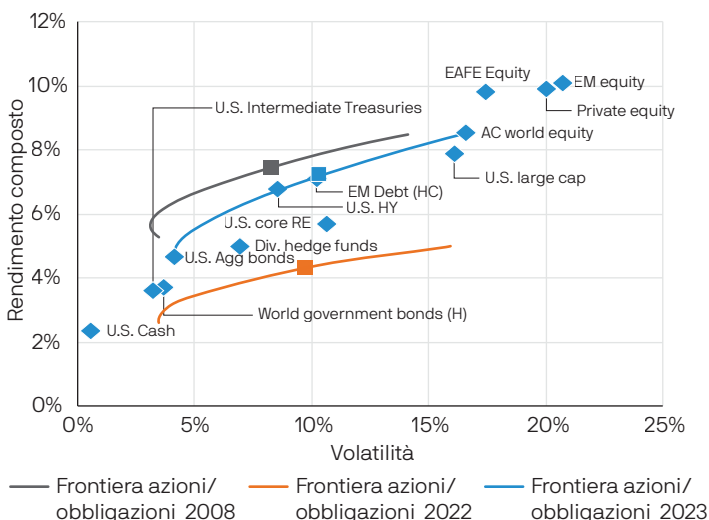
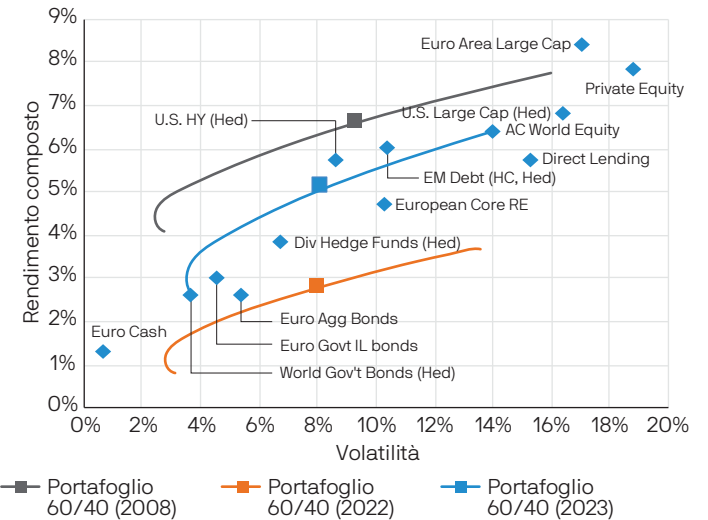


Figura 12B: Frontiere azioni-obbligazioni in EUR e portafogli 60/40 basati sulle LTCMA per rischio e rendimento 2023 vs. 2022 (%)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2022.

¹¹ John Bilton, Jared Gross et al., "How investors can reach their 7% return target", J.P. Morgan Asset Management, luglio 2021.

Nel nostro orizzonte di 10-15 anni, esaminiamo alcuni dei rischi ciclici e, invece, integriamo dei rischi che potrebbero alterare la crescita o l'inflazione tendenziali, o lasciare un'impronta duratura sui rendimenti degli attivi a lungo termine
 Figura 13: Il nostro scenario principale vede rendimenti positivi e una crescita di equilibrio stabile, ma più rischi bidirezionali per l'inflazione

Rischio	Potenzialmente negativo o positivo?	Descrizione	Implicazioni macro o per le classi di attivi
Peggioramento del clima o delle condizioni ambientali	Negativo	Eventi climatici più frequenti o più estremi che portano alla distruzione di risorse produttive e interruzioni della fornitura di cibo e materiali di base	Rischio economico a breve termine per interruzioni dal lato dell'offerta; la migrazione forzata può portare a tensioni internazionali in casi estremi. Positivo per obbligazioni, materie prime (energia esclusa), immobiliare, negativo per azioni, credito
Guerra Russia-Ucraina che porta ad altri conflitti	Negativo	La guerra attuale si diffonde a paesi vicini, coinvolgendo la NATO, o aumenta la tensione in altre regioni; può anche portare a un incremento significativo nei conflitti informatici con minacce alle infrastrutture	Un'elevata tensione geopolitica rientra nella nostra analisi a breve termine; può benissimo avere effetti duraturi sul commercio; positivo per l'USD e le materie prime; aumenta la volatilità in molte classi di attivi
Ulteriore utilizzo di combustibili e cibo come arma	Negativo	L'interruzione della fornitura di gas e del commercio di grano dall'Ucraina hanno spinto i governi a investire pesantemente per rafforzare le catene di fornitura; questo investimento potrebbe non portare alla crescita degli asset produttivi	Inizialmente aumenta l'inflazione e la volatilità dell'inflazione a più lungo termine, dato che conflitti o controversie futuri possono anche causare picchi d'inflazione; possono creare grandi opportunità a breve termine per i destinatari di investimenti in dollari
Accelerazione nell'adozione di tecnologie	Positivo	Le tecnologie di comunicazione e automazione sperimentate durante la pandemia si sono diffuse, generando un aumento della produttività	Positivo per il PIL reale e limita l'inflazione; favorevole per le azioni, il credito e altre attività rischiose; mitiga alcuni rischi di rialzo dell'inflazione sui mercati obbligazionari
Ciclo di investimenti e spese in conto capitale migliore del previsto	Positivo	L'aumento della spesa fiscale e la ripresa delle spese in conto capitale dopo la pandemia hanno aumentato la capacità produttiva e la qualificazione della manodopera	Positivo per il PIL reale e limita l'inflazione; favorevole per le azioni, il credito e altre attività rischiose; mitiga alcuni rischi di rialzo dell'inflazione sui mercati obbligazionari; può favorire i mercati sviluppati rispetto ai mercati emergenti
Rapido abbandono del dollaro USA come principale valuta di riserva	Negativo	Sono emersi sfidanti dell'USD (criptovalute o altre valute tradizionali) dirottando gli asset dall'USD; diminuisce la domanda di asset USA aumenta l'attenzione al 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	Negativo	Emergono ceppi vaccino-resistenti di pandemie recenti o patogeni completamente nuovi, necessitando nuovi lockdown e creando interruzioni nelle catene di fornitura a livello mondiale	Negativo per la crescita, ma può portare a ulteriori stimoli, portando a 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; in generale positivo al margine per immobiliare e materie prime rispetto alle attività finanziarie
Le aspettative inflazionistiche vengono incorporate dal mercato costringendo a una stretta monetaria permanente	Negativo	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	Gli investitori obbligazionari soffrono di un aumento dei rendimenti, mentre i multipli azionari scendono ulteriormente; le azioni growth sono sotto pressione e i margini in picchiata generale. Probabilmente le migliori performance verrebbero da immobiliare e infrastrutture; ricchezza dei consumatori diminuita a causa dell'inflazione, conducendo potenzialmente a decisioni politiche più estreme
Crisi di liquidità all'interno del sistema finanziario non bancario	Negativo	I rischi di contagio crescono in alcune parti del sistema finanziario senza un diretto ricorso di ultima istanza, il che significa che nonostante un mercato attivo e la stabilizzazione della liquidità, i prezzi si muovono in modo disordinato	La vendita di asset per soddisfare le richieste di margine 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
La politica fiscale riduce l'impatto della politica monetaria	Positivo e negativo	La crisi economica per le famiglie o per settori chiave portano a misure di sostegno fiscali eccessive o pro-cicliche	Nel breve periodo, fiducia e, a sua volta, sostegno alla crescita ma potenzialmente maggiori rischi inflazionistici. Se fatto prudentemente, può essere di supporto per le attività rischiose a breve termine, ma potrebbe significare una politica monetaria più restrittiva per più tempo per contrastare l'effetto dell'inflazione persistente (con un impatto negativo per i rendimenti degli asset a più lungo termine). Se fatto senza cautele o finanziamento adeguato, rischia di aumentare la volatilità del mercato

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 giugno 2021.

Ringraziamenti

John Bilton, CFA

Head of Global Multi-Asset Strategy,
Multi-Asset Solutions

Michael Feser, CFA

Portfolio Manager,
Multi-Asset Solutions

Jared Gross

Head of Institutional Portfolio
Strategy

Prof. Gareth Haslip FIA

Global Head of Insurance Strategy
and Analytics

Michael Hood

Global Strategist,
Multi-Asset Solutions

Monica Issar

Global Head of Wealth Management
Multi-Asset and Portfolio Solutions

David Kelly, CFA

Chief Global Strategist,
Head of Global Market
Insights Strategy

Prof. Grace Koo

Quantitative Analyst
and Portfolio Manager,
Multi-Asset Solutions

Usman Naeem

Portfolio Manager,
Global Fixed Income,
Currency & Commodities

Pulkit Sharma, CFA, CAIA

Head of Alternatives
Investment Strategy & Solutions

Rajesh Tanna

Portfolio Manager,
International Equities

Anthony Werley

Chief Investment Officer,
Endowments & Foundations Group

MATERIALE DESTINATO AI CLIENTI PROFESSIONALI | È PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO.

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. Le informazioni riportate nel presente documento sono ritenute attendibili, ma non se ne garantisce la correttezza o la completezza. 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.

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

Copyright 2022 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

LV-JPM53800 | 11/22 | IT | 09k21181100130