

Prospettive per gli investimenti nel 2022: aggiornamento di metà anno

Valutare il rischio di recessione



Autori



Karen Ward
Chief Market Strategist per la regione
EMEA



Paola Toschi
Global Market Strategist

In sintesi

- In base al nostro scenario principale, eviteremo una grave recessione globale grazie in gran parte al supporto fiscale e a un ritmo più graduale dell'inasprimento monetario da parte delle banche centrali nella seconda metà dell'anno. Poiché i mercati principali hanno già registrato una flessione a due cifre, un ulteriore calo significativo degli attivi rischiosi non costituisce il nostro scenario di base.
- In linea con questo scenario macro centrale, gli utili societari nei mercati sviluppati dovrebbero crescere moderatamente nel 2022, anche se molto meno rispetto alle aspettative attuali, e la resilienza dei margini sarà fondamentale per l'andamento dei prezzi delle azioni.
- Dopo un difficile inizio anno, adesso i rischi per i prezzi dei titoli di Stato sono più equamente bilanciati e le obbligazioni possono offrire un certo livello di diversificazione del portafoglio negli scenari negativi più estremi.
- La sovraperformance dei titoli value rispetto ai growth potrebbe proseguire se l'attività economica si dimostrasse resiliente al rialzo dei prezzi delle materie prime e dei tassi d'interesse.
- Fino a quando l'inflazione non scenderà, gli investitori continueranno a preoccuparsi per la stagflazione. Alternative come le infrastrutture core e gli immobili, nonché i titoli azionari che offrono dividendi alti e resilienti, sono relativamente attraenti in questo contesto difficile.

Prospettive non così terribili

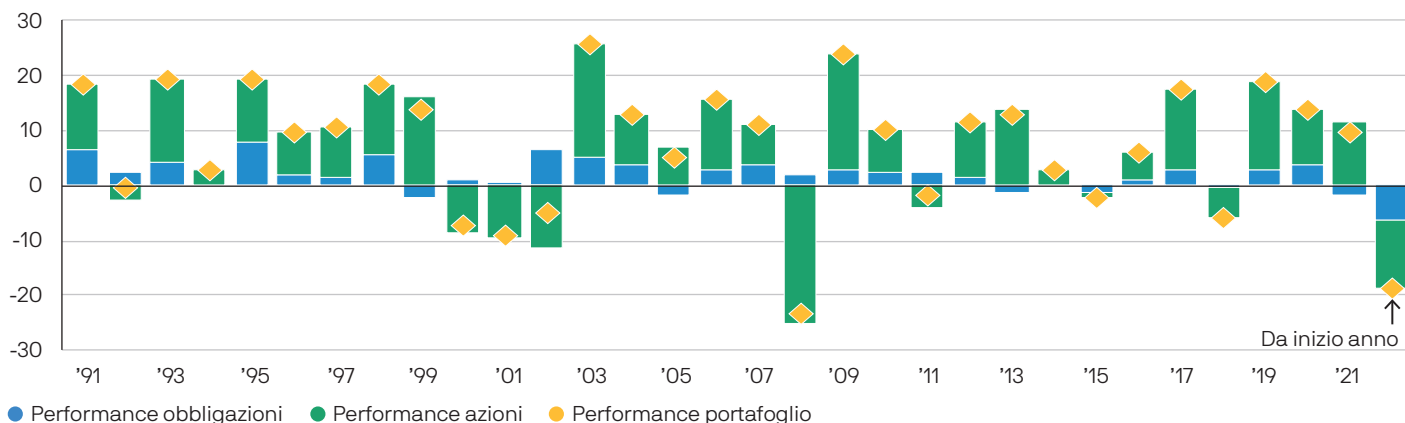
Le prospettive economiche si sono notevolmente deteriorate dall'inizio dell'anno. Le persistenti preoccupazioni per l'inflazione sono state aggravate dall'impennata dei prezzi delle materie prime a seguito della tragica guerra in Ucraina e dalle criticità della catena di approvvigionamento derivanti dai lockdown anti-Covid imposti in Cina.

Con l'inflazione quale causa principale del problema, gli investitori si sono trovati nella peggiore situazione possibile, considerato il calo del prezzo di obbligazioni e azioni (Figura 1).

Figura 1: I portafogli 60:40 sono in procinto di registrare il loro anno peggiore dalla crisi finanziaria

Rendimenti annuali in un portafoglio azionario e obbligazionario con un rapporto di 60:40

%, total return



Fonte: Bloomberg Barclays, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La performance azionaria è calcolata utilizzando l'Indice MSCI All-Country World e quella obbligazionaria utilizzando il Bloomberg Barclays Global Aggregate. Tutti i rendimenti indicati sono in USD. Dati al 14 giugno 2022.

Alla luce dei cali già osservati quest'anno, la domanda a cui cerchiamo di rispondere in questo aggiornamento di metà anno non è se le prospettive siano più cupe, bensì se saranno molto peggiori di quanto il mercato già si aspetta. In altre parole, ci sarà una recessione e, in caso affermativo, sarà breve e poco profonda – normalmente associata a una riduzione degli utili del 10% e a una correzione dei prezzi del 20%-25% – oppure sarà profonda e prolungata, con cali di utili e prezzi molto più sostanziosi?

Un'ulteriore escalation della guerra tra Russia e Ucraina rimarrà un rischio estremo fondamentale. Una soluzione negoziata del conflitto sembra sempre più improbabile. Se da un lato il divieto dell'Europa di importare petrolio russo può costringere Mosca a un ripensamento, dall'altro Putin potrebbe avviare ritorsioni limitando l'approvvigionamento di gas all'Europa. Se ciò accadesse, le conseguenze economiche per l'Europa sarebbero gravi. Eppure, anche in assenza di un'ulteriore escalation, gli alti prezzi del gas suggeriscono che le famiglie europee si troveranno ad affrontare costi dei servizi pubblici più elevati il prossimo inverno.

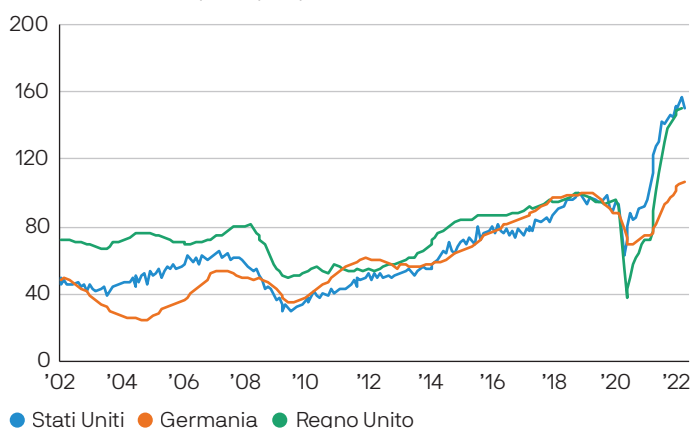
L'impatto sulla domanda dei consumatori dipende da quanto i ministri delle finanze saranno disposti a sostenere i redditi delle famiglie. È una situazione difficile per il presidente Biden, il cui piano per ulteriori spese ha incontrato una significativa opposizione all'interno del suo stesso partito. Questa mancanza di supporto potrebbe aumentare il rischio che Biden perda il controllo di entrambe le camere nelle elezioni statunitensi di metà mandato a novembre, il che ridurrebbe la sua capacità di promulgare leggi durante il periodo rimanente del suo mandato. Il Regno Unito ha recentemente annunciato un ulteriore significativo piano di aiuti da parte del governo, destinato in particolare alla fascia più bassa di reddito e mirato ad attenuare l'aumento delle bollette energetiche. Anche in Europa sono state annunciate varie misure di sostegno. La domanda principale è se i piani di aiuti già annunciati e quelli che potrebbero seguire si riveleranno sufficienti.

Se da un lato la “crisi del costo della vita” e la debole fiducia dei consumatori hanno dominato i titoli dei giornali, dall’altro vi sono altri aspetti da considerare. Le famiglie hanno accumulato risparmi considerevoli durante la pandemia, i quali hanno quantomeno offerto protezione negli ultimi mesi. E, forse ancora più importante, il mercato del lavoro è molto solido. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito (Figura 2) ci sono più posti di lavoro vacanti che disoccupati. I lavoratori riescono a ottenere una retribuzione più alta (Figura 3) e ciò ha ridotto la stretta sui redditi delle famiglie.

Figura 2: Attualmente in alcuni Paesi vi sono più posti di lavoro vacanti che disoccupati

Posti di lavoro vacanti

Indicizzato a 100 al picco pre-pandemia

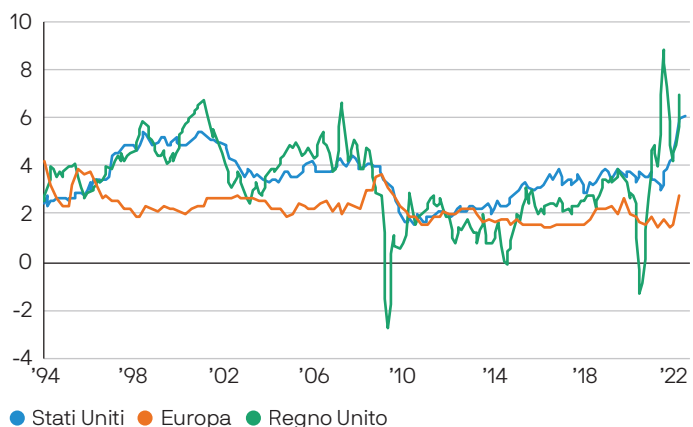


Fonte: BLS, Deutsche Bundesbank, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Il dato sui posti vacanti nel Regno Unito è la media mobile a tre mesi pubblicata. Dati al 31 maggio 2022.

Figura 3: La crescita dei salari potrebbe aiutare i consumatori a gestire i rialzi dei costi

Crescita dei salari

% variazione anno su anno



Fonte: BLS, ECB, Federal Reserve Bank of Atlanta, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La crescita dei salari negli Stati Uniti è la remunerazione oraria media fino al 2007, mentre dopo tale anno è il cosiddetto “wage tracker” della Fed di Atlanta. La crescita dei salari nell’Eurozona si basa sulle retribuzioni contrattuali. La crescita dei salari nel Regno Unito è una media mobile a tre mesi della retribuzione settimanale media. Dati al 31 maggio 2022.

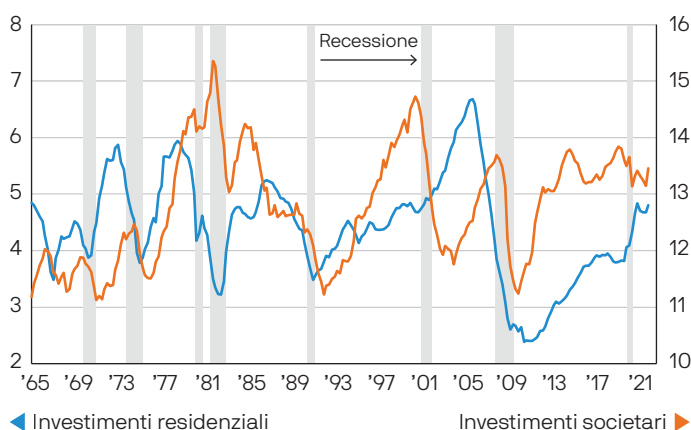
La rapida crescita dei salari è tuttavia un’arma a doppio taglio. Se da un lato protegge i redditi delle famiglie dall’aumento dei costi, dall’altro indica anche un’economia che deve raffreddarsi per evitare che l’inflazione si consolidi.

Il rischio è che l’economia rallenti troppo e, anziché un raffreddamento dell’attività, registri una recessione più significativa e duratura. Siamo tuttavia confortati dal fatto che non osserviamo i segnali di eccessi nella costruzione di alloggi o negli investimenti aziendali che in passato hanno determinato profonde recessioni pluriennali (Figura 4). Le banche commerciali sono inoltre ottimamente posizionate per affrontare eventuali periodi di debolezza economica, avendo migliorato notevolmente i loro bilanci sin dalla crisi finanziaria. Ciò rende meno probabile la prospettiva di una recessione aggressiva e indotta dalla stretta creditizia. Le società hanno alti livelli di debito lordo, ma sono inondate di liquidità e mostrano pochi segnali di sovraccarico. Anche i parametri del debito al consumo sembrano sani.

Figura 4: Nel settore delle costruzioni o negli investimenti non abbiamo osservato gli eccessi che in passato hanno preceduto recessioni profonde e prolungate

Investimenti residenziali e societari negli Stati Uniti

% del PIL nominale



Fonte: BEA, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. I periodi di “recessione” sono definiti utilizzando le date dei cicli economici NBER (National Bureau of Economic Research degli Stati Uniti). Dati al 31 maggio 2022.

Da un punto di vista meno ottimistico, se da una parte l'Occidente sembra essere diretto in modo sostenibile verso la convivenza con il Covid, dall'altro la Cina sta attraversando maggiori difficoltà nel gestire la più contagiosa variante Omicron. Considerato il livello più basso di immunità post infezione, il tasso inferiore di vaccinazione tra gli anziani e i dubbi sull'efficacia dei vaccini nazionali, sembrano probabili alcune restrizioni dell'attività per alcune settimane. Dato che la Cina rappresenta tra un terzo e la metà di tutta la crescita globale, queste restrizioni hanno conseguenze economiche molto vaste. I mercati potrebbero iniziare tuttavia a far finta di non vedere la debolezza, se dovesse diventare chiaro che le autorità politiche hanno una soluzione medica e un piano di stimolo per ripristinare l'attività.

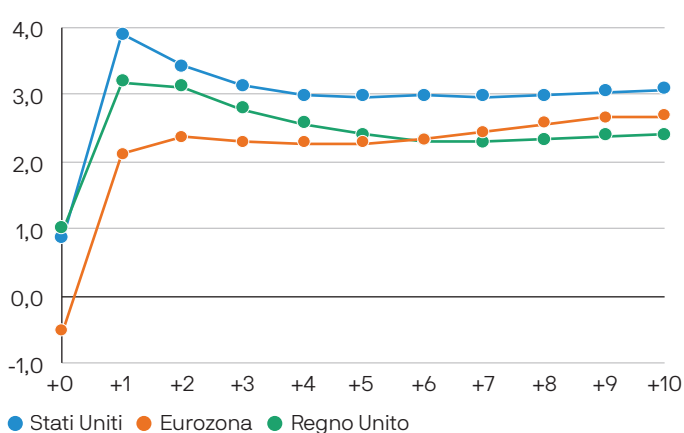
Le banche centrali non sono amiche dei mercati, ma neanche nemiche

Il comportamento delle banche centrali presenta un altro rischio per la crescita globale. Gli investitori hanno sempre più paura che le banche centrali abbiano "deciso" di progettare una grave recessione per allontanare l'inflazione, come accadde negli anni '70.

La Federal Reserve (Fed) ha parlato apertamente di questa sgradita possibilità e la retorica più aggressiva ha favorito una drastica rivalutazione dei tassi d'interesse a breve termine. La Figura 5 mostra che il mercato si aspetta che la Fed e la Bank of England (BoE) pianifichino per quest'anno una decelerazione - stretta così rapida che entro un paio di anni taglieranno probabilmente di nuovo i tassi.

Figura 5: I mercati stanno scontando un brusco aumento dei tassi d'interesse

Aspettative di mercato per i tassi di riferimento delle banche centrali %



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Le previsioni sono calcolate usando contratti a termine OIS. Dati al 15 giugno 2022.

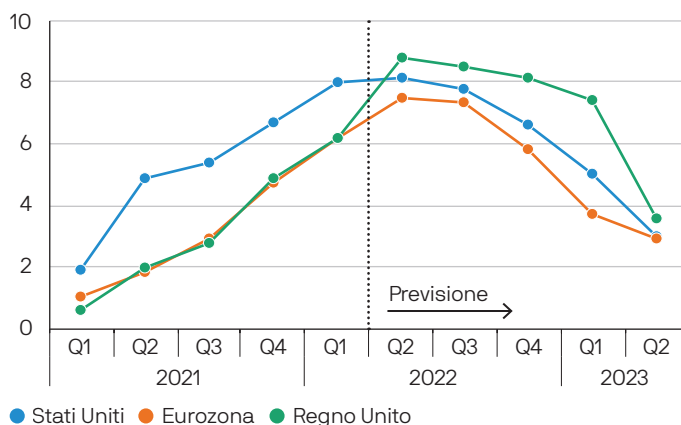
Tuttavia, se l'impennata post-pandemica della domanda dovesse recedere e gli aumenti dei prezzi iniziassero a scoraggiare la nuova spesa, l'inflazione e il mercato del lavoro dovrebbero raffreddarsi nei prossimi mesi. Ciò potrebbe spingere la Fed ad adottare un approccio più progressivo e dipendente dai dati.

Altre banche centrali del Mondo Sviluppato si trovano in una posizione leggermente diversa. Ci sono meno segnali evidenti di surriscaldamento nell'Eurozona, che consentono alla Banca Centrale Europea (BCE) di inasprire la politica in modo più graduale. Sembra sempre più probabile che l'Europa possa finalmente uscire dalla politica dei tassi d'interesse negativi. Non è chiaro quanto ancora possa spingersi nel suo ciclo di rialzi, ma vale la pena tenere d'occhio l'impatto che i tassi d'interesse negativi dell'Europa hanno avuto sui rendimenti obbligazionari a livello globale.

La BoE si trova probabilmente nella posizione più difficile. L'inflazione primaria è destinata ad aumentare ulteriormente verso il 10% e rimarrà elevata ancora per qualche tempo (Figura 6). Se la crescita è resiliente, allora la BoE ha ancora spazio per arrivare a una politica monetaria appropriata. Già si prevede comunque che i tassi d'interesse raggiungeranno circa il 3,5%, il che significa che una buona parte di stretta è già scontata nei gilt.

Figura 6: L'inflazione dovrebbe raggiungere il picco nel secondo o terzo trimestre del 2022

Mediana delle previsioni degli economisti per l'IPC primario % variazione anno su anno, media trimestrale



Fonte: Bloomberg, BLS, Eurostat, ONS, J.P. Morgan Asset Management. IPC = Indice dei prezzi al consumo. Dati al 9 giugno 2022.

I segnali di un raffreddamento dell'attività economica potrebbero consentire un approccio più graduale da parte delle banche centrali. Ciò dovrebbe limitare il rischio di ribasso degli attivi e ristabilire la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni che in precedenza si era dimostrata molto utile per gli investitori che tentavano di costruire un portafoglio bilanciato.

Un grado di umiltà nelle previsioni economiche, un grado di equilibrio nei portafogli

Il nostro scenario di base prevede che il sostegno fiscale e l'approccio più graduale delle banche centrali consentiranno di evitare una grave recessione globale. Dato che i mercati principali hanno già registrato cali a due cifre, il nostro scenario base non indica un ulteriore ribasso per gli attivi rischiosi.

Ma questo è il momento in cui chi elabora previsioni deve mostrare umiltà nelle proprie convinzioni. Prevedere l'andamento di economie e mercati non è mai facile. Comprendere l'economia post-pandemica e una risposta politica senza precedenti complica ulteriormente il processo di previsione. Inoltre le nostre proiezioni dipendono dai giudizi e dalle decisioni di poche persone con un ruolo chiave, ossia che la prospettiva di una guerra lunga e costosa causi un ripensamento strategico a Mosca o che Putin avvii ritorsioni contro l'embargo sul petrolio russo; che le banche centrali e le autorità politiche diano priorità alla crescita rispetto all'inflazione; e che il presidente Xi abbandoni la politica zero-Covid cinese.

Queste numerose variabili richiedono un certo grado di umiltà nell'elaborare la prospettiva economica. Come investitori, tutto questo si traduce nella necessità di equilibrio nei portafogli. Ecco perché riteniamo attualmente ragionevole un'allocatione più neutrale agli attivi rischiosi e ai titoli di Stato. Infine, l'ultima sezione di queste prospettive di metà anno – scenari e rischi – richiede più attenzione del solito.

Stime degli utili societari: le tenuta dei margini conta di più

La brusca correzione azionaria da inizio anno è stata determinata dal calo delle valutazioni, anziché da un cambiamento delle aspettative di utili. I multipli sui titoli azionari dei mercati sviluppati sono scesi da quasi 20 volte gli utili prospettici a 12 mesi a inizio anno a circa 15 volte a fine maggio. Nello stesso periodo, le aspettative di crescita degli utili per il 2022 sono state in realtà riviste al rialzo, passando dal 7% a oltre il 10%, nonostante il deterioramento delle prospettive economiche. Cerchiamo di affrontare il rischio che la delusione per la crescita degli utili possa spingere ancora più in basso le azioni.

La storia dimostra che le disconnessioni temporanee tra crescita economica e crescita degli utili non sono rare. La crescita degli utili ha continuato ad accelerare mentre l'economia ha rallentato nelle riprese che hanno fatto seguito sia allo scoppio della bolla delle dot-com che alla crisi finanziaria globale del 2008-2009, sebbene questo trend sia proseguito solo per alcuni mesi.

Un'analisi più approfondita dei dati a livello di settore aiuta a spiegare parte della resilienza nelle aspettative di utili. L'impennata dei prezzi dell'energia ha aumentato di oltre 60 punti percentuali le aspettative di crescita degli utili del 2022 per il settore energetico dei mercati sviluppati; anche le società produttrici di materiali di base hanno beneficiato in misura significativa dell'aumento dei prezzi delle materie prime. Al contrario, le previsioni degli utili delle società rivolte ai consumatori sono diminuite a causa dei crescenti timori di una stretta sui redditi disponibili.

Non sorprende che la composizione settoriale abbia generato un considerevole impatto sulle stime degli utili a livello geografico. Il mercato britannico, che fa un uso intensivo di materie prime, è un esempio fondamentale

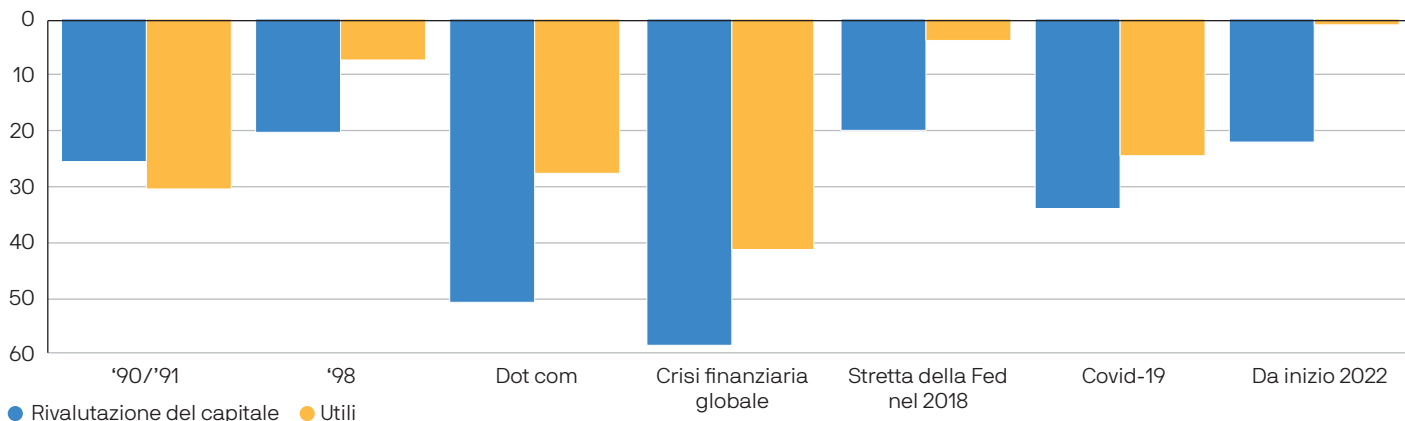
di come, nonostante i declassamenti degli utili per ogni altro settore, le aspettative complessive siano salite vertiginosamente grazie alla ragguardevole ponderazione di energia e materiali. Se da un lato sembrano probabili ulteriori aiuti per i prezzi dell'energia data la persistenza della guerra tra Russia e Ucraina, dall'altro siamo consapevoli che una risoluzione potrebbe innescare una brusca rotazione delle aspettative di utili a livello settoriale.

Secondo alcuni segnali, le aspettative di utili si starebbero avvicinando a un picco. I rapporti di revisione degli utili – una misura del numero di revisioni al rialzo rispetto a quelle al ribasso da parte degli analisti – tendono a costituire una valida indicazione della futura direzione degli utili. Questi rapporti sono in calo dalla scorsa estate, il che implica un numero maggiore di revisioni al ribasso rispetto a quelle al rialzo. Forse non è sorprendente che le stime degli analisti stiano impiegando del tempo per recuperare. Generalmente chi formula previsioni ama estrapolare la crescita lineare, eppure negli ultimi due anni si è assistito a un enorme “avanzamento” della domanda futura in alcuni settori e a un netto crollo in altre aree. La rotazione dai trend pandemici è stata evidente negli utili del Q1, con molti dei “vincitori del Covid-19” che ora riportano un indebolimento della domanda in un contesto di ritorno dei consumatori alle loro vecchie abitudini.

È importante riconoscere che i prezzi delle azioni tendono a trainare gli utili, anziché il contrario. **La Figura 7** confronta i cali storici del mercato e degli utili. Il declino dei titoli azionari dei mercati sviluppati da inizio anno sembra al momento generalmente in linea con le dimensioni dei cali registrati durante i precedenti rallentamenti economici non recessivi, nonostante il fatto che le revisioni al ribasso degli utili debbano ancora essere incorporate. Cali molto

Figura 7: Il mercato azionario ha superato le aspettative di utili
Utili del MSCI World e cali di mercato nelle recessioni precedenti

% di calo dal picco



Fonte: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Il grafico mostra il calo degli utili degli ultimi 12 mesi e la rivalutazione del capitale in dollari statunitensi per l'Indice MSCI World. Gli utili e i mercati potrebbero non toccare i minimi alla stessa data. Dati al 14 giugno 2022.

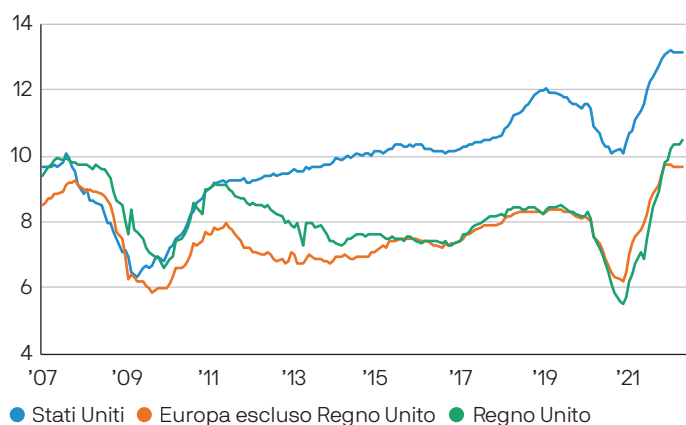
più ampi hanno generalmente coinciso con contrazioni economiche più profonde e prolungate. In prospettiva, pertanto, la domanda principale ricorda il tema sollevato nella nostra sezione iniziale. Sappiamo che è probabile che si verifichino revisioni al ribasso degli utili, ma quanto potrebbero essere negative?

Buona parte della risposta è nella resilienza dei margini societari. **La Figura 8** mostra l'alto punto di partenza dei margini sia negli Stati Uniti che in Europa; le società hanno infatti trasferito ai propri clienti gli aumenti dei prezzi durante l'impennata post-Covid dei costi di produzione. Le strozzature dell'offerta e la rigidità dei mercati del lavoro erano già sulla buona strada per esercitare maggiori pressioni sui costi societari nel 2022, ma l'invasione russa dell'Ucraina ha aggiunto uno shock energetico al mix. Un fattore determinante per il futuro della performance relativa sarà il potere di determinazione dei prezzi, la cui forza può dipendere dai livelli più elevati di leva operativa (che implica una proporzione maggiore di costi fissi rispetto ai costi variabili), dal forte riconoscimento del marchio che contribuisce a rendere la domanda meno sensibile ai prezzi, o potenzialmente dalla mancanza di concorrenza in un settore.

Figura 8: I margini societari negli Stati Uniti e in Europa sono rimasti forti

Margini di profitto

%, margini degli utili degli ultimi 12 mesi rispetto alle vendite



Fonte: FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500, Europa, Regno Unito escluso: MSCI Europe ex-UK, Regno Unito: FTSE All-Share. Dati al 31 maggio 2022.

Ci aspettiamo che la resilienza dei margini vari sia a livello geografico che settoriale. Il rischio di delusione degli utili quest'anno sembra più grande nell'Eurozona che negli Stati Uniti, in parte a causa della maggiore presenza di settori ad alta intensità di risorse e materie prime negli indici dell'Eurozona. Il rischio di utili sarebbe particolarmente intenso in caso di interruzione dell'approvvigionamento energetico, anche se un'ulteriore pressione al ribasso sull'euro compenserebbe in qualche modo questo fenomeno. Nel Regno Unito, gli indici large cap stanno registrando un aumento dei prezzi dell'energia in un momento in cui i titoli azionari più focalizzati sul mercato interno sono in difficoltà a causa di una stretta sui redditi disponibili. Sul fronte dei consumi in senso più ampio, le società esposte a coorti di reddito più alto potrebbero evidenziare un andamento migliore di quelle più sensibili alla spesa di gruppi a basso reddito, dove i prezzi di generi alimentari ed energia assorbiranno una quota molto maggiore della spesa totale.

In sintesi, se da un lato è sempre necessario del tempo affinché le aspettative di utili riflettano l'evoluzione dell'economia, dall'altro il ritardo è forse più comprensibile quest'anno, date le circostanze uniche di questa ripresa. Ci aspettiamo che gli analisti effettuino revisioni al ribasso in anticipo, ma i movimenti dei mercati sono già coerenti con un modesto rallentamento dei profitti. A condizione che il nostro scenario macro principale si realizzi, gli utili societari nei mercati sviluppati dovrebbero continuare a crescere nel 2022, anche se in misura inferiore rispetto alle aspettative attuali. Terremo d'occhio i margini per scorgere eventuali segnali di erosione del potere d'acquisto.

Titoli di Stato: ritorno al benchmark

I rendimenti dei titoli di Stato si sono mossi notevolmente verso l'alto negli ultimi due anni. È dunque giunto il momento di considerare la possibilità di avvicinarsi alla neutralità in termini di duration? Crediamo che sia probabilmente così.

Il mercato obbligazionario sta già scontando un ulteriore e significativo inasprimento della politica monetaria da parte delle principali banche centrali. Si prevede che la Fed e la BoE innalzeranno i tassi portandoli rispettivamente a circa il 3,5% e al 3% entro la fine dell'anno, mentre i mercati stanno scontando l'avvicinamento del tasso di riferimento della Banca Centrale Europea al 2,5% entro la fine del prossimo anno.

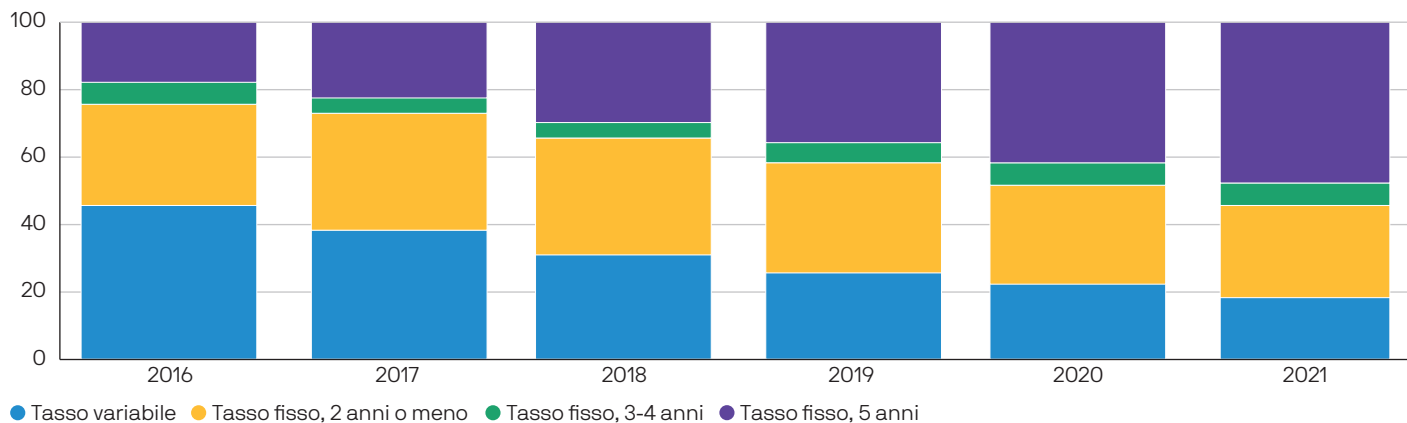
La possibilità per i tassi d'interesse di salire oltre questi livelli dipende in gran parte dalla capacità delle famiglie di resistere a tassi ipotecari più alti. Negli Stati Uniti, il 95% dei mutui è ora a tasso fisso, di cui circa l'80% è trentennale, mentre il restante 15% per almeno 15 anni. Pertanto la stragrande maggioranza dei proprietari di case in America non si accorgerà nemmeno dei rialzi dei tassi d'interesse. Questa tendenza è in contrasto con il 2007, quando circa il 20% dei mutui statunitensi era a tasso variabile.

Anche nel Regno Unito si è verificato uno spostamento verso i mutui a tasso fisso (**Figura 9**). Nel 2007 il 50% dei mutui britannici era indicizzato, mentre oggi quella percentuale è scesa al 20% circa. Tuttavia, il periodo per il quale le famiglie britanniche pagano il tasso fisso è molto più breve che negli Stati Uniti. Circa la metà di tutti i mutui del Regno Unito sono indicizzati o a tasso fisso a 2 anni. Entro un paio di anni qualsiasi aumento dei tassi d'interesse da parte della BoE passerà quindi attraverso circa la metà di tutti i titolari di mutui ipotecari nel Regno Unito. Pertanto, per coloro che non prevedono di cambiare casa, le famiglie britanniche sono più esposte al rialzo dei tassi rispetto a quelle statunitensi.

Figura 9: Nel Regno Unito i mutui stanno passando dal tasso variabile al tasso fisso

Mutui nel Regno Unito

% del volume dei mutui



Fonte: Bank of England, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 marzo 2022.

L'altro fattore da considerare è tuttavia l'accessibilità degli alloggi per le persone che vogliono cambiare casa o comprare la loro prima casa. Dall'inizio della pandemia i prezzi delle case sono aumentati in misura significativa, di circa il 40% negli Stati Uniti e del 25% nel Regno Unito. Questa tendenza è stata alimentata dalla domanda di maggiore spazio a causa del passaggio al lavoro ibrido/a distanza, della mancanza di disponibilità di alloggi e dei tassi d'interesse più bassi durante la pandemia. Ora che i tassi di interesse sono di nuovo in salita, gli alloggi stanno diventando meno accessibili (Figura 10).

Il tasso ipotecario a 30 anni negli Stati Uniti è salito da sotto il 3% a quasi il 6% negli ultimi due anni. Unitamente al forte incremento dei prezzi delle case, ciò significa che la quota di reddito medio necessaria per acquistare oggi un'abitazione media è già considerevolmente aumentata. Nel Regno Unito il costo di un mutuo a tasso fisso a 2 anni è salito dall'1,2% di settembre a oltre il 2,5% per un acquirente con un rapporto loan-to-value (LTV) del 75%.

È quindi ragionevole ritenere che i tassi d'interesse potrebbero non aumentare molto di più di quanto sia già scontato nei titoli di Stato statunitensi e del Regno Unito prima che il mercato degli alloggi finisca sotto pressione.

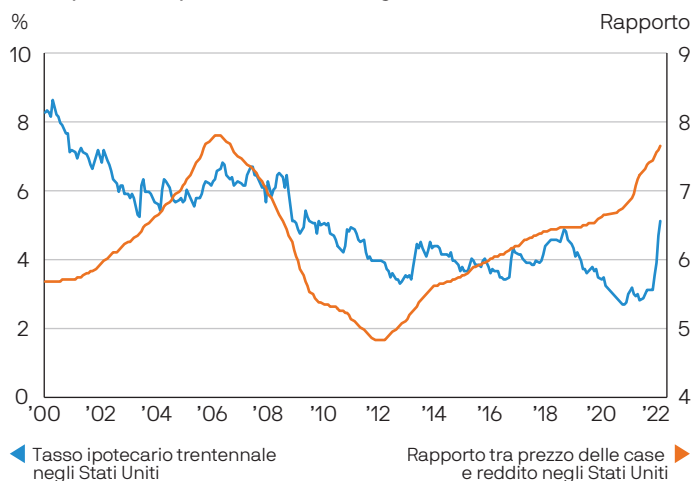
Tuttavia vi sono alcune argomentazioni contrarie all'idea che i rendimenti dei titoli di Stato non aumenteranno molto di più a partire da adesso. La prima è che siamo entrati in un periodo economico molto più incerto, in cui la gamma di potenziali esiti realistici sia in termini di crescita che di inflazione è più ampia rispetto quasi tutto l'ultimo decennio. Ad esempio, se la crescita salariale rimane solida, le famiglie potrebbero permettersi costi ipotecari più elevati. Gli investitori obbligazionari potrebbero richiedere un rendimento più alto per compensare il possibile passaggio a un nuovo regime inflazionistico, in cui inflazione e tassi d'interesse potrebbero potenzialmente registrare livelli più alti rispetto all'ultimo decennio.

In secondo luogo, in mancanza di allentamento quantitativo e con l'inizio della sua graduale inversione, la domanda di titoli di Stato potrebbe essere sostanzialmente più bassa, esercitando un'ulteriore pressione al rialzo sui rendimenti.

In terzo luogo, anche se si pensa che i rendimenti obbligazionari non aumenteranno ancora molto, in assenza di una recessione, il ritorno reale sulle obbligazioni potrebbe essere ancora negativo, a meno che l'inflazione non scenda rapidamente fino all'obiettivo.

Mettendo a confronto queste argomentazioni, riteniamo che i titoli di Stato siano meno allettanti di quanto non fossero quando i rendimenti erano molto più bassi. Sebbene gli investitori possano ancora perdere denaro nei titoli di Stato, in particolare in termini reali, è probabile che il potenziale rialzo sia ora più equamente bilanciato da un possibile ulteriore calo. Offrono inoltre una certa diversificazione del portafoglio negli scenari negativi più estremi, purché l'indebolimento dell'attività coincida con la diminuzione della pressione inflazionistica. Ciò premesso, pur astenendoci dal raccomandare una posizione sovrappesata sui titoli di Stato e sulla duration, riteniamo che ora abbia senso per gli investitori considerare la possibilità di spostare la loro esposizione ai titoli di Stato e alla duration avvicinandola al loro benchmark.

Figura 10: Gli alloggi stanno diventando meno accessibili
Tassi ipotecari e prezzi delle case negli Stati Uniti



Fonte: BLS, Federal Reserve, National Association of Realtors, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Il rapporto tra prezzo della casa e reddito è calcolato utilizzando i prezzi annuali medi delle case e la media annualizzata dei salari settimanali. Dati al 31 maggio 2022.

Titoli azionari cinesi: guadagni nel lungo termine dopo le recenti difficoltà

La fiducia degli investitori nelle azioni cinesi è stata messa a dura prova nel corso dell'ultimo anno. La crescita in Cina si è deteriorata a causa della politica zero-Covid del governo, dell'aumento della regolamentazione, della debolezza del settore immobiliare e del consolidamento fiscale. L'obiettivo ufficiale di crescita del PIL del 5,5% per il 2022 sembra ora difficile da raggiungere. I titoli azionari cinesi sono crollati bruscamente e le valutazioni al momento sono basse rispetto agli standard storici.

Le preoccupazioni degli investitori sono giustificate oppure la situazione attuale offre un'interessante opportunità di investimento per gli investitori a lungo termine? Riteniamo che alcuni dei rischi stiano cominciando a diminuire e che il mercato azionario presenti valutazioni attraenti.

Il Covid rimane un rischio per il momento. Omicron, la variante altamente contagiosa, ha recentemente causato il più alto livello di contagi in Cina dallo scoppio della pandemia. Le autorità hanno attuato restrittive politiche di lockdown, con gravi conseguenze per la crescita economica. All'inizio di aprile, 400 milioni di cinesi sono stati colpiti da queste chiusure. L'attuazione di tali misure ha determinato una notevole decelerazione della crescita. Le vendite al dettaglio, ad esempio, sono in calo dell'11% su base annua (a/a) e il traffico merci su strada a livello nazionale ha subito una significativa contrazione sin dall'inizio dell'ondata di Omicron (**Figura 11**). Anche le strozzature dell'offerta sono tornate con pieno vigore e probabilmente avranno ripercussioni a livello globale.

Ci aspettiamo un miglioramento della situazione entro ottobre o novembre, dato il desiderio del Presidente Xi di ricevere un terzo mandato come capo del Partito comunista. I lockdown su larga scala non sono sostenibili, anche se rimuoverli rapidamente potrebbe rischiare di travolgere il sistema sanitario. Gli ultimi dati suggeriscono che la Cina ha ancora una percentuale relativamente bassa di anziani che hanno ricevuto vaccinazioni di richiamo.

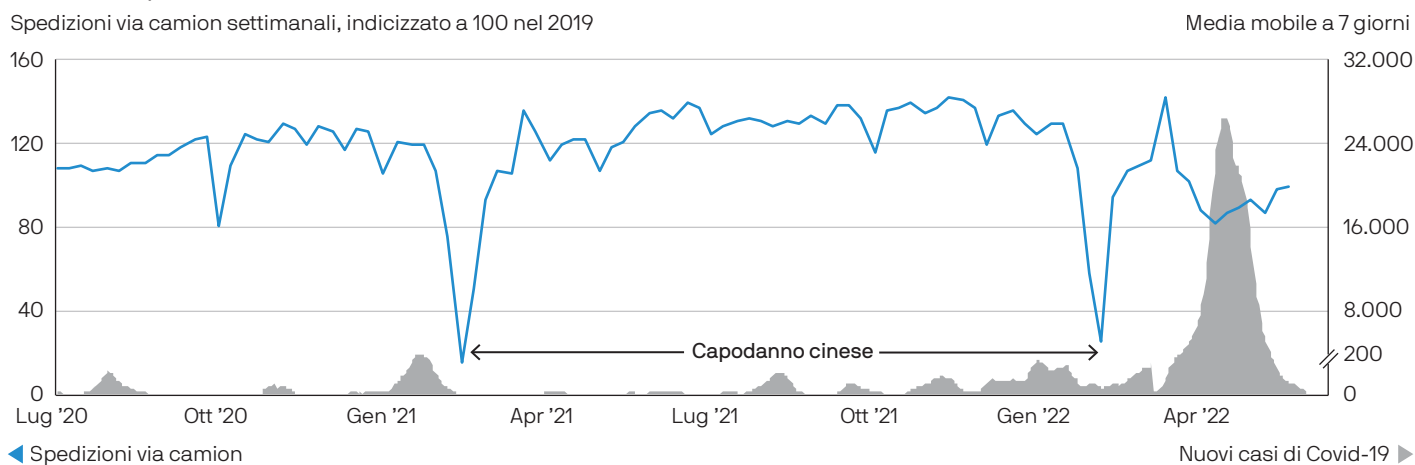
Una possibile via per convivere con il Covid è incentrata sull'aumento della percentuale di popolazione coperta da tre dosi di vaccino nazionale. A incoraggiare le persone potrebbe essere una combinazione di maggiore minaccia di contagio e restrizioni alla mobilità pubblica per i non vaccinati (analogamente alla strategia europea). Ciò potrebbe a sua volta facilitare il processo di riapertura, la cui rapidità sarebbe gestita dalle autorità in funzione della pressione esercitata sul sistema sanitario. Anche se questo processo sarà probabilmente ancora lento, un lungo periodo di lockdown è insostenibile, a nostro avviso.

Le cose potrebbero cambiare anche nel mercato immobiliare. Il rigore fiscale e una regolamentazione più severa nel settore finanziario hanno determinato un crollo dell'attività del mercato immobiliare e una crisi per alcuni sviluppatori di immobili. Nel mese di aprile, gli investimenti immobiliari sono diminuiti del 10,1% a/a.

Figura 11: I lockdown dovuti alla politica zero-Covid cinese stanno influenzando sull'economia

Attività di trasporto merci su strada e nuovi casi di Covid-19

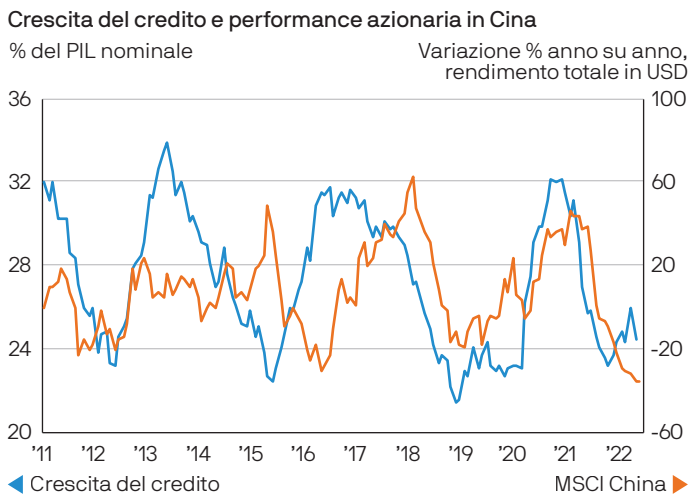
Spedizioni via camion settimanali, indicizzato a 100 nel 2019



Fonte: G7, WIND, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 maggio 2022.

A livello regionale, le autorità politiche hanno iniziato ad allentare le restrizioni sugli acquisti di case e a ridurre i requisiti relativi agli anticipi. Ma ancora più importante è la prospettiva di una politica fiscale più espansiva e di una banca centrale accomodante in grado di allentare ulteriormente le condizioni monetarie a causa del livello relativamente moderato di inflazione. L'offerta di credito per l'economia sta già cominciando a riprendersi. La **Figura 12** mostra come lo slancio nella crescita del credito sia stato un indicatore affidabile della performance del mercato azionario in Cina negli ultimi 10 anni. La stabilizzazione della crescita del credito indica un possibile arretramento dei fattori che ostacolano le azioni.

Figura 12: La performance dei titoli azionari cinesi tende ad essere correlata con la dinamica della crescita del credito



Fonte: Bloomberg, MSCI, People's Bank of China, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La crescita del credito è la variazione a 12 mesi del credito rispetto all'economia reale in percentuale del PIL nominale. Dati al 31 maggio 2022.

La regolamentazione rappresenta un altro fattore di ostacolo per il mercato azionario. Sebbene le società di informatica, media e di servizi online siano state particolarmente colpite dalla stretta normativa, di recente sono emersi alcuni segnali positivi. A marzo il Comitato del Consiglio di Stato cinese ha incoraggiato le autorità di regolamentazione a istituire politiche più trasparenti e prevedibili e ad aprile il Politburo del Partito comunista cinese si è mostrato più favorevole alle politiche volte a stabilizzare la crescita, sostenendo gli investimenti nelle infrastrutture, nel mercato immobiliare e nelle piattaforme Internet. Di conseguenza, nutriamo maggiore fiducia nel fatto che la regolamentazione non costituirà più un ostacolo.

Le società quotate offshore sono state colpite in modo particolarmente duro dalla regolamentazione. Oltre alla regolamentazione interna, l'attuale disaccordo tra Stati Uniti e Cina sull'accesso da parte delle società di revisione contabile agli ADR cinesi quotati negli Stati Uniti ha aumentato i timori di una eliminazione forzata dai listini entro il 2024. Il Comitato cinese per la regolamentazione dei valori mobiliari ha da allora annunciato di essere al lavoro su una proposta per dare alle autorità di vigilanza statunitensi pieno accesso alle relazioni sulle revisioni contabili della maggior parte delle società cinesi quotate negli Stati Uniti. Un tale accordo, se venisse raggiunto, ridurrebbe significativamente il rischio di cancellazione dai listini associato agli ADR cinesi.

Gli investitori hanno senza dubbio sperimentato qualche sofferenza a breve termine nei titoli azionari cinesi, ma riteniamo che vi siano possibilità di guadagni a lungo termine. Dopo la performance molto debole dell'ultimo anno, la valutazione delle azioni cinesi è nettamente al di sotto della media di lungo termine. Gli investitori hanno l'opportunità di beneficiare delle prospettive di crescita degli utili a lungo termine in Cina a valutazioni che già scontano molte cattive notizie.

C'è ancora valore nel value

I titoli value hanno superato significativamente i growth quest'anno. L'Indice MSCI World ha ceduto oltre il 20%, ma al suo interno il MSCI World Growth ha perso il 30%, mentre il MSCI World Value è sceso di appena il 13%.

Sebbene il calo dei titoli growth sia generalizzato, la performance dei titoli value è stata molto più irregolare. Il principale fattore trainante della performance di questo stile è stato il balzo dei titoli azionari energetici, ma anche alcuni settori difensivi come i servizi di pubblica utilità e i beni di prima necessità, che tendono a beneficiare di una domanda resiliente, hanno contribuito ai rendimenti relativi. Al contrario, i settori value ciclici come finanza e industria hanno sofferto più della media value in quanto gli investitori hanno temuto per i rischi di una recessione.

Lo stile value continuerà a sovraperformare? Considerando sia gli scenari principali al rialzo che quelli al ribasso che ci troviamo ad affrontare, riteniamo che la risposta probabile sia sì. Nel nostro scenario negativo, l'aggravarsi dell'escalation del conflitto in Ucraina potrebbe esercitare ulteriori pressioni rialziste sui prezzi delle materie prime e quindi sui titoli energetici (anche se gli investitori devono fare attenzione ai governi tentati dalle imposte sui proventi straordinari). In uno scenario più positivo, in cui le pressioni sui costi globali si allentano e l'economia si dimostra resiliente, le aree di valore più cicliche potrebbero recuperare, in particolare i finanziari, mentre la combinazione di tassi d'interesse più alti e solida performance dei prestiti potrebbe causare una rivalutazione del settore.

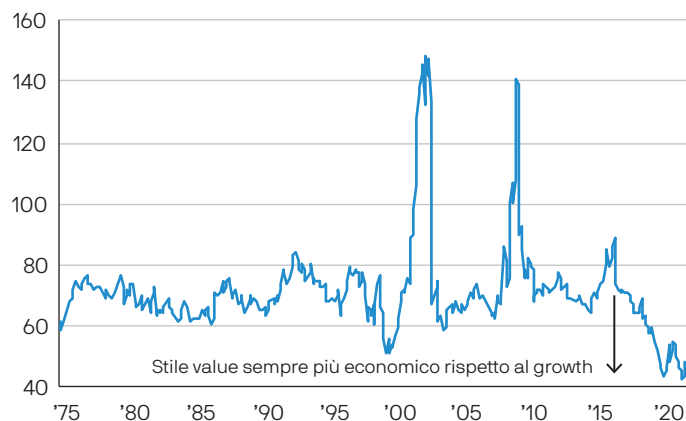
Va inoltre osservato che, nonostante i recenti movimenti, il divario di valutazione tra i due stili resta considerevole. La **Figura 13** mostra che al culmine della pandemia nel 2020 il rapporto prezzo/utigli (P/E) degli ultimi 12 mesi dell'indice MSCI World Value era appena il 42% dell'equivalente dei titoli azionari growth. Oggi il P/E è ancora solo la metà di quello dei titoli growth, che è lo stesso rapporto osservato nel 1999 alla vigilia dello scoppio della bolla tecnologica ed è ben al di sotto della media del 70% dell'intero periodo.

L'attrattiva dei dividendi può anche indurre gli investitori verso i titoli azionari value. Il rendimento azionario medio dell'indice value è superiore al 3%. Anche se i rendimenti dei titoli di Stato sono saliti, le cedole sono fisse e pertanto non offrono la protezione dell'inflazione che i dividendi societari potrebbero potenzialmente offrire.

Figura 13: I titoli azionari value appaiono storicamente poco costosi rispetto ai growth

Divario di valutazione tra MSCI World Value e Growth

P/E value in % del P/E growth, basato sul P/E degli ultimi 12 mesi



Fonte: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 maggio 2022.

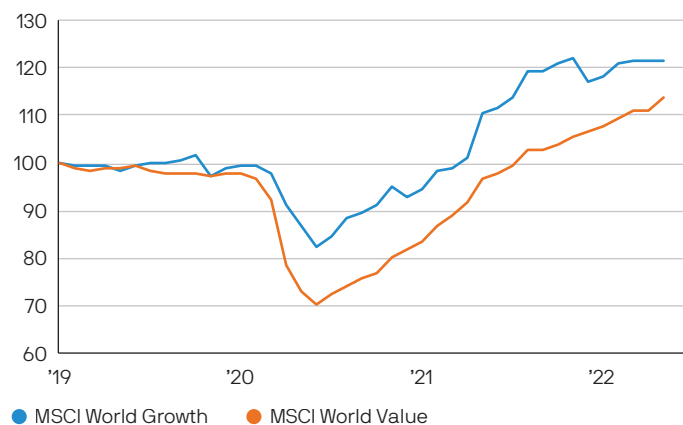
La performance relativa dipende anche dalle prospettive di crescita dei titoli azionari, che si trovano ad affrontare due fattori di incertezza: in primo luogo, le prospettive di utili delle società di questa categoria sono particolarmente difficili da prevedere al momento. La pandemia ha coinciso con una rapida adozione della tecnologia che ha determinato un netto miglioramento delle aspettative di utili (Figura 14). Ma alcuni titoli azionari, come i servizi di streaming, hanno difficoltà a soddisfare queste alte aspettative. In secondo luogo, persiste il rischio che i tassi d'interesse continuino ad aumentare se l'attività economica e/o l'inflazione salissero ulteriormente, il che potrebbe pesare sui titoli azionari growth di più lunga durata. Tuttavia, una correzione così ampia sta anche offrendo opportunità selettive per ottenere buone società orientate alla crescita a prezzi migliori. La sfida per gli investitori sarà quella di trovare aziende innovative convincenti senza pagare eccessivamente.

In sostanza, riteniamo che la combinazione di pandemia e guerra in Ucraina ci abbia spostato verso un nuovo regime di crescita, inflazione e tassi d'interesse. La bassa crescita, la bassa inflazione e i bassi tassi d'interesse dell'ultimo decennio, che hanno gettato le basi per una straordinaria performance dei titoli growth, adesso sembrano essere alle nostre spalle. Nel nostro scenario centrale, in cui la crescita economica dimostra un certo grado di resilienza, la sovraperformance dello stile value potrebbe avere ancora spazio per correre.

Figura 14: Le stime di crescita degli utili per i titoli growth sono aumentate in misura significativa durante la pandemia

EPS prospettico a 12 mesi Indici MSCI World Value e Growth

Utili per azione (EPS) per i prossimi 12 mesi, ribasato a 100 all'inizio del 2019



Fonte: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 maggio 2022.

Dove trovare protezione in caso di stagflazione

La guerra in Ucraina, la politica zero-Covid cinese e l'inasprimento monetario globale hanno sollevato timori per un prolungato periodo di stagflazione. Questo termine indica un'economia afflitta da crescita bassa o negativa, dall'aumento della disoccupazione e da un'inflazione ostinatamente elevata, una combinazione che non abbiamo più sperimentato dagli anni '70.

La stagflazione è lo scenario peggiore per gli investitori, dal momento che le banche centrali devono inasprire la politica monetaria in un quadro di decelerazione della crescita, causando un calo dei prezzi sia delle azioni che delle obbligazioni. A causa dei timori di stagflazione, il tradizionale portafoglio 60:40 è stato negoziato a oltre il 18% in meno da inizio anno, avendo generato in media un rendimento positivo del 7% annuo tra il 2008 e il 2021.

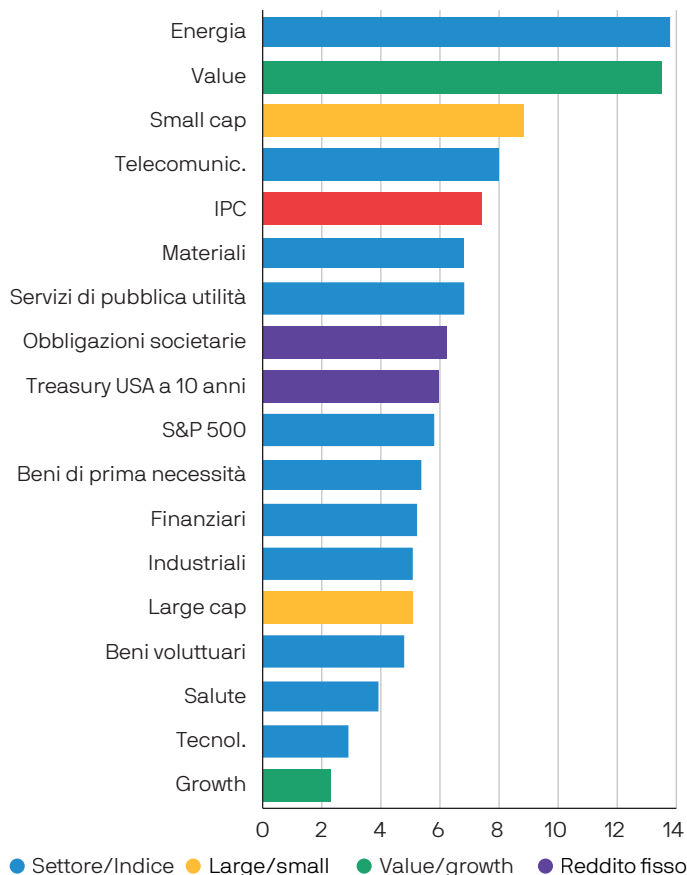
Mentre a un primo sguardo non sembrerebbero esserci luoghi in cui gli investitori possano rifugiarsi in un contesto di stagflazione, l'analisi dell'andamento di mercato negli anni '70 (Figura 15) e i tre mercati ribassisti che si sono verificati durante questo periodo ci permettono di formulare alcune osservazioni e quindi di fornire alcune indicazioni su come mantenere la rotta in questo contesto.

Energia, materiali, telecomunicazioni e servizi di pubblica utilità dovrebbero essere più resilienti. La Figura 15 mostra i rendimenti nominali annualizzati negli anni '70. I settori che si sono dimostrati più resilienti sono stati l'energia e i materiali, che hanno beneficiato degli alti prezzi delle materie prime, ma anche i settori difensivi come le telecomunicazioni e i servizi di pubblica utilità sono stati ben supportati. Anche le azioni value e i titoli small cap hanno costantemente superato le loro controparti growth e large cap, anche se i titoli small cap hanno sofferto relativamente di più durante i mercati orso.

Figura 15: I settori energia, materiali, telecomunicazioni e servizi di pubblica utilità potrebbero essere più resilienti in un contesto di stagflazione

Rendimenti degli attivi negli anni '70

%, rendimenti totali nominali annualizzati

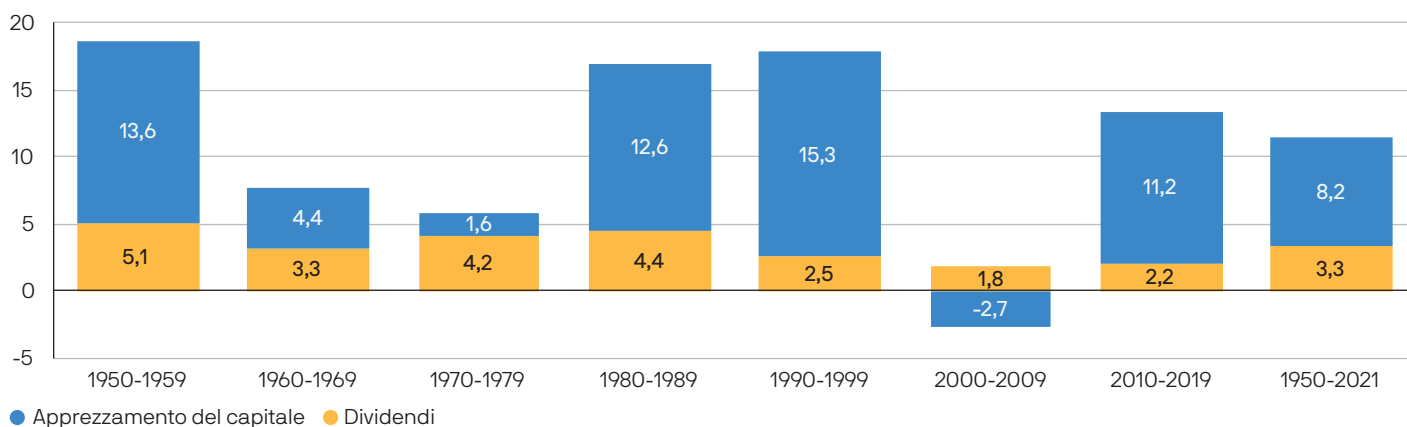


Fonte: BLS, French, Haver Analytics, Refinitiv Datastream, Shiller, Standard & Poor's, Ibbotson, J.P. Morgan Asset Management. I rendimenti indicati si riferiscono agli anni dall'inizio del 1970 alla fine del 1979. Dati al 31 maggio 2022.

Anche i beni che forniscono reddito sostenibile nel tempo sono attraenti in un contesto di stagflazione. Quando il beta dei mercati è meno favorevole e non si può fare affidamento sulle plusvalenze, dividendi e cedole diventano più importanti. Ad esempio, negli anni '70 i dividendi rappresentavano due terzi del rendimento totale dell'indice S&P 500, mentre storicamente hanno rappresentato in media solo un terzo del suo rendimento totale (Figura 16). Gli alti livelli delle cedole sono stati un importante propulsore della performance sia del segmento societario che di quello governativo del reddito fisso, favorendo i rendimenti nominali di quest'area negli anni '70.

Figura 16: Negli anni '70 i dividendi hanno rappresentato un'ampia porzione del rendimento dell'indice S&P 500
S&P 500 total return: dividendi vs. apprezzamento del capitale

Media dei rendimenti annualizzati



Fonte: FactSet, Ibbotson, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 maggio 2022.

Gli attivi alternativi, per coloro che possono accedervi, offrono alcune delle soluzioni più attraenti. Il settore immobiliare e quello delle infrastrutture hanno basse correlazioni con le azioni e le obbligazioni e generano flussi di reddito che tendono a crescere con l'inflazione.

Va inoltre rilevato che anche se gli anni '70 sono stati sicuramente un periodo difficile per gli investitori, non si è trattato di un decennio perso per i mercati finanziari e in linea generale ha premiato rimanere investiti. In effetti, nonostante l'S&P 500 abbia registrato cali di valore fino al 46%, ha comunque generato complessivamente un rendimento totale annuo del 5,8% nel periodo.

Gli investitori dovrebbero anche essere consapevoli del fatto che le sfide a breve termine spesso tendono a generare opportunità a lungo termine. Gli shock petroliferi degli anni '70 hanno costretto molti Paesi a ridurre in misura sostanziale la propria intensità petrolifera non solo tagliando il consumo di petrolio, ma anche investendo in nuove fonti di energia, come le energie rinnovabili o il nucleare. Le industrie come quella automobilistica sono cambiate radicalmente durante questo periodo, con i produttori di automobili giapponesi che hanno acquisito una ragguardevole quota di mercato grazie a modelli più efficienti in termini di consumo di carburante. Come negli anni '70, la crisi energetica attuale agirà da motore della transizione energetica, una tendenza di cui gli investitori dovranno identificare i relativi vincitori. Le valutazioni delle società di tecnologia climatica sono nettamente diminuite durante l'ultima correzione della crescita, ma se gli utili si rivelassero resilienti con l'accelerazione della transizione, queste aziende potrebbero costituire una convincente opportunità a medio termine.

Scenari e rischi principali

Il nostro scenario principale prevede che la crescita globale decelererà e l'inflazione si raffredderà, pur rimanendo al di sopra dei livelli target nei prossimi 6-12 mesi. Eppure, come abbiamo delineato nella sezione di apertura, è più importante che mai considerare i rischi per la nostra visione centrale, dati gli elevati livelli di incertezza. Di seguito descriviamo una serie di scenari per l'economia e i mercati che riteniamo plausibili nel corso del prossimo anno.

Scenario principale: raffreddamento della crescita, ma al di sopra dell'inflazione target

La crescita rallenta in modo significativo nei mercati sviluppati, ma l'eventuale recessione è breve e poco profonda. Lo stimolo fiscale aiuta a compensare le pressioni salariali reali in Europa. Il sostegno politico contribuisce a stabilizzare l'economia cinese a mano a mano che le restrizioni dovute al Covid si allentano gradualmente. L'inflazione persiste al di sopra degli obiettivi fissati dalle banche centrali, ma con il raffreddamento dell'attività economica e i tassi di inflazione primaria in calo tendenziale da livelli elevati. I tassi d'interesse aumentano più gradualmente rispetto alle aspettative di mercato correnti, attenuando i timori del mercato di una recessione indotta dalle banche centrali.

I mercati azionari si stabilizzano nonostante le revisioni al ribasso degli utili. Le valutazioni dei titoli azionari growth continuano a subire venti contrari. I rendimenti obbligazionari a lungo termine stanno salendo gradualmente, con i titoli di credito che battono i titoli di Stato principali.

Scenario al ribasso: Stagflazione

Il rallentamento della domanda non riesce a far scendere l'inflazione, mentre la scarsità dell'offerta energetica spinge i prezzi verso l'alto. I costi salariali erodono i margini societari, in quanto i lavoratori chiedono una retribuzione più alta a causa dei prezzi in continuo aumento. Nonostante il rallentamento della crescita, le banche centrali sono costrette a una stretta aggressiva, considerati i timori di uno sganciamento delle aspettative di inflazione, causando una profonda recessione.

Scenario peggiore per i mercati azionari. I rendimenti obbligazionari salgono con un appiattimento delle curve, in quanto le banche centrali sono costrette a operare più rialzi dei tassi rispetto alle aspettative di mercato correnti. I titoli di Stato sovraperformano i titoli azionari, ma tutte le principali classi di attivi generano risultati negativi. Lo stile value supera il growth, considerata la pressione sostanziale sui multipli azionari e i prezzi elevati delle materie prime.

Scenario al ribasso: Recessione globale

Le economie dei mercati sviluppati rallentano bruscamente, mentre gli investitori sono sopraffatti dagli aumenti dei prezzi. In Cina aumentano le preoccupazioni per il Covid e i relativi lockdown. Gli shock negativi della domanda determinano un calo dei prezzi dell'energia, contribuendo a far scendere di nuovo l'inflazione ma a scapito di un impatto significativo sulla crescita. La disoccupazione aumenta in un contesto di crollo della fiducia delle imprese e la crescita dei salari si raffredda allentando le pressioni inflazionistiche. Le banche centrali sospendono i piani di inasprimento monetario a fronte della decelerazione dell'inflazione e al fine di dare priorità alle prospettive di crescita.

I mercati azionari sono in calo, ma le manovre di aggiustamento delle banche centrali riescono in qualche modo a compensare. I titoli di Stato superano sia i titoli di credito che le azioni in un quadro di calo dei rendimenti governativi. La sottoperformance dei titoli growth rallenta a causa del calo dei rendimenti obbligazionari.

Scenario di rialzo: Goldilocks

Una riapertura in Cina più rapida del previsto porta ad allentare le strozzature dell'offerta. Nonostante la spinta associata alla domanda, i prezzi delle materie prime restano ancorati, potenzialmente sulla scia di una de-escalation della guerra in Ucraina. Di conseguenza, l'inflazione torna a scendere più rapidamente di quanto previsto. Un certo grado di resilienza nei mercati del lavoro sostiene la crescita dei salari reali in un quadro di attenuazione delle pressioni inflazionistiche generalizzate. Le banche centrali proseguono gradualmente i propri piani di inasprimento monetario senza rallentare in misura sostanziale la crescita.

Scenario migliore per i mercati azionari, con una forte crescita degli utili. Sovraperformance dello stile value, ma con rotazione dall'energia ai finanziari. Le azioni superano il credito, mentre il credito batte i titoli di Stato a causa della contrazione degli spread.

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

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

J.P. Morgan Asset Management è la denominazione commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. Si rende noto che, nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. Si rende altresì noto che i dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui al link www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy. La presente comunicazione è emessa in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Cordusio 3, I-20123 Milano, Italia.

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

Fonte immagine: Getty Images.

LV-JPM53690| 06/22 | IT | 098w222906104134
