

2024

Un quadro economico resiliente *in un mondo fragile*



**Prospettive
di metà 2024.**



I pareri espressi nel presente documento si basano sulle condizioni attuali, sono soggetti a modifiche e possono differire da quelli dei dipendenti e di altre consociate di JPMorgan Chase & Co. I pareri e le strategie descritti potrebbero non essere appropriati a tutte le tipologie di investitori. Gli investitori devono consultare i propri consulenti finanziari prima di sottoscrivere qualunque prodotto o strategia di investimento. Il presente materiale non deve essere considerato una ricerca o un rapporto di ricerca di J.P. Morgan. **Le stime e i rendimenti passati non sono indicatori attendibili dei risultati futuri.** Invitiamo a consultare la situazione giuridica, le informative, le note legali, i rischi e altre informazioni importanti riportate nella parte finale di questo materiale.

PRODOTTI DI INVESTIMENTO • NON ASSICURATI DALLA FDIC • NESSUNA GARANZIA BANCARIA
• SOGGETTI A POTENZIALI PERDITE DI VALORE

Introduzione

All'inizio dell'anno, la maggior parte degli esperti si aspettava un rapido calo dell'inflazione che avrebbe consentito alle Banche Centrali di avviare una serie di tagli ai tassi di interesse. Si trattava di proiezioni ragionevoli, una lettura corretta della situazione in quel momento.

Tuttavia, l'economia ha smentito le previsioni. L'inflazione non è calata rapidamente come molti speravano. Nondimeno, considerando tutta una serie di variabili macro, l'economia globale si presenta straordinariamente vigorosa.

Oltre a ciò, il mondo si trova in una situazione delicata. Il rischio geopolitico è concreto ed è un tema di primaria importanza per gli investitori, grandi o piccoli che siano. Le loro preoccupazioni sono molteplici: il rischio di un peggioramento dei conflitti verso una dimensione globale, le incognite che aleggiano sull'esito e sulle implicazioni delle elezioni presidenziali statunitensi di novembre, le tensioni nei rapporti tra Cina e Stati Uniti e un'attenzione diffusa alla sicurezza nazionale, nei settori della difesa tradizionale, delle risorse energetiche, delle filiere produttive e della sicurezza informatica.

Ecco perché abbiamo intitolato le nostre *Prospettive di metà anno*, "Un'economia forte in un mondo fragile".

Da un lato, una crescita più sostenuta, rendimenti obbligazionari più alti e valutazioni azionarie più elevate. Dall'altro, un'accelerazione dell'inflazione, una recrudescenza dei rischi geopolitici e il rischio di una maggiore pressione fiscale.

Per prepararci al secondo semestre, sfruttiamo l'esperienza del nostro Global Investment Strategy Group, che ci aiuta a individuare sia i rischi che le opportunità che i nostri clienti potrebbero dover affrontare. A nostro avviso, i clienti possono puntare sull'azionario per cavalcare la crescita globale, sui real asset per proteggersi dall'inflazione e sull'obbligazionario per generare reddito e ridurre il rischio nel caso in cui la crescita dell'economia dovesse vacillare. L'intelligenza artificiale sta solo muovendo i primi passi. Nelle Prospettive di metà anno si sottolinea che ci sono voluti 15 anni perché il personal computer aumentasse la produttività dell'economia. L'intelligenza artificiale, secondo le nostre stime, potrebbe farlo in sette anni.

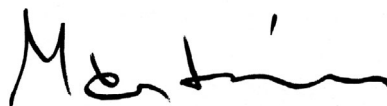
In breve, riteniamo che le dinamiche positive possano far crescere i mercati nel 2024 e oltre.

Qualunque cosa i mercati abbiano in serbo, facciamo affidamento gli uni sugli altri e sulle relazioni che abbiamo instaurato nel tempo per offrirle il meglio. Siamo onorati di essere al Suo fianco come partner finanziario. La ringraziamo per la fiducia che continua a riporre in J.P. Morgan.

Cordiali saluti,



David Frame
CEO, U.S. Private Bank



Martin Marron
CEO, International Private Bank

Prospettive di metà anno 2024 | Messaggi principali

L'economia è più forte di quanto non si creda.

Riteniamo che il rally del mercato globale sia destinato a continuare.

L'intelligenza artificiale sta solo muovendo i primi passi.

Ha davanti un percorso incerto, ma un impatto potenzialmente enorme.

I tassi rimarranno più alti più a lungo, ma non per sempre.

Le dislocazioni nei settori sensibili ai tassi di interesse potrebbero non essere durature.

Le presidenziali USA avranno effetti globali.

Non bisogna permettere che rovinino i propri piani.

Prepariamoci a un perdurante scenario di conflitti.

Sarà opportuno diversificare e valutare la possibilità di investire nella sicurezza, nella difesa e nelle infrastrutture.



Un'economia forte

L'economia è più forte di quanto non si creda	9
I tassi rimarranno più alti più a lungo, ma non per sempre	15
L'intelligenza artificiale sta solo muovendo i primi passi	30

in un mondo fragile

Le presidenziali USA avranno effetti globali	35
Prepariamoci a un perdurante scenario di conflitti	39

Prospettive globali


Un nuovo capitolo per l'universo societario Europeo	46
Domanda robusta, offerta debole: estrarre profitti dalle materie prime strategiche	51
Azionario giapponese: stavolta è diverso	55

Pochi se l'aspettavano.

La crescita globale sta sfuggendo alle pressioni esercitate dall'aumento dei tassi di interesse, dimostrandosi più forte e duratura di quanto la maggior parte degli esperti non si aspettasse. Allo stesso tempo, un'inflazione ostinata ha rovinato le aspettative del mercato relative a un taglio sostanziale dei tassi. Ciò nonostante, quest'anno l'azionario globale ha registrato un rendimento superiore al 10%.

Negli ultimi cinque mesi, gli economisti hanno rivisto al rialzo le proiezioni sulla crescita del PIL reale globale per il 2024, portandole dal 2,5% circa al 3%, e hanno ridimensionato le previsioni sui tagli dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed), portandoli da sette a due. Gli investitori e le autorità, un tempo scettici, si sono resi conto che l'economia non solo è resiliente, ma è anche piuttosto vigorosa. Inoltre, su un orizzonte di lungo periodo, il potenziale impatto economico dell'intelligenza artificiale (IA) potrebbe essere considerevole, forse addirittura trasformativo.

Nelle nostre *Prospettive di metà anno*, facciamo il punto sul contesto attuale.



Il contesto attuale sembra
“più alto” di quello a cui
siamo abituati.


Crescita più alta

Tassi di interesse e rendimenti
obbligazionari più alti

Valutazioni azionarie
più alte

Di fatto, nelle economie sviluppate tutta una serie di variabili chiave sia macroeconomiche che di mercato (ad eccezione dell'inflazione), dal tasso di disoccupazione ai rendimenti delle obbligazioni governative a breve scadenza, fino ai margini di utile delle società, si presentano in ottima salute come non accadeva da decenni. Ci attendiamo che di qui a fine anno i titoli azionari globali favoriscano i rendimenti di portafoglio. Allo stesso tempo, l'aumento dei costi di finanziamento crea i presupposti per ottenere rendimenti interessanti nel settore del credito e sconti nell'azionario mid cap, nell'immobiliare e nel private equity.

Eppure...



Questo nuovo contesto
ha un prezzo.

VEDIAMO IL POTENZIALE PER:

Un'inflazione più alta

Rischi geopolitici più alti

Una pressione fiscale più alta

Riteniamo che i clienti debbano essere pienamente investiti e che debbano anche prestare attenzione ai rischi potenziali di un'economia globale in salute in un mondo fragile.

Il rischio geopolitico è un tema di primaria importanza per gli investitori, grandi o piccoli che siano. La possibilità di un peggioramento dei conflitti verso una dimensione globale – che si tratti di una guerra regionale in Medio Oriente o di un'intensificazione di quello che è già il più grande scontro armato di terra in Europa dai tempi della seconda guerra mondiale – non può essere scartata a priori. Le elezioni presidenziali statunitensi di novembre potrebbero avere implicazioni economiche e di mercato significative, che nessuno è in grado di prevedere con certezza. Le relazioni tra Cina e Stati Uniti, le due principali economie nonché partner commerciali a livello mondiale, sembrano vivere una fase di inesorabile declino.

Un'economia forte in un mondo fragile. È questo lo scenario per gli investitori mentre ci avviciniamo alla metà del 2024.



Un'economia forte

Un semplice check-up mostra che definire l'economia mondiale "resiliente" ne sminuisce il palese vigore.

Negli Stati Uniti, il recente trend di crescita reale si è attestato intorno al 3%, il tasso di disoccupazione è stato inferiore al 4% negli ultimi due anni (una serie quasi record) e l'inflazione è scesa dal picco del 2022 a un tasso più tollerabile (anche se superiore all'obiettivo) del 3% circa. In Europa la crescita è in ripresa dopo lo shock dei prezzi energetici e dei tassi d'interesse, mentre il settore manifatturiero globale potrebbe finalmente segnare un'inversione al rialzo.

In un'ottica di mercato, l'azionario globale è salito del 20% nell'ultimo anno e le obbligazioni governative a breve scadenza, una classe di attivo sicura, offrono rendimenti reali positivi: cosa desiderare di più?

Una crescita più elevata in un quadro economico resiliente

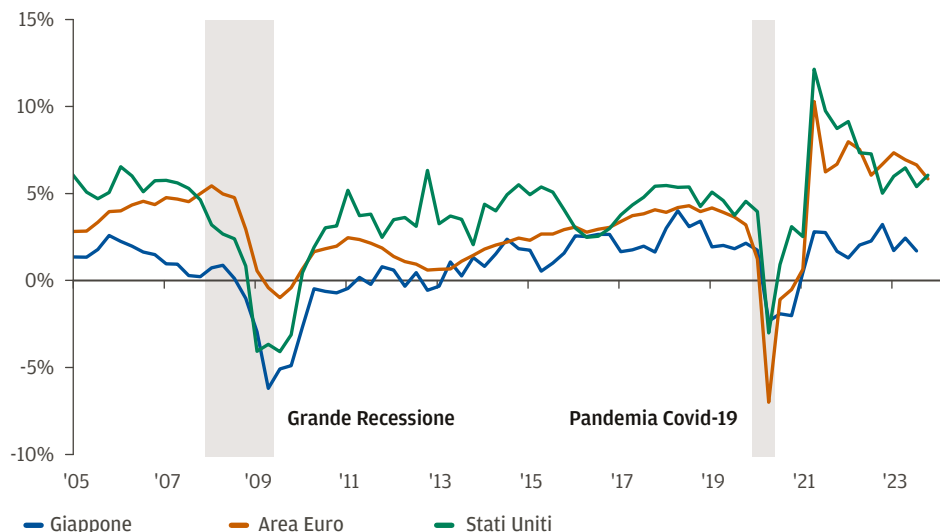
I consumi trainano quella che si prospetta come una fase di espansione duratura

La crescita più alta affonda le radici nella pandemia. Le ingenti misure di stimolo fiscale e monetario, unitamente alla riapertura dell'economia, hanno catapultato la crescita globale verso un ritmo vertiginoso superiore al 15% in termini nominali, nel 2021. Ora, a distanza di tre anni e con la fine del ciclo di irrigidimento delle Banche Centrali globali, la crescita è rallentata scendendo a un tasso nominale del 6,5%. Per quanto la crescita nominale possa rallentare ulteriormente nel corso del prossimo anno, è comunque probabile che si stabilizzi a livelli più elevati rispetto a quelli osservati nel secondo decennio di questo secolo.

La crescita del reddito familiare in Europa e negli Stati Uniti è pari a quasi il 6%, un fattore che ha favorito consumi sostenuti. Allo stesso tempo, prezzi elevati e ricchezza netta a livelli record sostengono la fiducia. Simili consumi sono una manna per le aziende che raramente hanno potuto trasformare le vendite in utili, come oggi. Negli Stati Uniti, i margini di utile del settore non finanziario hanno raggiunto quasi il 18%, mentre in Europa e in Giappone i margini sono raddoppiati nell'ultimo decennio, raggiungendo il 10%. Senza una contrazione sostanziale dei margini o degli utili, è difficile immaginarsi quel tipo di licenziamenti in massa che metterebbero a rischio il reddito delle famiglie.

Il reddito delle famiglie sta crescendo, favorendo consumi sostenuti

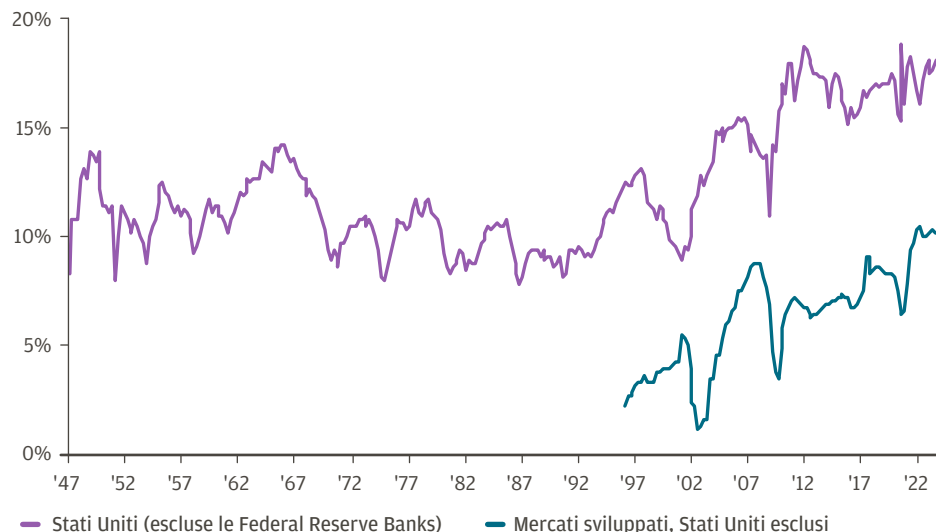
Crescita della retribuzione totale dei dipendenti, % su base annua



Fonti: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, NBER, Haver Analytics. Dati al 31 marzo 2024.

Le aziende raramente hanno potuto trasformare le vendite in utili, come oggi

Utili societari non finanziari come % delle vendite

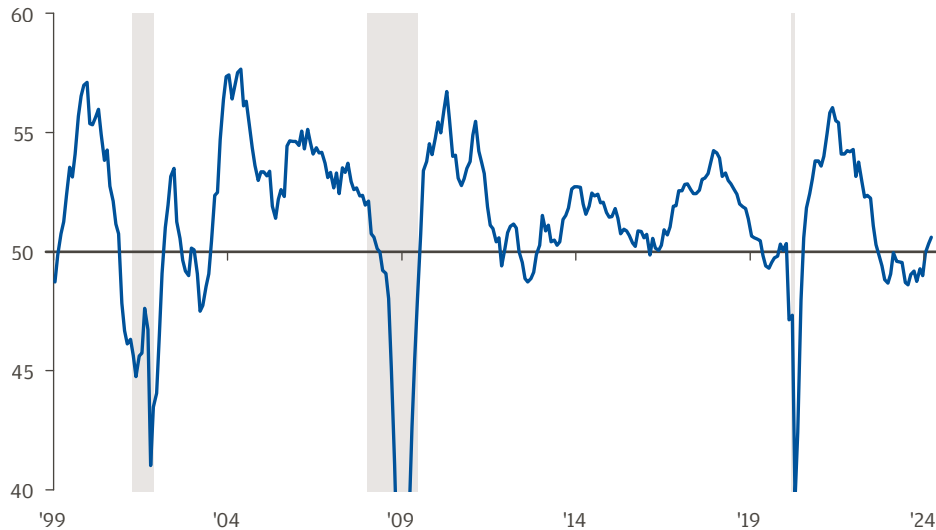


Fonti: Federal Reserve Board, MSCI, J.P. Morgan. Dati al 31 marzo 2024.

Fuori dagli Stati Uniti, le prospettive di crescita potrebbero segnare un modesto miglioramento. I dati sull'economia globale stanno sorprendendo al rialzo e il settore manifatturiero globale potrebbe riprendere vita dopo un anno difficile, mentre le aziende ripristinano le scorte ormai esaurite. Persino in Cina i dati economici evidenziano una stabilizzazione, nonostante il perdurare delle difficoltà legate al settore immobiliare.

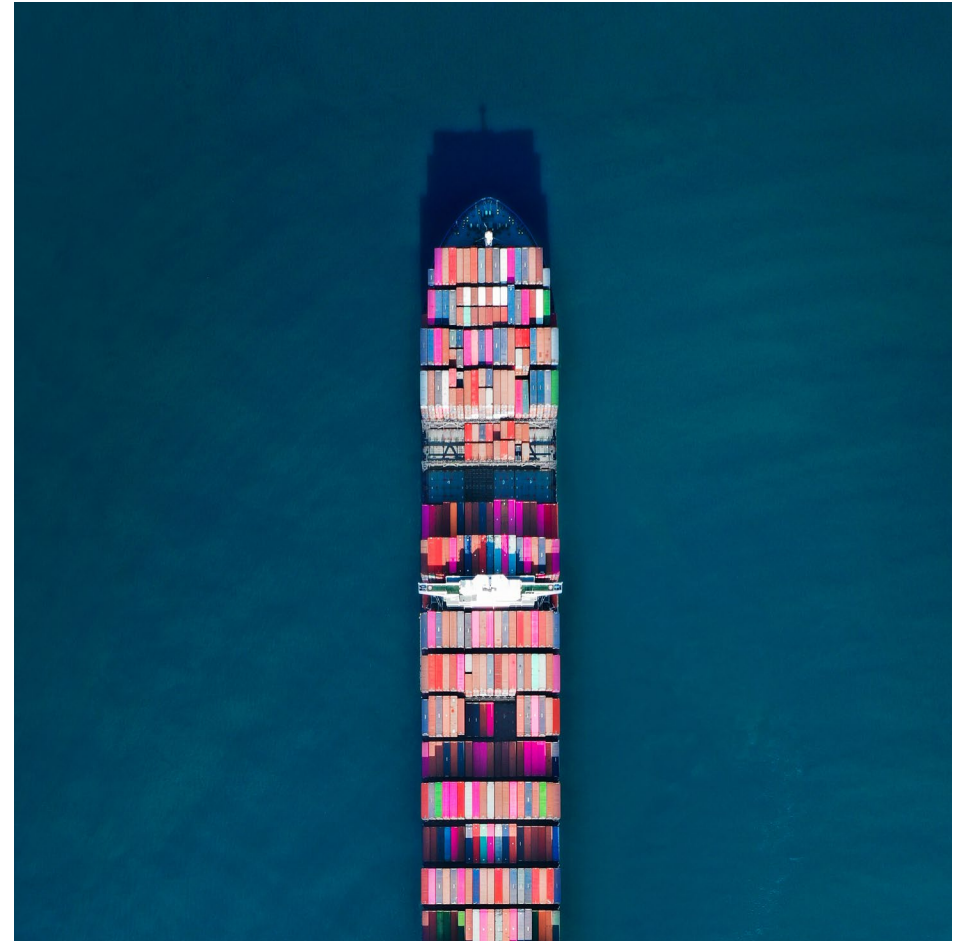
Il settore manifatturiero globale è in fase di inversione

Indice PMI manifatturiero globale J.P. Morgan (50+ = espansione)



Fonti: J.P. Morgan, S&P Global, National Bureau of Economic Research, Haver Analytics. Dati al 30 aprile 2024.

Le aziende sono inoltre più propense a investire per la crescita. La fiducia dei CEO è ai massimi livelli da due anni a questa parte, gli utili societari sono solidi e il miglioramento delle condizioni di credito si tradurrà probabilmente in un aumento delle assunzioni e della spesa per gli investimenti. Anche i settori ciclici e sensibili ai tassi di interesse potrebbero segnare un'inversione se le politiche monetarie diventassero più accomodanti. Gli investimenti immobiliari residenziali (abitazioni) sono una delle componenti economiche più sensibili ai tassi d'interesse. Durante il ciclo di rialzo dei tassi, la produzione del settore è precipitata quasi del 15%. Nonostante i tassi di interesse tuttora elevati, il settore ha ricominciato a crescere.



A nostro avviso, il rischio di recessione è relativamente contenuto. Alcuni investitori, però, temono ancora che il contesto della crescita possa nuovamente portare a un'inflazione insostenibile e a un'altra serie di destabilizzanti rialzi dei tassi da parte delle Banche Centrali globali. Per quanto sia probabile che per il resto dell'anno la crescita mantenga l'inflazione al di sopra degli obiettivi fissati dalle Banche Centrali, non crediamo che da parte di queste ultime sarà necessario un altro ciclo di rialzi tale da mettere a repentaglio il ciclo economico.

Inflazione più alta in un quadro economico resiliente

Molto probabilmente l'inflazione si assesterà tra il 2 e il 3%

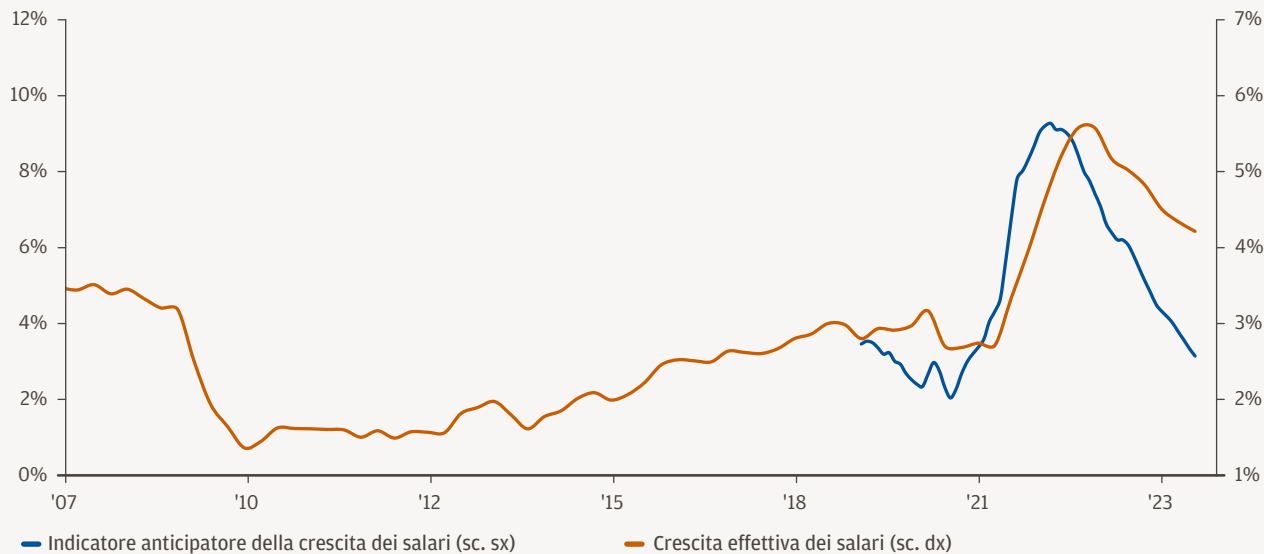
Pur avendo registrato uno stupefacente (e positivo per i mercati) rallentamento, passando dall'8% scarso al 3%, l'inflazione globale sembra faticare a calare ulteriormente, in particolare negli Stati Uniti. Nel primo trimestre, i prezzi, come rilevati dalla misura PCE core (prezzi al consumo al netto di generi alimentari ed energia), sono aumentati a un tasso annuo prossimo al 4%, l'indice del costo del lavoro ha sorpreso al rialzo e gli indici delle aspettative di inflazione basati sul mercato sono cresciuti.

Nel secondo semestre, ci aspettiamo che l'inflazione statunitense scenda dal 4% su base annua, registrato nel primo trimestre, a meno del 3% entro la fine dell'anno.

Riteniamo che la disinflazione ciclica sarà favorita da un rallentamento dell'inflazione degli alloggi e da una più lenta crescita dei salari. Gli indicatori anticipatori relativi ai canoni di locazione indicano che quest'anno i parametri ufficiali degli affitti dovrebbero moderarsi. Questo dovrebbe compensare un'eventuale riaccelerazione dei costi dei beni, vista la ricostituzione delle scorte e il perdurare della domanda sul versante dei consumi. Sul fronte del mercato del lavoro, il rapporto tra domanda e offerta è nettamente migliorato rispetto al 2021 e al 2022 e gli indicatori anticipatori della crescita salariale suggeriscono una possibile inversione rispetto al balzo del primo trimestre.

Nei prossimi mesi la crescita dei salari dovrebbe rallentare

U.S. Indeed Wage Tracker, % a/a media mensile a 3 mesi



Fonti: Indeed Hiring Lab, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Dati al 31 marzo 2024.

In base alla nostra analisi, riteniamo che nel prossimo futuro l'inflazione statunitense si assesterà probabilmente in una fascia compresa tra il 2 e il 3%.

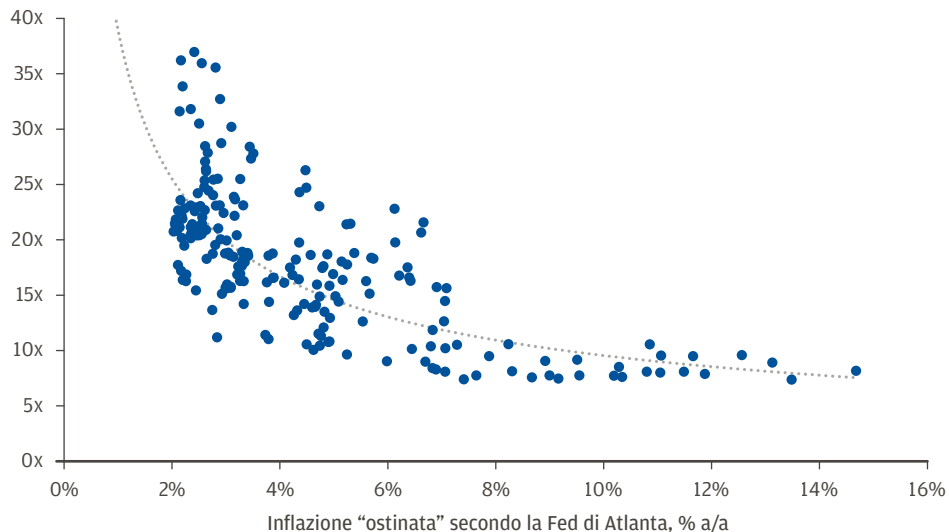
In primo luogo, la saturazione del mercato del lavoro è ancora più marcata rispetto al periodo precedente la pandemia, il che favorisce una crescita più sostenuta dei salari. Pur pagando salari più alti, le aziende godono di un maggiore potere di determinazione dei prezzi e sono in grado di scaricare i rincari sui consumatori.

In secondo luogo, i prezzi delle materie prime sono aumentati. Ciò rispecchia in parte l'impatto delle politiche industriali e della transizione energetica, che hanno dato impulso alla domanda più che all'offerta. I prezzi delle materie prime ora scontano anche un maggiore rischio geopolitico.

Infine, la carenza di alloggi in molte economie sviluppate rimarrà irrisolta ancora per parecchi anni. Ciò dovrebbe esercitare una pressione al rialzo sui costi degli alloggi nel 2025 e anche in seguito.

Un'inflazione inferiore al 3% tende a sostenere i multipli azionari

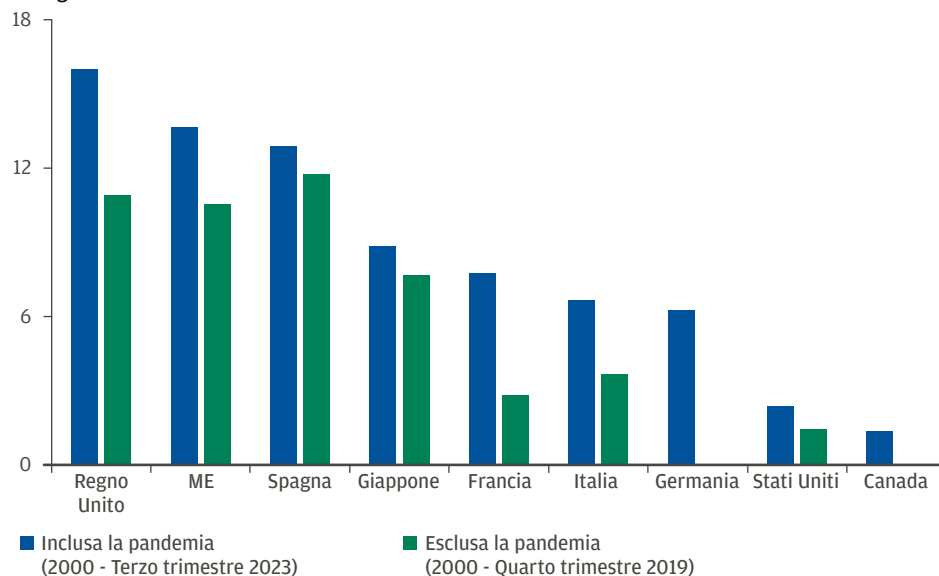
Multipli P/E dell'S&P 500



Fonti: S&P e Federal Reserve di Atlanta. Dati al 30 settembre 2023.

Un'impennata dei prezzi energetici costituirebbe un rischio per le nostre prospettive di inflazione

Ricadute in punti base sull'inflazione non energetica di un aumento dell'1% dell'inflazione energetica



Fonti: Oxford Economics, Haver Analytics. Dati al 31 dicembre 2023. ME sta per Mercati Emergenti, che in questo caso includono otto paesi: Brasile, Cile, Repubblica Ceca, Ungheria, Messico, Perù, Polonia, Romania. Nota: per stimare le ricadute dei prezzi energetici viene utilizzato un modello di lag distribuito polinomiale. La variabile dipendente è l'inflazione IPC al netto dell'energia e le variabili indipendenti sono polinomi dell'inflazione energetica con lag fino a quattro e con ordini polinomiali fino a due. Come controllo viene incluso anche un lag di un quarto della variabile dipendente. Il risultato è la somma di tutti i coefficienti relativi alle variabili dell'inflazione energetica. Il modello produce una stima con dati trimestrali dal 2000 al quarto trimestre del 2019 per i risultati che escludono la pandemia e al terzo trimestre del 2023 per i risultati che includono la pandemia.

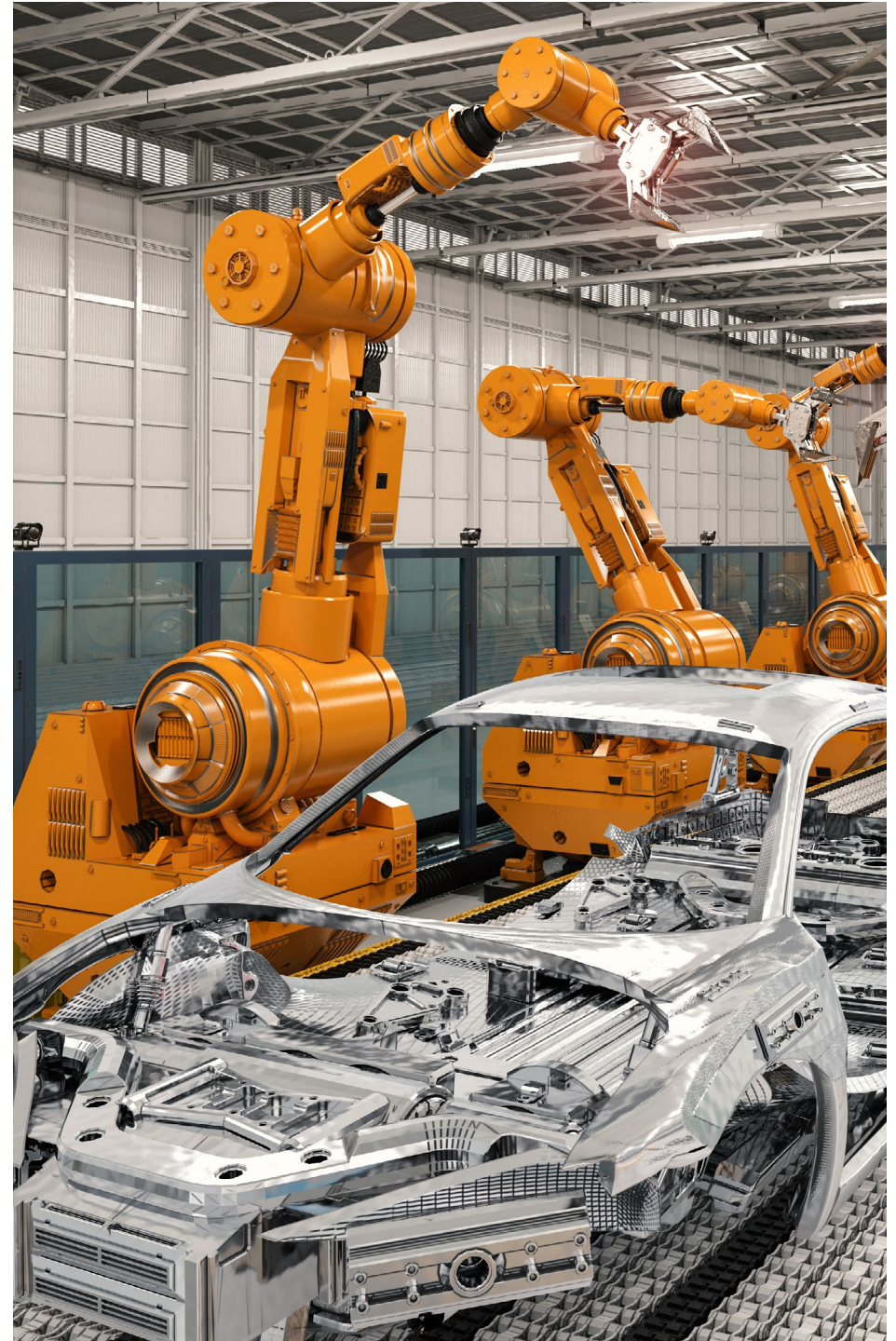
Dal punto di vista degli investitori, un'inflazione del 2-3% sarà con ogni probabilità relativamente positiva. In base alla nostra analisi degli ultimi 60 anni, un'inflazione del 3% ha rappresentato una soglia fondamentale. Al di sotto di quel livello, i multipli del mercato azionario tendono a beneficiare di un valido sostegno e la correlazione negativa tra azionario e obbligazionario è affidabile.

Naturalmente, una nuova impennata dei prezzi dell'energia, ad esempio a causa di una guerra regionale in Medio Oriente, costituirebbe un rischio significativo per le nostre prospettive di inflazione negli Stati Uniti. In che modo un aumento dei prezzi energetici potrebbe avere ricadute sull'economia in generale?

Riteniamo che per aumentare dell'1% l'inflazione delle voci non legate all'energia sarebbe necessario un aumento sostenuto del 50% dei prezzi energetici. Riteniamo improbabile un'impennata di tale portata, considerata la capacità di riserva dell'OPEC, l'indipendenza energetica degli Stati Uniti e il premio al rischio geopolitico che probabilmente è già espresso dai corsi petroliferi.

In Europa l'inflazione è molto più esposta alla potenziale volatilità dei prezzi delle materie prime, ma nell'Unione Monetaria Europea l'aumento dei prezzi è tornato a livelli più confortevoli. In particolare, il superamento dell'inflazione in Europa è stato determinato più dagli shock energetici, alimentari e di approvvigionamento che non dalla saturazione dei mercati del lavoro e dall'eccesso di domanda. L'inflazione in Europa sembra essere sulla buona strada per riportarsi, verso la fine dell'anno, al livello obiettivo fissato dalla Banca Centrale Europea.

Le pressioni al rialzo potrebbero mantenere l'inflazione al di sopra degli obiettivi stabiliti dalle Banche Centrali, soprattutto negli Stati Uniti. Ciò comporterebbe probabilmente un aumento dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari, ma anche un miglioramento degli utili societari e della domanda di real asset. Si tratta di uno scenario favorevole ai portafogli multi-asset.



Tassi più alti in un quadro economico resiliente

Negli Stati Uniti i tassi di riferimento rimarranno probabilmente al di sopra del tasso di inflazione

All'inizio del 2024, gli investitori si aspettavano un consistente ciclo di riduzione dei tassi. A livello globale, ciò sembra essere in atto. Attualmente, però, sembra che la Fed abbia assunto un orientamento attendista e che, prima di procedere con dei tagli, voglia vedere un ulteriore calo dell'inflazione.

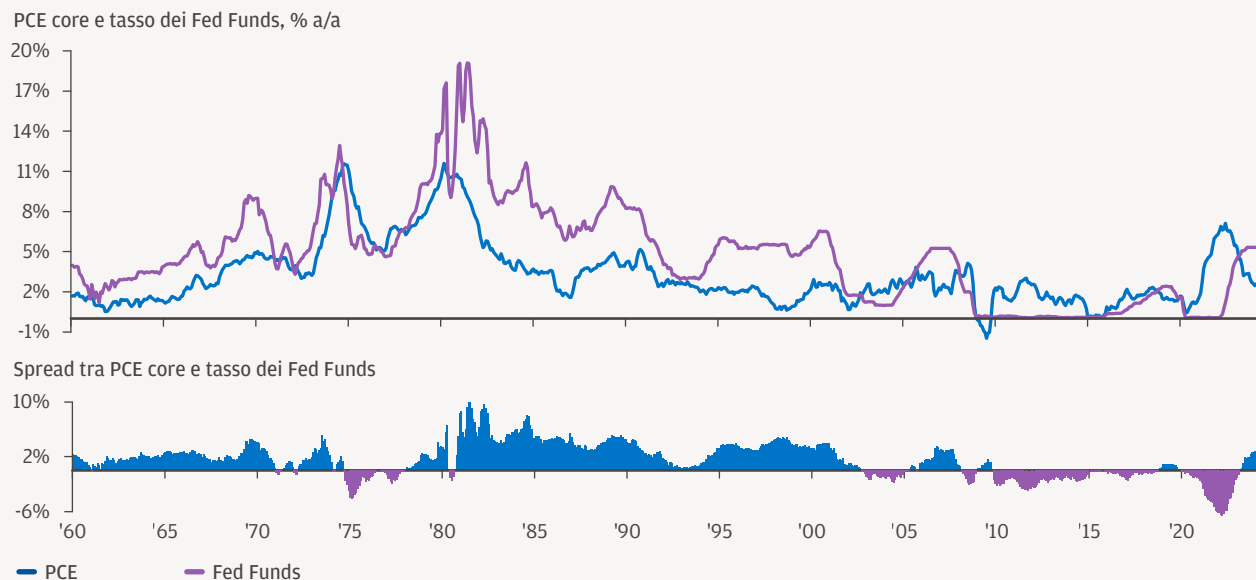
Come potrebbe soppesare, la Fed, la sua prossima mossa? Siamo dell'avviso che la Banca Centrale si trovi in una posizione di forza. Fintanto che nel mercato del lavoro non si svilupperanno pressioni, la Fed potrà rimanere in attesa che i dati sull'inflazione degli alloggi migliorino. Se la crescita dovesse inaspettatamente rallentare in modo tale da minacciare una recessione, la Fed potrebbe abbassare i tassi di interesse e stimolare l'attività nei segmenti dell'economia che ne trarrebbero maggiore beneficio, in particolare l'immobiliare residenziale.

In assenza di nuove pressioni sul mercato del lavoro, l'ipotesi di un ulteriore rialzo dei tassi sembra relativamente remota.

Come abbiamo notato, il mercato del lavoro statunitense è in condizioni di salute molto migliori rispetto al 2022, anche perché nel primo trimestre l'offerta di lavoro è aumentata di 700.000 unità grazie a lavoratori provenienti dall'estero. Oltretutto, gli indicatori anticipatori indicano un costante trend ribassista nella crescita dei salari.

Ma soprattutto, le aspettative d'inflazione sono contenute. Secondo le indagini della Fed di New York e dell'Università del Michigan, l'aspettativa di inflazione a un anno rimane attorno al 3%. Negli ultimi dodici mesi i parametri di mercato per l'inflazione a lungo termine sono rimasti stabili, vicini al 2,5%.

Per quasi tutta la storia finanziaria moderna, i tassi di interesse sono stati superiori al tasso di inflazione



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board, Haver Analytics. Dati al 31 marzo 2024.

Quando la Fed deciderà di tagliare i tassi di interesse, è probabile che questi ultimi rimarranno al di sopra del tasso di inflazione. Ciò sarebbe in linea con i trend del passato, come illustrato nel grafico riportato di seguito.

Quando la Fed inizierà il ciclo dei tagli, gli investitori dovranno comprendere che il contesto dei tassi di interesse sarà decisamente cambiato. Nel secondo decennio di questo secolo, la Fed ha avviato un allentamento della politica monetaria senza precedenti, mantenendo i tassi di riferimento ben al di sotto del tasso di inflazione per aiutare i consumatori e le imprese a risanare i propri bilanci dopo la crisi finanziaria globale. Allo stesso tempo, gli economisti teorizzavano la “stagnazione strutturale” e la morte dell’inflazione.

Quei giorni ormai appartengono al passato. Il rischio di un’inflazione elevata è altrettanto presente quanto il rischio di recessione, la volatilità dell’inflazione è più alta e i bilanci del settore privato sono in ottima salute. Per il resto di quest’anno e fino a parte del 2025, riteniamo che il contesto dei rendimenti della liquidità sarà paragonabile a quello visto negli anni '90, quando i tassi di riferimento

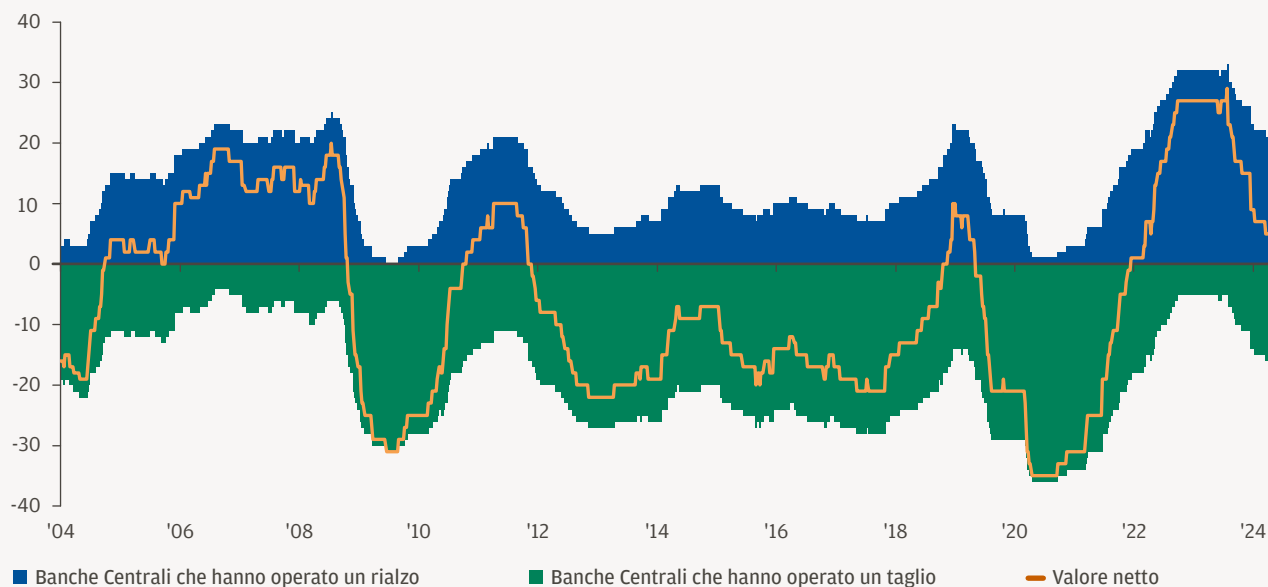
erano superiori di circa 200 punti base (pb) al tasso di inflazione. In questo modo, le autorità incentivano un maggiore risparmio rispetto agli investimenti, contribuendo verosimilmente a contenere la crescita dei prezzi.

Anche se per la Fed il ciclo di riduzione dei tassi potrebbe essere posticipato, a livello globale su questo fronte il vento ha iniziato decisamente a cambiare. La Banca Nazionale Svizzera, prima Banca Centrale del G-10 a muoversi in questa direzione, ha già iniziato a tagliare i tassi d’interesse e attualmente altre 20 Banche Centrali stanno operando una riduzione. La Banca Centrale Europea e la Banca del Canada hanno inaugurato l’estate con un taglio dei tassi. La Banca Centrale brasiliana ha già abbassato il tasso di riferimento dal 13,75% della scorsa estate al 10,75% attuale e alcune Banche Centrali dell’America Latina hanno concluso i rispettivi cicli di allentamento.

L’eccezione è rappresentata dalla Banca del Giappone. In Giappone, l’inflazione e la crescita dei salari hanno finalmente iniziato a seguire un trend che si colloca a un livello coerente con gli obiettivi di politica monetaria della Banca Centrale.

La Fed rimane attendista, ma in tutto il mondo i tagli dei tassi sono già iniziati

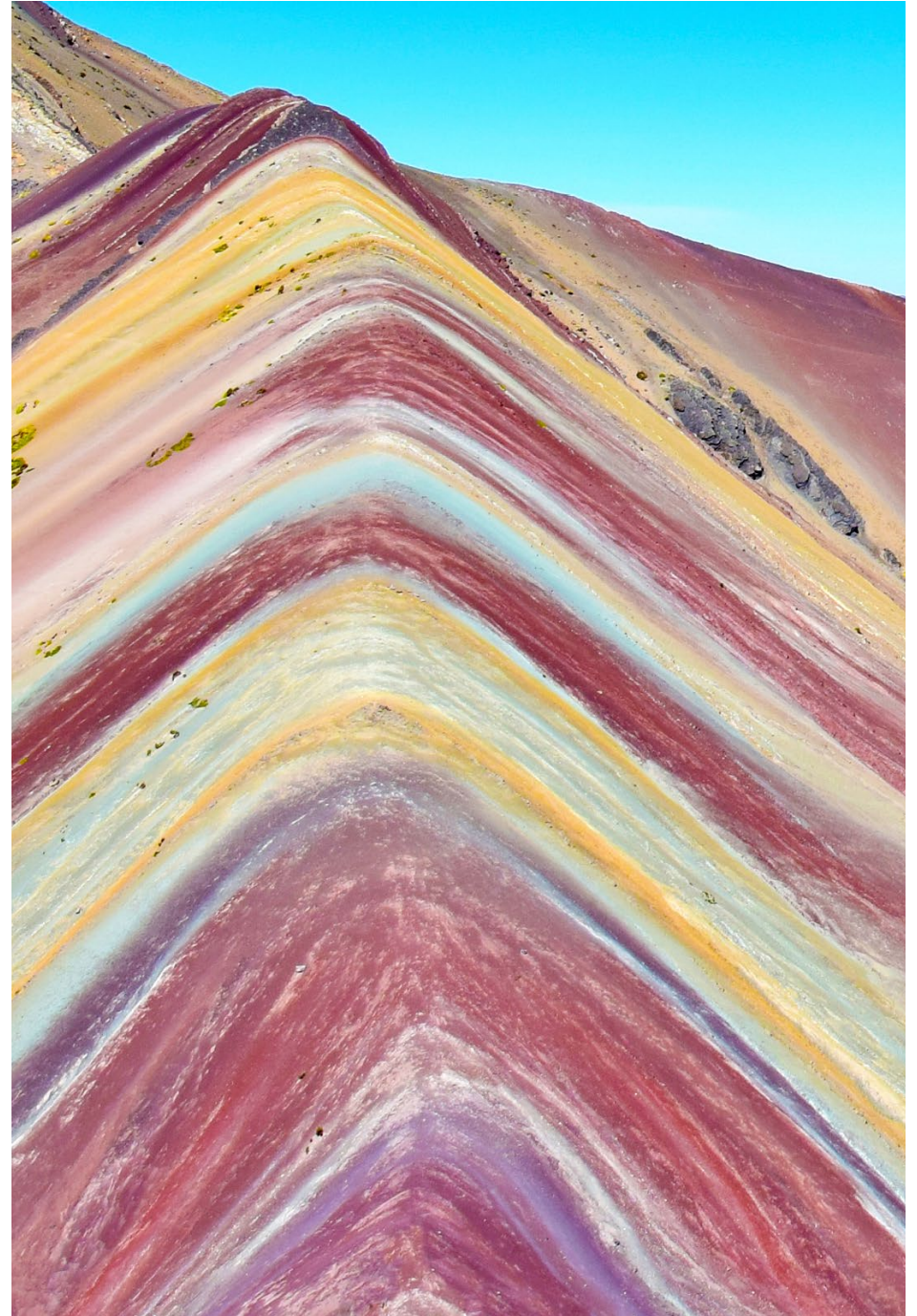
Numero di Banche Centrali la cui ultima decisione è stata un rialzo vs quelle che hanno operato un taglio



Fonti: singole Banche Centrali, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 maggio 2024.

Nel Paese del Sol Levante vengono offerti i rendimenti più bassi al mondo (i rendimenti delle obbligazioni nipponiche sono tuttora pari allo 0%), un fatto che mette sotto pressione lo Yen. La presenza di un'inflazione più sostenuta e, allo stesso tempo, di pressioni sulla valuta dovrebbe indirizzare la Banca del Giappone verso una futura normalizzazione dei tassi d'interesse, anche se le sue politiche rimarranno complessivamente di sostegno.

Questo passaggio a un orientamento più accomodante dovrebbe sostenere gli attivi ad alto rischio a livello globale, anche se, sempre a livello globale, il ciclo di riduzione dei tassi sarà più scaglionato rispetto al ciclo di rialzi iniziato nel 2021. Questa differenziazione dovrebbe inoltre creare opportunità per le strategie degli hedge fund che traggono vantaggio dall'aumento dei tassi base. Vediamo inoltre potenziali opportunità nei mercati valutari di qui alla fine dell'anno. Le valute difensive e a basso rendimento come il Franco svizzero, lo Yen giapponese e il Renminbi cinese dovrebbero rimanere sotto pressione, soprattutto rispetto al Dollaro statunitense.



Rendimenti obbligazionari più alti in un quadro economico resiliente

I rendimenti obbligazionari si manterranno a livelli più elevati rispetto all'ultimo decennio

In sostanza, i rendimenti delle obbligazioni sovrane rispecchiano le aspettative degli investitori sui tassi di interesse futuri applicati dalle Banche Centrali, sulle prospettive di crescita e di inflazione e su un premio al rischio che integra tutto il resto. Considerando la nostra prospettiva di un aumento dei tassi di interesse, di una prosecuzione della crescita globale e di un'inflazione persistente, riteniamo che i rendimenti obbligazionari di qualunque scadenza si muoveranno probabilmente in una fascia più alta rispetto a quella in cui si trovavano nell'era successiva alla crisi finanziaria globale (GFC).

I rendimenti delle obbligazioni governative a 10 anni sono strettamente legati alla crescita del PIL nominale. Attualmente, la crescita nominale degli Stati Uniti è superiore al 5%. Anche le aspettative sulle politiche della Banca Centrale sono cambiate. Il rischio di recessione è relativamente ridotto mentre sussiste il rischio di un'inflazione radicata. Conseguentemente, le possibilità di un ciclo di allentamento profondo da parte delle Banche Centrali globali sembrano basse.

I rendimenti delle obbligazioni statunitensi a più lungo termine variano in base al PIL

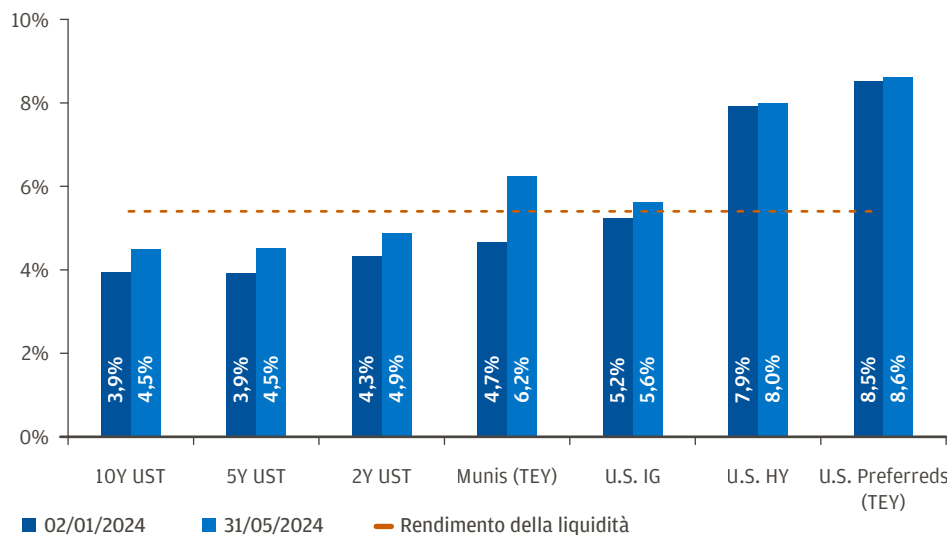
PIL USA a 10 anni, variazione % annualizzata, rendimento del Treasury a 10 anni



Fonti: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Dati al 31 marzo 2024.

Il rendimento delle obbligazioni Investment Grade e municipali attualmente supera abbondantemente quello della liquidità

Rendimento %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 maggio 2024.

Sia la teoria che la pratica ci inducono a ritenere che i rendimenti obbligazionari rimarranno probabilmente elevati, per non parlare dei rischi di un'eccessiva emissione di debito pubblico, che aumenterebbe l'offerta, o di uno shock dei prezzi delle materie prime, che potrebbe determinare un aumento delle aspettative di inflazione. Osserviamo alcuni rischi di rialzo. Tuttavia, riteniamo che la svolta delle politiche monetarie a livello globale indichi che i rendimenti obbligazionari abbiano già raggiunto il picco per questo ciclo.

Per gli investitori, la fascia più alta dei rendimenti obbligazionari dovrebbe essere rassicurante. Nel caso di una flessione ciclica, l'aumento dei prezzi delle obbligazioni core dovrebbe contribuire a compensare la flessione degli attivi a più alto rischio. Di fatto, nei portafogli multi-asset manteniamo posizioni di duration neutra.

Sul piano tattico, gli investitori non devono necessariamente puntare su titoli a più lunga scadenza o a più alto rischio per ottenere rendimenti interessanti. Di fatto, le obbligazioni societarie statunitensi Investment Grade con scadenza a tre anni rendono oltre il 5,5%. In Europa, le obbligazioni con rating e scadenze simili rendono poco meno del 4%.

Il rischio di declassamento per gli emittenti di alta qualità ci pare relativamente basso. Tra le società non finanziarie dei mercati sviluppati, gli interessi netti pagati dalle società come percentuale del cash flow si collocano a livelli storicamente bassi.¹ Allo stesso tempo, i rating creditizi non sono mai stati così alti: oltre la metà dei titoli presenti nell'indice statunitense delle obbligazioni Investment Grade ha un rating pari o superiore ad A, un vero e proprio record.²

I rendimenti all-in delle obbligazioni municipali statunitensi sono vicini ai massimi decennali e la recente flessione sta finalmente offrendo l'opportunità di valutazioni più interessanti. L'efficienza fiscale, la stabilità e il reddito offerti da questa classe di attivo la rendono la colonna portante di molti portafogli obbligazionari degli investitori statunitensi.

Tassi più alti offrono agli investitori un reddito interessante e potremmo persino assistere a un modesto aumento dei prezzi grazie al calo dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno. Inoltre, come abbiamo notato, se le prospettive di crescita dovessero peggiorare, crediamo che l'obbligazionario di alta qualità possa compensare ampiamente la potenziale volatilità dell'azionario, soprattutto perché riteniamo che la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni si ripresenterà fintanto che l'inflazione continuerà a stabilizzarsi.

In breve, l'obbligazionario core ha una sua ragion d'essere all'interno dei portafogli d'investimento.

1 JPMorgan Flows and Liquidity, Nikolaos Panigirtzoglou, 3 aprile 2024.

2 JPMorgan Daily Credit Strategy, Eric Beinstein, 23 aprile 2024.

I mercati del credito in un quadro economico resiliente

Il profilo rischio-rendimento può essere molto interessante

La forte crescita dell'economia e i tassi d'interesse elevati indicano che è un momento favorevole per essere finanziatori, impiegando il capitale nei mercati del credito. Attualmente ci concentriamo su alcune strategie che presentano importanti differenze in termini di rischio e rendimento potenziale.

Nei mercati obbligazionari liquidi a più alto rischio, come alcune obbligazioni High Yield, i rendimenti si collocano nella fascia attorno al 7-9%.

In generale, le obbligazioni ad alto rendimento possono costituire una valida componente dei portafogli multi-asset. Di fatto, da inizio anno le obbligazioni High Yield hanno registrato un rendimento vicino al 3%, a fronte di una performance da inizio anno negativa per le obbligazioni core e municipali. Nonostante gli spread si trovino ai minimi degli ultimi cinque anni, i rendimenti all-in sono superiori all'8% e sul versante delle insolvenze le prospettive generali sono relativamente positive. In effetti, le obbligazioni High Yield potrebbero sopportare un ampliamento degli spread di circa 75 pb o un aumento del tasso di insolvenza dall'attuale 3% scarso al 4,4% e continuare comunque a generare rendimenti in linea con i Treasury.

Gli investitori obbligazionari globali potrebbero inoltre scorgere reddito e rendimenti corretti per il rischio interessanti nei segmenti del credito cartolarizzato (ad esempio, le obbligazioni garantite dai pagamenti dei prestiti per le auto) e in alcuni segmenti dell'Investment Grade e dell'High Yield dei mercati Europei ed emergenti.

Rispetto all'High Yield, le azioni privilegiate e gli strumenti ibridi generano extra-rendimenti superiori ai tassi privi di rischio e poiché offrono un reddito da dividendi elevato, migliorano l'efficienza fiscale per gli investitori statunitensi. Preferiamo concentrarci sugli emittenti di qualità superiore del settore finanziario e delle utility. Gli attuali rendimenti equivalenti imponibili sono superiori all'8%, con una duration dei tassi di interesse di soli 3,5 anni.

Il Direct Lending rimane una nostra priorità. A nostro avviso, i prezzi odierni, con un yield-to-worst superiore all'11% (tassi base superiori al 5% e spread superiori al 6%), remunerano ampiamente gli investitori in caso di potenziali perdite dovute a insolvenze. Questi rendimenti reggono positivamente il confronto con i rendimenti dell'8% circa offerti dai mercati pubblici High Yield e con i rendimenti del 9% dei Leveraged Loans.

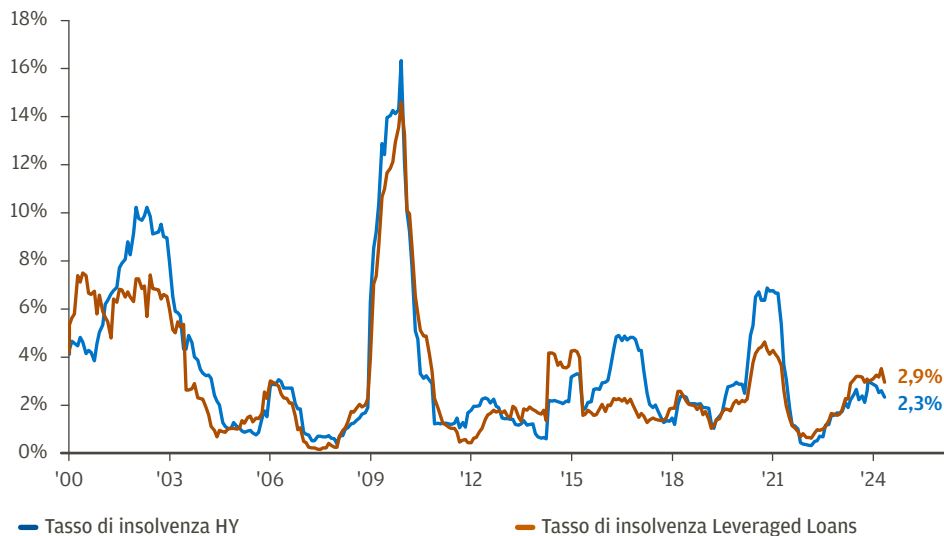
Pur esprimendo un giudizio generalmente positivo sul credito esteso, sappiamo che non tutti i debitori sono uguali. Più di recente, abbiamo visto che l'aumento dei tassi ha messo in difficoltà i piccoli debitori societari con prestiti in scadenza. In effetti, il tasso di insolvenza dei Leveraged Loans è salito al 3%, fatto che potrebbe rappresentare un'opportunità per gli investitori specializzati nel settore del credito. Quando il prestito di una società sta per scadere, si verifica uno di tre scenari. Nel primo scenario, la società paga o rifinanzia il prestito. Nel secondo, la società diventa insolvente, dichiara bancarotta e poi va incontro a una ristrutturazione oppure viene liquidata.

Oggi giorno l'opportunità d'investimento risiede nel terzo scenario.

Numerose società non sono in grado di rifinanziare i propri prestiti a condizioni simili a quelle previste dai contratti di debito esistenti. In effetti, il rapporto mediano di copertura degli interessi per le società private che ricorrono ai mercati dei Leveraged Loans è peggiorato dal 2x del 2021 all'attuale 1,5x. Ma anziché optare per l'insolvenza e dichiarare bancarotta, la società e i suoi creditori possono rinegoziare l'accordo. Tra il 2022 e il 2023 queste transazioni di "modifica ed estensione" sono aumentate di 10 volte, segno che l'aumento dei tassi ha iniziato a farsi sentire.

Nonostante l'aumento dei tassi, le insolvenze societarie si sono stabilizzate

Tasso di insolvenza di High Yield e Leveraged Loans, %



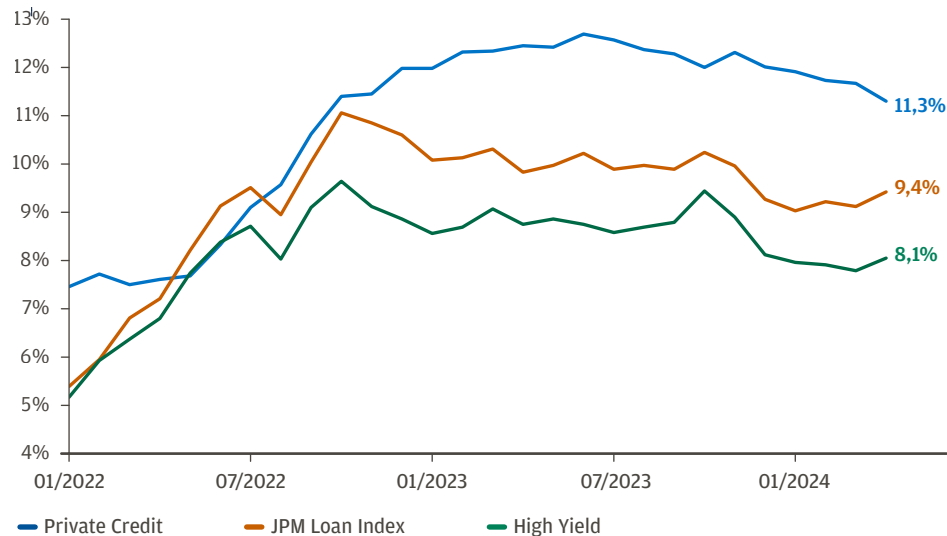
Fonti: J.P. Morgan, Pitchbook Data, Inc. Dati al 30 aprile 2024.

Gli investitori creditizi che forniscono il capitale necessario per finanziare queste transazioni possono guadagnare un ulteriore “premio alla complessità” su spread già interessanti.

Sebbene i finanziatori tradizionali si tengano in disparte e il costo del denaro sia elevato, questo è un buon momento per diventare nuovi finanziatori. Valutando il panorama creditizio, scorgiamo molte opportunità di generare rendimenti che vanno dal 7-9% al 15% circa.

Le recenti operazioni di Direct Lending offrono rendimenti di gran lunga superiori alle controparti pubbliche High Yield

Rendimento, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 aprile 2024.

Corsi e valutazioni azionari più alti in un quadro economico resiliente

L'azionario large cap dovrebbe beneficiare di una crescita degli utili più sostenuta e della capacità di scaricare a valle l'aumento dell'inflazione

Forse il nostro giudizio più controverso è che un contesto di maggior crescita e inflazione più elevata continuerà presumibilmente a sostenere le valutazioni azionarie. Secondo la nozione convenzionale, l'aumento dei rendimenti obbligazionari fa scendere le valutazioni azionarie perché il tasso al quale gli investitori scontano i cash flow futuri nei Dollari di oggi è più alto di quello che sarebbe se i rendimenti obbligazionari fossero più bassi. Noi la pensiamo in modo diverso e qui spieghiamo perché.

L'azionario può beneficiare di una fase inflazionistica perché le aziende possono aumentare i prezzi tenendo sotto controllo i costi. Come abbiamo notato, nel periodo di massima inflazione dal 1980 a oggi, i margini di utile nelle economie sviluppate sono vicini ai massimi storici. Ciò rispecchia la forza delle mega cap tecnologiche il cui modello di business si è rivelato resiliente di fronte all'inflazione elevata e all'aumento dei tassi d'interesse.

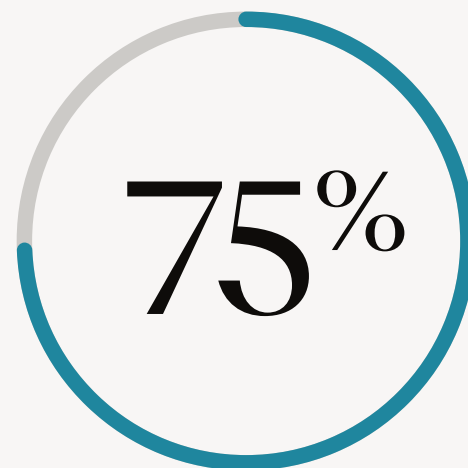
Inoltre, guardando al passato si scopre che, quando l'inflazione oscilla tra il 2% e il 3%, le azioni hanno un rendimento medio annuo del 15%. Persino quando l'inflazione si colloca tra il 3% e il 4%, i rendimenti medi annui sono superiori all'8%.

In un contesto di maggior crescita e inflazione più elevata, la copertura dall'inflazione che le azioni sono in grado di offrire sarà più preziosa per gli investitori di quanto non lo sia stata nel periodo successivo alla grande crisi finanziaria. Ai nostri occhi, l'attuale contesto di mercato somiglia molto di più a quello degli anni '90 del secolo scorso, quando i tassi di interesse erano alti e stabili, la curva dei rendimenti era piatta e l'aumento della produttività e degli investimenti spingeva i corsi azionari al rialzo.

Quando gli investitori esaminano le valutazioni relative tra azionario e obbligazionario, spesso fanno un confronto tra il rendimento degli utili azionari (l'inverso del rapporto prezzo/utili) e il rendimento dei Treasury a 10 anni.³

Per la maggior parte del secondo decennio di questo secolo, i rendimenti obbligazionari si sono mantenuti molto al di sotto del rendimento degli utili dell'S&P 500, indicando che le obbligazioni più sicure venivano scambiate a un forte premio rispetto alle azioni.

In quel contesto, era perfettamente logico. Il rischio principale per le obbligazioni (l'inflazione) è rimasto molto basso tra il 2010 e il 2020. Gli investitori temevano inoltre che l'economia potesse entrare in recessione (il principale scenario di rischio per l'azionario), considerato il contesto di crescita più debole. Per questo motivo gli investitori ritenevano che le obbligazioni fossero molto meno rischiose delle azioni. Oggigiorno il contesto degli investimenti è profondamente mutato. Il rischio di recessione e il rischio di ulteriore inflazione sono molto più bilanciati.

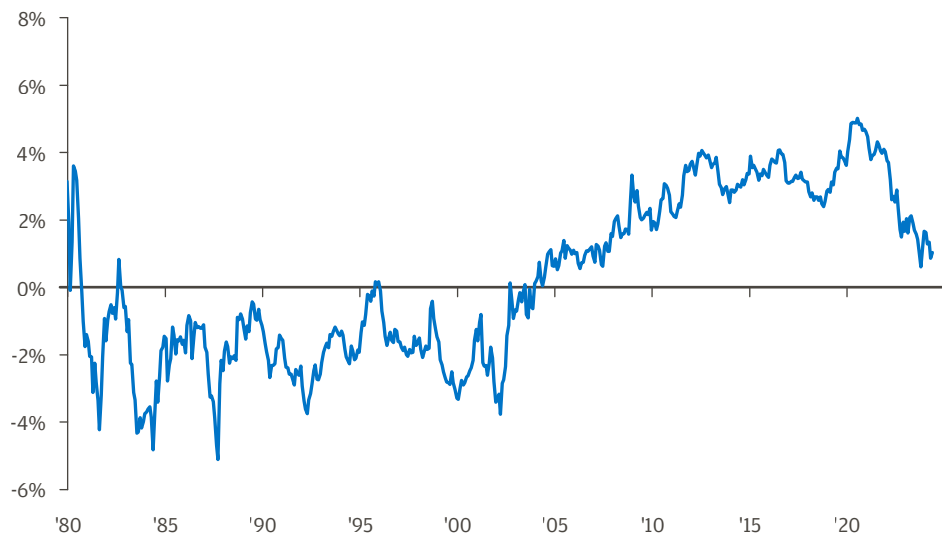


Percentuale degli utili annuali che le società dell'indice S&P 500 restituiscono agli azionisti sotto forma di dividendi e riacquisti di azioni.

³ Di fatto, il rapporto utili/prezzo indica un rendimento per il mercato azionario in cui si ipotizza che ogni Dollaro degli utili societari viene pagato sotto forma di cedola.

Il premio al rischio azionario è tornato ai livelli degli anni '90?

Premio al rischio azionario statunitense (rendimento degli utili dell'S&P 500 - rendimento dei Treasury USA a 10 anni), %



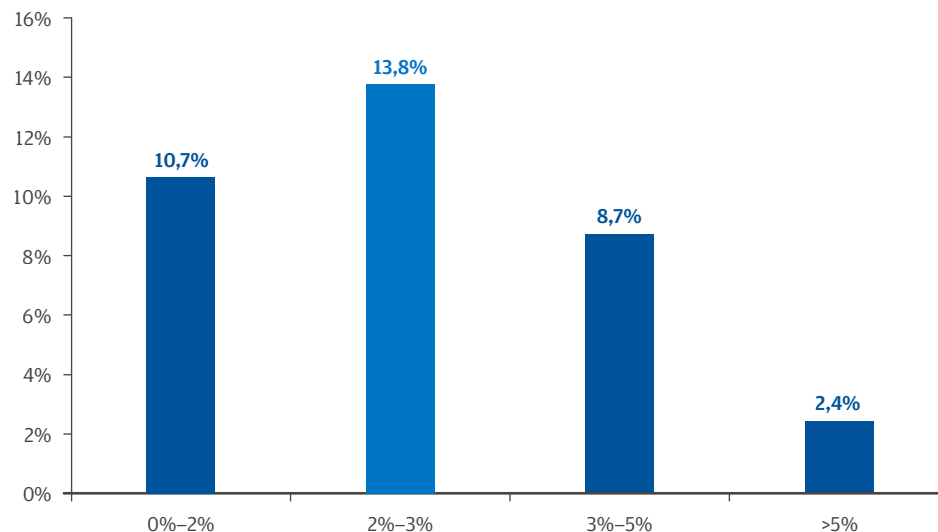
Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2024. Premio al rischio azionario rappresentato dall'S&P 500.

Se si confronta il quadro odierno con il periodo successivo alla grande crisi finanziaria, si potrebbe pensare che l'azionario sia piuttosto costoso rispetto all'obbligazionario. Ma se volgiamo lo sguardo indietro di qualche decennio, lo scenario cambia.

Oggi, come negli anni '90, riteniamo che le azioni possano mantenere valutazioni elevate nonostante l'aumento dei rendimenti obbligazionari. Più precisamente, riteniamo che il rendimento degli utili si avvicini al rendimento dei Treasury a 10 anni. Ciò implica un rapporto prezzo/utigli prospettico pari a 20x, se il rendimento delle obbligazioni a 10 anni è del 5%. A partire da quel livello, la crescita degli utili dovrebbe spingere i mercati azionari verso nuovi massimi.

L'azionario può guadagnare terreno in quasi tutti i regimi inflattivi

Performance a/a dell'S&P 500 in diversi regimi inflattivi (1950-2024)



Fonti: J.P. Morgan, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 marzo 2024.

Al di là delle valutazioni relative, alla base delle elevate valutazioni azionarie troviamo altri fattori importanti. Il ROE dell'S&P 500, che misura l'efficienza con cui le società generano reddito per gli azionisti, si attesta attualmente al 19%, cioè cinque punti percentuali sopra la media di lungo periodo. Inoltre, le società che fanno parte dell'indice restituiscono il 75% circa dei rispettivi utili annuali direttamente agli azionisti sotto forma di dividendi e buyback, il doppio della media tra il 1977 e il 2003.⁴

Investendo in azioni delle large cap, gli investitori partecipano agli utili futuri di tali società. Le valutazioni azionarie dovrebbero rimanere elevate fintanto che le prospettive di crescita degli utili e di rendimento per gli azionisti rimarranno salde come lo sono oggi.

In breve, si prospetta un contesto molto interessante per gli investitori azionari.

Per quanto riguarda i mercati azionari globali, nutriamo ottimismo per l'azionario europeo, vista l'inversione registrata dalla crescita globale. Inoltre, le società europee stanno adottando prassi sempre più rispettose degli azionisti, un aspetto che condividono con le società giapponesi (analizziamo entrambe queste tendenze nelle nostre Prospettive globali). Gli investitori possono trovare opportunità anche in Messico, considerato il trend di nearshoring in atto, mentre l'azionario brasiliano offre un'interessante combinazione tra stabilità dei fondamentali economici e valutazioni convenienti: l'indice MSCI Brazil viene attualmente scambiato a un rapporto prezzo/utili prospettico di 7,5x.

Negli Stati Uniti, la crescita degli utili a un ritmo attorno al 7-9% dovrebbe spingere i mercati a nuovi massimi, di qui alla fine del 2024 e anche oltre.

A livello settoriale, ci concentriamo sui settori tecnologia, beni di consumo discrezionali, sanità e industria. Il settore tecnologico è quello che presenta le migliori prospettive di crescita degli utili, con un tasso di crescita attorno al 14-16% nei prossimi trimestri, a fronte del 7-9% del mercato generale. Il settore dei consumi dovrebbe beneficiare del fatto che l'eccesso di scorte, maturato in seguito allo spostamento dei consumi dai beni ai servizi durante la riapertura post-Covid, si concluderà con l'esaurimento delle scorte stesse. La crescita degli utili nel settore sanitario sta passando dal -20% del 2023 al +8% di quest'anno e il settore può contare su alcuni trend strutturali come i farmaci per la perdita di peso (GLP-1).

Per contro, intendiamo continuare a evitare le società con scadenze di debito imminenti (le cui azioni quest'anno hanno sottoperformato il mercato del 10%). Allo stesso modo, ci teniamo alla larga dalle società non redditizie. Quest'anno le azioni delle società che, secondo le stime, non saranno redditizie fino dopo il 2026 hanno di fatto accusato mediamente un ribasso del 28%.⁵

Siamo dell'avviso che per tutto il semestre 2024 l'azionario globale possa sostenere i portafogli grazie all'aumento della crescita, dell'inflazione e dei tassi d'interesse.

5 David Kostin. U.S. Weekly Kickstart. Goldman Sachs, 2024.

Opportunità in mercati diversi

Per alcune imprese, famiglie e classi di attivo l'aumento dei tassi può comportare delle difficoltà. Ma quelle difficoltà creano anche opportunità di investimento, se si sa dove guardare. L'orientamento della Fed, incline a mantenere i tassi "più alti più a lungo", ha ampliato le opportunità che scorgiamo nel settore immobiliare, nel private equity e nell'azionario statunitense small e mid cap. Un simile scenario, tuttavia, potrebbe durare solo fino a quando non sarà avviato un significativo ciclo di riduzione dei tassi.

Immobiliare commerciale: un ritorno al settore dopo una turbolenta fase di assestamento

Sebbene il segmento dell'immobiliare commerciale (CRE) sia stato duramente colpito dal Covid e dal conseguente reset dei tassi d'interesse, il danno probabilmente peggiore è stato la percezione che gli investitori hanno avuto di questa classe di attivo (a causa di una copertura mediatica lacunosa).

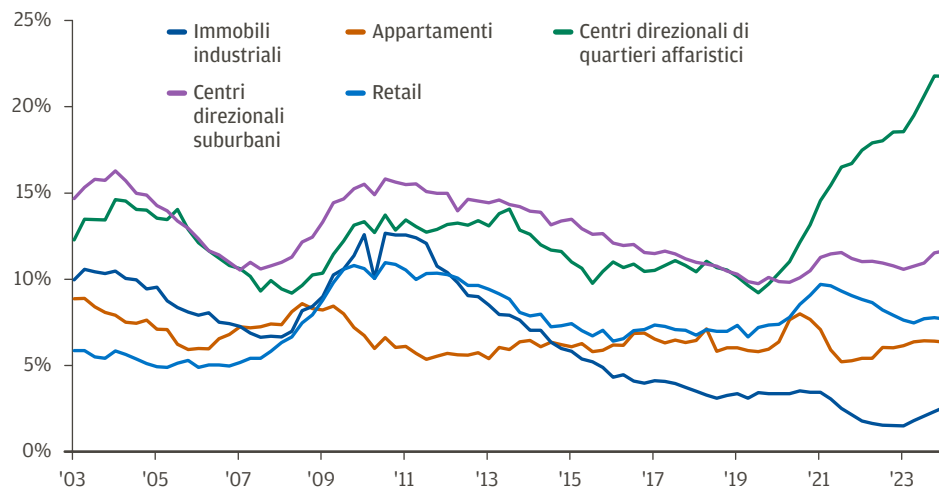
L'aumento dei tassi ha pesato sulle valutazioni. La fuga dalle città e l'ascesa dello smart working hanno messo in crisi la redditività dei centri direzionali. La breve ma turbolenta crisi bancaria della primavera del 2023 ha aumentato i timori sulla disponibilità di credito.

Nei mercati azionari quotati in borsa, l'immobiliare è il settore con la peggiore performance dalla fine del 2021, con una sottoperformance del 35% rispetto al resto del mercato. Parallelamente, i prezzi degli immobili, misurati dal National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF), sono scesi in misura compresa tra il 10% e il 20% rispetto ai massimi del 2022.

Ma riteniamo che sia giunto il momento di esporsi di nuovo al settore dopo una turbolenta fase di assestamento. Vi sono alcuni importanti aspetti su cui basiamo questo nostro giudizio.

Quello principale è che, tolti i centri direzionali, i fondamentali degli altri segmenti immobiliari rimangono buoni.

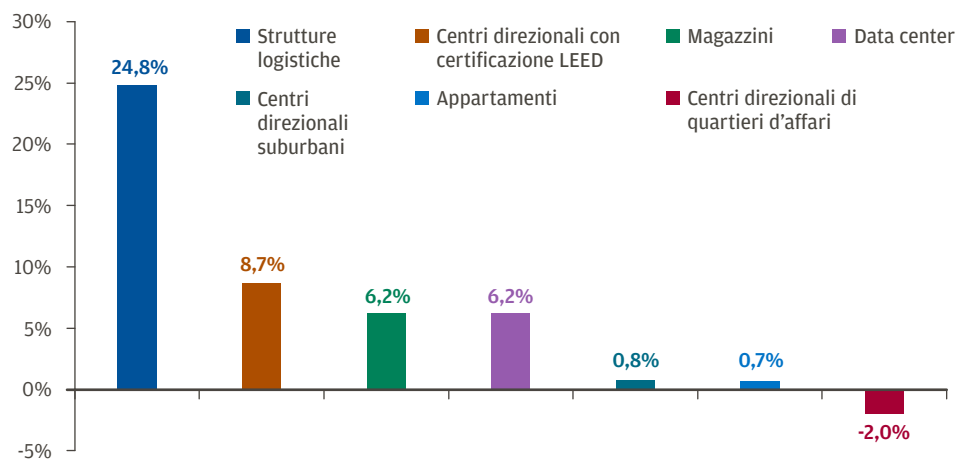
Ad esclusione dei centri direzionali, i tassi di affitto appaiono stabili
% tasso di affitto CRE, destagionalizzato



Fonte: NCREIF. Dati al 31 marzo 2024.

I fondamentali del settore rimangono favorevoli se si escludono i centri direzionali e i complessi abitativi plurifamiliari

Variazione del reddito da locazione per sq. ft. dal 4° trimestre 2022



Fonti: CoStar, Goldman Sachs Investment Research. Dati al 31 marzo 2024.

I tassi di sfritto nei settori retail, degli appartamenti e degli immobili industriali si mantengono tutti stabili. Il tasso di sfritto dei centri direzionali ubicati nei quartieri d'affari è elevato, in ottica storica, ma presenta timidi segnali di stabilizzazione. È interessante notare che i tassi di sfritto dei centri direzionali di periferia hanno avuto un andamento migliore rispetto a quelli dei quartieri cittadini più centrali.

Anche le condizioni del credito stanno migliorando. Il segmento dei centri direzionali è l'unico, nel panorama immobiliare, con tassi di morosità e special servicing in aumento. I segmenti dell'alberghiero, del retail, delle unità abitative plurifamiliari e dell'industria presentano trend stabili o in miglioramento.

Inaspettatamente, nell'ultimo anno i prestiti bancari in essere per il settore immobiliare commerciale sono cresciuti, mentre le emissioni primarie nei mercati dei titoli garantiti da ipoteca commerciale sono aumentate di 3 volte nel primo trimestre del 2024 rispetto al primo trimestre del 2023. Questi segnali di ripresa dei mercati finanziari indicano che il settore immobiliare commerciale sarà in grado di districarsi tra i 1.500 miliardi di Dollari di prestiti che giungeranno a scadenza nei prossimi due anni (ipotizzando che nel ciclo in corso i tassi siano vicini ai massimi).

Infine, dalla fine del 2022 la crescita dei canoni di locazione è stata vigorosa. Le uniche due tipologie di immobile con una crescita negativa degli affitti sono gli appartamenti di medie dimensioni e i centri direzionali dei quartieri affaristici. Logistica, data center, magazzini, hotel per viaggiatori d'affari e centri direzionali di nuova costruzione con certificazione LEED sono stati tutti in grado di aumentare il reddito da locazione di oltre il 5%.⁶

Il settore immobiliare non è un monolite e i suoi diversi segmenti devono affrontare fattori favorevoli e sfavorevoli molto diversi tra loro. In futuro, ci interessano soprattutto i segmenti che beneficeranno dei trend strutturali. Alcuni esempi sono i data center, gli alloggi per gli studenti e le strutture logistiche. In particolare, il settore dell'edilizia abitativa dovrebbe continuare a beneficiare di un potente tema strutturale: la significativa carenza di abitazioni uni e plurifamiliari. Secondo le nostre stime, la carenza di alloggi negli Stati Uniti si aggira attorno ai 2-2,5 milioni di unità. Questo ritardo non verrà colmato in tempi brevi, dato che l'aumento dei tassi di interesse ha frenato le nuove costruzioni e fatto crescere i costi per l'acquisto della prima casa.

Questo contesto ha sostenuto il mercato degli affitti, in particolare quelli delle case unifamiliari. Allo stesso tempo, la costruzione di nuovi alloggi plurifamiliari è diminuita del 33% rispetto ai picchi del 2022 e ciò dovrebbe sostenere anche i prezzi di questa tipologia di immobile.

Riteniamo che il settore immobiliare commerciale si trovi a una svolta. Gli investitori possono trovare valore in questa classe di attivo, che può offrire ai portafogli di investimento un reddito non correlato e una copertura contro l'inflazione.

Negli Stati Uniti la carenza di immobili residenziali è stimata tra i 2 e i 2,5 milioni di abitazioni.

⁶ Lotfi Karoui. US CRE, one year later: Volatile, dispersed, but not systemic. Goldman Sachs, 2024.

Private equity: il ritorno dopo un periodo difficile

Come il settore immobiliare, anche quello del private equity sta riemergendo dopo un periodo difficile. L'aumento dei tassi di interesse ha colpito questa classe di attivo su due fronti. In primo luogo, il debito, cioè l'ingrediente chiave delle operazioni di leveraged buyout, è allo stesso tempo più costoso e più difficile da acquisire perché la domanda di Leveraged Loans sul mercato pubblico si è esaurita. In secondo luogo, è diventato più difficile monetizzare gli investimenti. Le IPO e le exit del private equity sono diminuite del 50% circa rispetto ai massimi del 2021. Un'altra limitazione è costituita dal fatto che alcuni potenziali venditori sono riluttanti a effettuare transazioni a valutazioni inferiori ai massimi del 2021.

Di conseguenza, per la prima volta dalla crisi finanziaria globale, il cash flow netto per i Limited Partner dei fondi di private equity è risultato negativo per due anni consecutivi. Un rischio per chi investe nei fondi di private equity esistenti è che le valutazioni possano subire ulteriori pressioni a causa dell'aumento dei tassi di interesse e che le distribuzioni rimangano esigue a causa del modesto volume di transazioni.

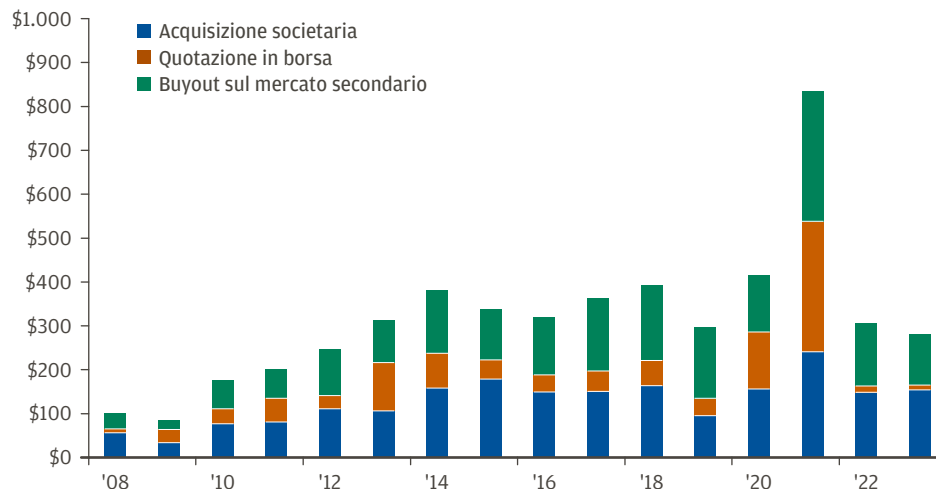
Ma riteniamo che una parte di questi problemi stia iniziando a rientrare, creando uno scenario interessante per nuovi investimenti in questa classe di attivo. L'aumento delle valutazioni dei mercati azionari quotati dovrebbe portare a una maggiore propensione per le IPO, mentre la stabilità dei tassi di interesse (e, a lungo andare, il loro taglio) dovrebbe stimolare l'attività di compravendita.

Per il momento, ci concentriamo sulla collaborazione con gestori che vantano una comprovata esperienza nella creazione di valore attraverso la crescita organica e l'efficienza operativa, senza fare eccessivo affidamento sulla leva finanziaria. Troviamo la più ampia gamma di opportunità investendo in settori che beneficiano dei trend strutturali. In cima all'elenco troviamo la tecnologia, la difesa, la sanità e la transizione energetica.

Fintanto che le exit dal private equity tradizionale rimarranno difficilmente accessibili, ci aspettiamo continui record nel flusso di transazioni sui mercati secondari del private equity, dove i fondi acquistano attivi esistenti dai portafogli di altri fondi di private equity. Normalmente, chi acquista attivi di private equity secondari richiede uno sconto sul valore corrente dell'attivo della partecipazione interessata quale contropartita per la liquidità fornita. I venditori sono stati disposti a offrire sconti in cambio della possibilità di raccogliere capitale per nuovi investimenti. Le operazioni sul mercato secondario del private equity offrono inoltre agli investitori istituzionali l'opportunità di ribilanciare su base più regolare i portafogli di investimenti privati.

Le exit dei private equity sono messe a dura prova da tassi d'interesse elevati

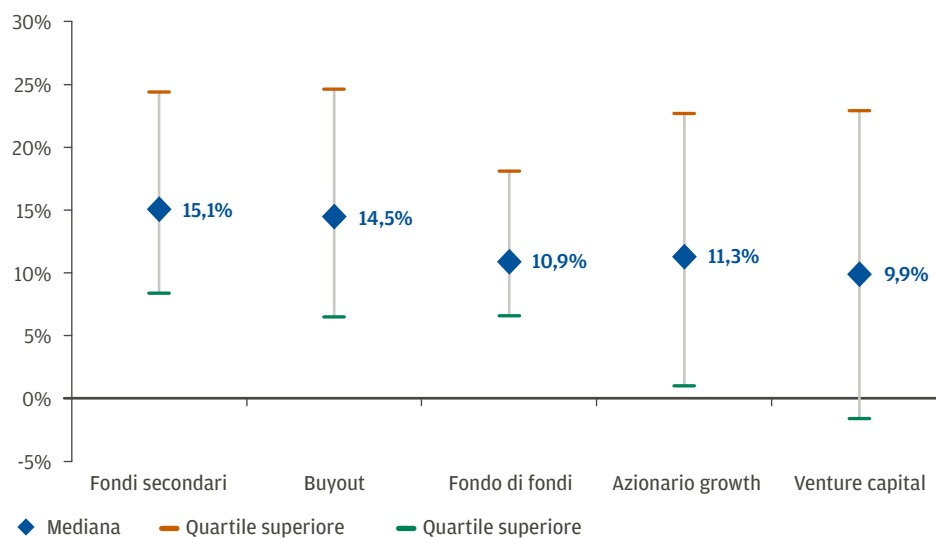
Miliardi di USD



Fonti: PitchBook, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 dicembre 2023.

I fondi di private equity secondari hanno generato rendimenti costantemente elevati

IRR netto per strategia, % (orizzonti di investimento di 20 anni dal 1978 al 2023)



Fonte: Cambridge Associates. Dati 2023.

Oltre a ciò, gli investitori in fondi di private equity secondari possono beneficiare dell'acquisto di attivi già esistenti. In altre parole, gli investitori possono aspettarsi di ricevere le distribuzioni più velocemente rispetto a un fondo primario tradizionale, poiché gli investimenti sono più vicini alla "realizzazione" (cioè la fine del ciclo di investimento). Da ultimo, gli investitori in fondi di private equity secondari possono diversificare sia gli anni di investimento iniziale che i gestori. In passato, tra i diversi sottoinsiemi di strategie di investimento privato, i fondi di private equity secondari non solo hanno generato i tassi di rendimento interno netto (IRR) mediani più elevati (15% negli ultimi 20 anni), ma vantano anche la dispersione più ridotta in termini di risultati tra i gestori del quartile superiore e quelli del quartile inferiore.

Inoltre, rileviamo una crescente opportunità di acquisire attivi "legacy" da fondi che hanno più di 10 anni e che stanno per chiudere, un segmento del mercato del private equity che entro il 2025 potrebbe toccare i 1.000 miliardi di Dollari.⁷

Titoli azionari small cap e mid cap di qualità

Tradizionalmente, le società a small cap e mid cap (SMID) sentono il peso dell'aumento dei tassi d'interesse più delle omologhe large cap. Con il drastico aumento dei tassi nel 2022, molte società di minori dimensioni si sono trovate in difficoltà.

Al momento le small cap statunitensi riservano oltre il 30% del proprio EBITDA (utili prima di interessi, tasse e ammortamenti) al servizio del debito, a fronte del 20% del periodo precedente all'attuale ciclo di rialzo dei tassi avviato dalle Banche Centrali. A titolo di confronto, per servire il debito le società dell'S&P 500 spendono meno del 10% dell'EBITDA. Non sorprende quindi che negli ultimi due anni le small cap abbiano sottoperformato le large cap di oltre il 15% (valore cumulativo).

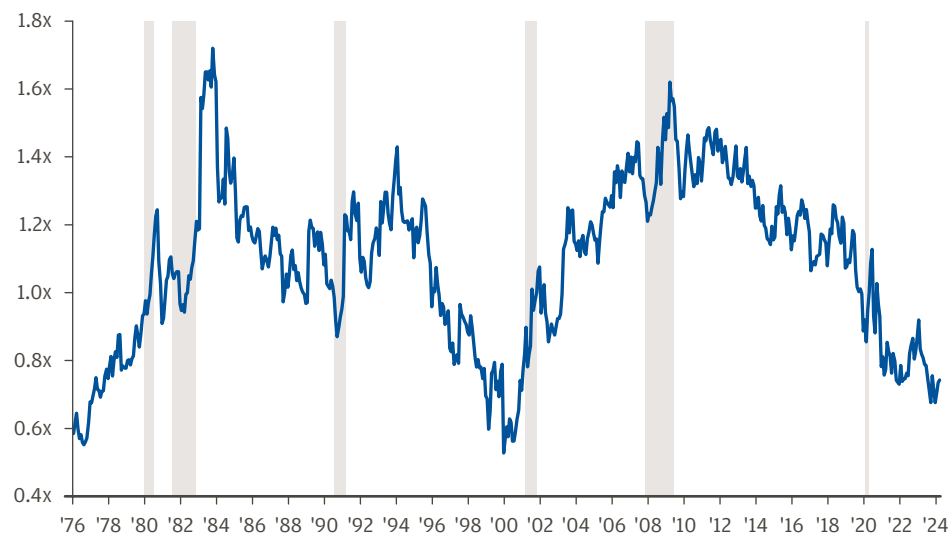
Sebbene uno sconto di valutazione per i titoli azionari delle SMID indebitate sembri ragionevole, lo sconto quasi record attualmente osservato tra i titoli delle SMID di qualità più elevata non lo è affatto. Tale sconto persiste anche se la fascia più alta delle SMID (misurata in base al margine del free cash flow) risulta competitiva rispetto alle omologhe large cap. Di conseguenza, questo potrebbe rappresentare un punto di ingresso interessante per costruire un portafoglio di SMID di alta qualità gestite attivamente e dalle valutazioni interessanti.

In questo settore gli sconti possono raggiungere il 50% e la monetizzazione è attesa nell'arco di due o tre anni.

Per tutti questi motivi, i fondi di private equity secondari offrono agli investitori rendimenti potenziali interessanti. Riteniamo che, per gli investitori sofisticati che ne capiscono i compromessi in termini di liquidità, i vantaggi dell'investimento nel mercato secondario del private equity – che derivano a loro volta dal contesto di tassi più elevati – siano in grado di offrire rendimenti potenziali più consistenti rispetto ai rendimenti del private equity tradizionale e superiori agli equivalenti del mercato pubblico.

Uno sconto vicino ai livelli record per le azioni delle società small cap può rappresentare un'opportunità

Margini di free cash flow del quintile superiore, rapporto P/E prospettico, rispetto allo stesso gruppo di titoli dell'azionario large cap*

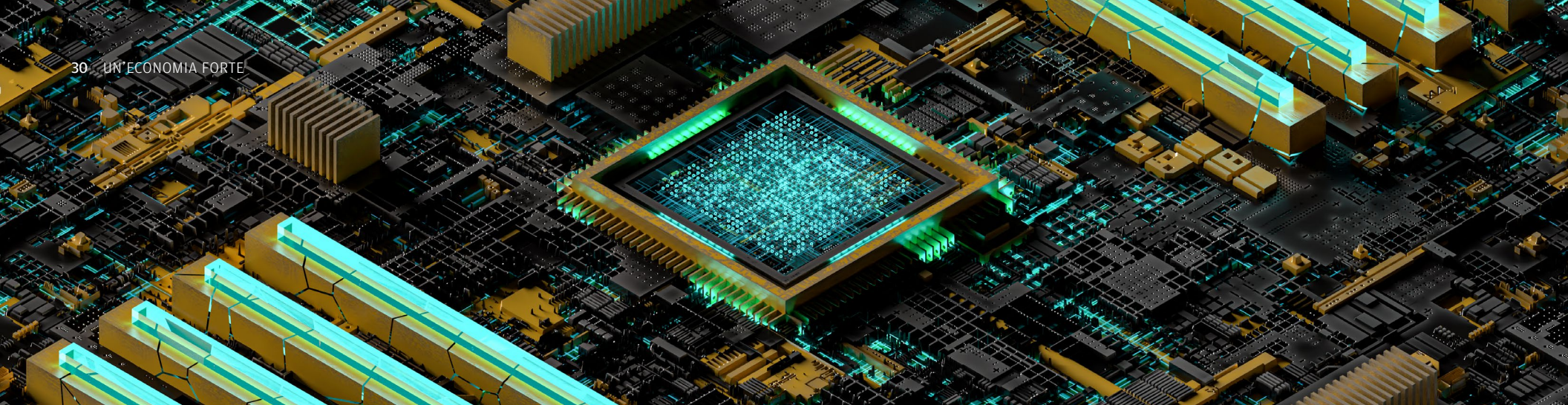


Fonte: Empirical Research Partners. Dati al 30 aprile 2024. *Nota: dati ponderati per la capitalizzazione, azionario small cap (materie prime e biotecnologie escluse).

Riteniamo che, ipotizzando un orizzonte temporale e una tolleranza al rischio adeguati, un'esposizione ai titoli SMID pari al 5-10% circa del portafoglio azionario complessivo di un investitore possa contribuire positivamente ai rendimenti corretti per il rischio.

In questi tre mercati - immobiliare, private equity e SMID - la traiettoria dei tassi di interesse rivestirà un ruolo fondamentale. Se i tassi d'interesse rimarranno più alti più a lungo, probabilmente le difficoltà persisteranno. Ma il rovescio della medaglia delle difficoltà sono le opportunità. Se l'inflazione cala più velocemente del previsto, consentendo un ciclo di riduzione dei tassi significativo, le opportunità potrebbero non durare a lungo.





La rivoluzione dell'intelligenza artificiale

L'IA sta muovendo i primi passi

L'intelligenza artificiale (IA) è già riuscita a catalizzare un'ondata di entusiasmo, accompagnata da investimenti e crescita degli utili. Intendiamo investire a lungo termine nell'intera catena del valore. Entro la fine del decennio, l'economia dovrebbe iniziare a registrare un aumento della produttività grazie all'IA. L'aumento della produttività potrebbe essere addirittura superiore a quello prodotto dall'impatto combinato del personal computer e di Internet.

Nella sua lettera agli azionisti, il nostro Presidente e CEO Jamie Dimon ha paragonato l'IA alla macchina a vapore, all'elettricità e al personal computer. Per capire come potrebbe svilupparsi la rivoluzione dell'IA, abbiamo preso in considerazione questi precedenti storici.

I vantaggi in termini di produttività non si manifestano da un giorno all'altro. Ci sono voluti più di 60 anni prima che la macchina a vapore apportasse benefici osservabili alla produttività dell'intera economia. A ogni successiva innovazione tecnologica, il lasso di tempo necessario per rilevare una crescita della produttività si riduce. Se quello schema dovesse confermarsi, potremmo aspettarci di vedere i benefici dell'IA nelle statistiche economiche ufficiali entro la fine di questo decennio.

Ciò significa che l'impatto economico dell'IA potrebbe essere avvertito nella metà del tempo impiegato dal PC e da Internet per apportare benefici sul piano economico.

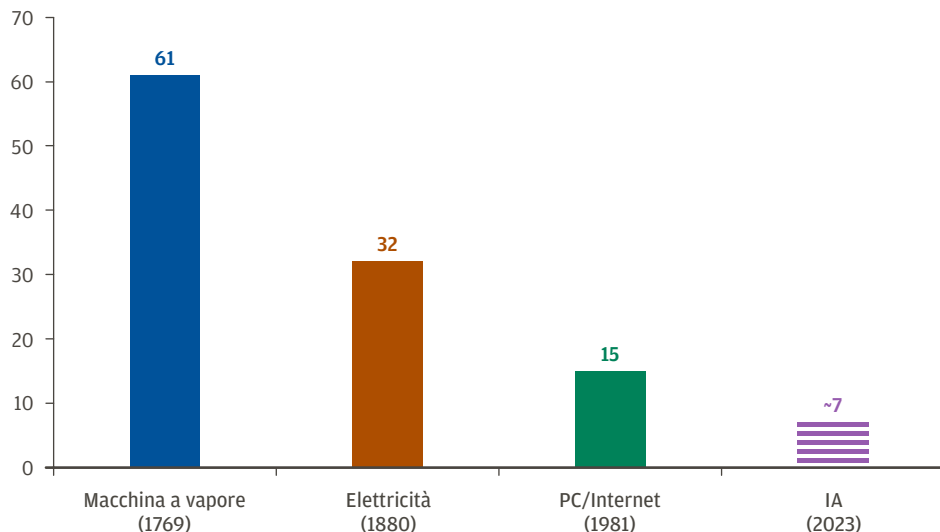
Quanto potrebbe essere grande l'aumento di produttività? Per cercare di dare una risposta a questa domanda, abbiamo modificato un modello del Fondo Monetario Internazionale (FMI) in cui vengono isolati i posti di lavoro che potrebbero essere sostituiti dall'IA. Utilizzando le ipotesi del FMI sulla durata e sulla portata della sostituzione dei posti di lavoro, possiamo generare una stima per eccesso del potenziale aumento di produttività derivante dall'IA.⁸

Se ipotizziamo che la metà dei posti di lavoro vulnerabili negli Stati Uniti verrà automatizzata nei prossimi 20 anni, il guadagno cumulativo di produttività sarà pari a quasi il 18%, ovvero 7.000 miliardi di Dollari in più rispetto all'attuale proiezione del PIL del Congressional Budget Office (CBO). A titolo di riferimento, su un orizzonte temporale simile il guadagno cumulativo di produttività riconducibile al personal computer e a Internet è stato di poco inferiore al 13%.

⁸ Per essere precisi, il FMI ha calcolato che circa il 30% dei posti di lavoro statunitensi è potenzialmente vulnerabile alle sostituzioni causate dall'IA, poiché rientrano nella categoria "alta esposizione, bassa complementarità". Si ipotizza che la metà di questi posti di lavoro (il 15% della forza lavoro statunitense) verrà sostituita dall'IA nei prossimi 20 anni e che il ritmo di sostituzione seguirà una funzione sigmoidea (la classica "curva a S"). Così facendo, stiamo di fatto riducendo le ore totali lavorate nell'economia a causa di tale sostituzione, il che si traduce meccanicamente in un aumento della produttività della forza lavoro, presupponendo che la produzione rimanga invariata. Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Pantone, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall e Marina M. Tavares, Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work, Fondo Monetario Internazionale, gennaio 2024.

Forse persino i più ottimisti potrebbero sottovalutare la velocità dell'aumento di produttività prodotto dall'IA

Intervallo in anni tra innovazione tecnologica e crescita della produttività



Fonti: U.S. Census Bureau, Business Trends and Outlook Survey, J.P. Morgan. Dati a novembre 2023.

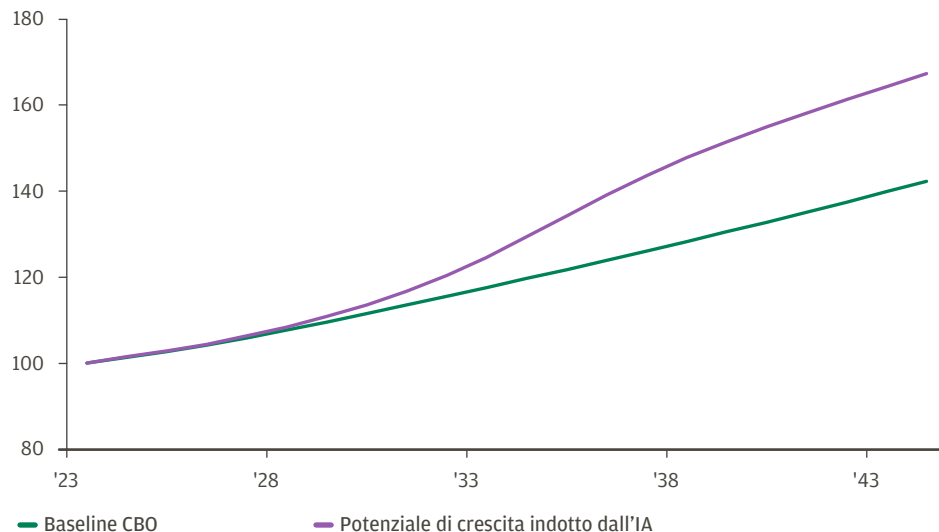
Ma cosa accade ai lavoratori che rischiano di essere sostituiti dall'IA? Sebbene la sostituzione dei posti di lavoro possa essere particolarmente accentuata per i lavoratori di determinati settori e regioni, è probabile che nel complesso i progressi tecnologici creino più posti di lavoro di quanti ne distruggano.

Il settore agricolo statunitense rappresenta un buon esempio dell'evoluzione in atto nei trend occupazionali. Nel 1950, quasi il 15% di tutti i posti di lavoro negli Stati Uniti era legato all'agricoltura. Oggi tale quota è inferiore all'1,5%. Con ogni probabilità la forza lavoro globale si adatterà alla mutazione dei settori che richiedono manodopera e le aziende che hanno dimostrato di saper fidelizzare e riqualificare i dipendenti esistenti dovrebbero trarne vantaggio.

Ovviamente queste stime sono imprecise. L'adozione dell'IA dovrà affrontare molti ostacoli, come i timori relativi alle forniture di semiconduttori avanzati, le questioni legali e normative, la potenziale scarsità di risorse elettriche ed energetiche per i data center e la capacità delle aziende di ottimizzare i potenziali casi d'uso.

La proiezione attuale del CBO potrebbe valutare in modo errato il potenziale aumento della produttività generato dall'IA

La produttività della forza lavoro degli Stati Uniti, indicizzata a 100 per il 2023



Fonti: FMI, J.P. Morgan. Dati al 31 gennaio 2024. Nota: La baseline del CBO è calcolata utilizzando la proiezione del PIL reale divisa per il numero di ore lavorate. La proiezione del potenziale di crescita indotta dall'IA si basa sull'ipotesi che il 15% dei posti di lavoro sarà sostituito dall'IA nei prossimi 20 anni, ovvero la metà di quanto prospettato dal FMI in una ricerca.

Probabilmente sarà necessaria una politica governativa incentrata sulla formazione e sulla transizione professionale per i lavoratori più vulnerabili, al fine di mitigare i disagi e i turbamenti derivanti dalla perdita del posto di lavoro. Le diverse parti interessate dovranno valutare i costi e i benefici dei consumi energetici e idrici, nettamente superiori, richiesti dalle attività di calcolo effettuate dall'intelligenza artificiale. Per finire, le aziende dovranno trovare il giusto equilibrio tra i nuovi casi d'uso dell'IA e una governance responsabile.

Potrebbe volerci un po' prima che i vantaggi dell'IA si manifestino nei dati economici tradizionali. Ma è già evidente che la rivoluzione scatenata dall'intelligenza artificiale sta avendo ricadute sul comportamento, sugli investimenti e sugli utili delle imprese. Sebbene meno del 5% delle aziende statunitensi utilizzi attivamente l'IA (stando ai dati del Census Bureau), le società che rappresentano il 50% della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500 hanno citato l'IA nelle trimestrali. I governi di tutto il mondo sono inoltre grandi utenti potenziali, delle applicazioni dell'IA.

Tra le società quotate in borsa, la prima serie di vincitori è costituita dalle società strettamente collegate alla produzione di semiconduttori e al cloud computing, l'infrastruttura digitale e fisica su cui si basa la tecnologia IA. Nvidia, il principale produttore di unità di elaborazione grafica alla base dei grandi modelli linguistici, ha visto aumentare gli utili di oltre il 400% dalla fine del 2021 a oggi. Due aziende, Alphabet e Microsoft, hanno incrementato gli investimenti di 10 miliardi di Dollari nel primo trimestre del 2024, pari a ben tre quarti degli investimenti complessivi dell'intero S&P 500.⁹

Tuttavia, gli investitori stanno iniziando a comprendere che questo potenziamento dell'infrastruttura avrà una portata relativamente estesa, sia perché l'adozione è destinata ad aumentare, sia perché i carichi di lavoro dell'IA richiedono una quantità di energia sostanzialmente maggiore rispetto a quella dell'informatica tradizionale. Secondo le stime, l'utilizzo di ChatGPT ha un consumo energetico fino a 10 volte superiore a quello di una tradizionale ricerca sul web. Inoltre, sembra probabile che di qui alla fine del decennio, i data center saranno i principali responsabili della crescita della domanda energetica negli Stati Uniti.

Avanti a tutto gas: l'IA sembra destinata ad aumentare le fonti di ricavi, a ridurre il time-to-market e ad abbattere i costi

Applicazioni settoriali dell'IA

Salute	Finanza	Pubblicità e contenuti digitali	Vendita al dettaglio e trasporto merci	Energia e industria	Assistenza clienti	Business intelligence
Protesi intelligenti (ad esempio, all'anca e al ginocchio) Imaging medico Rilevamento di patologie Medicina personalizzata Identificazione di biomarcatori Sviluppo di nuovi farmaci Analisi di dati genomici Strumenti per l'assistenza medica	Offerte di fondi tematici basati sull'IA Nuovi strumenti per determinare i prezzi di negoziazione Analisi dei portafogli dei clienti Automatizzazione dei prezzi di negoziazione, esecuzione Gestione di portafoglio basata sull'IA Incremento della velocità di negoziazione Vendita incrociata di prodotti	Efficientamento del marketing Migliore targetizzazione degli annunci Motore di raccomandazione Maggiore tasso di conversione degli annunci Dinamiche delle aste di annunci Creazione di contenuti Personalizzazione degli itinerari di viaggio Sviluppo di videogiochi	Shopping in 3D e prova dei prodotti Robot per le consegne Efficientamento della filiera produttiva Gestione dell'inventario Previsione della domanda Funzionalità di instradamento degli autocarri Maggiore utilizzo della flotta Autonomia delle reti di gestione delle flotte	Strumenti di IA per le pipeline Modelli geologici Strumenti per microgrid basati sull'IA Analisi dei consumi energetici Potenziamento del commercio di energia Pianificazione della manodopera Ottimizzazione dei bacini idrici Rilevamento delle perdite e tracciamento delle emissioni	Analisi della clientela Sinistri e registri assicurativi Trascrizioni e sintesi Acquisizione di clienti	Strumenti per sviluppatori e scrittura di codice assistita Consulenza in materia di IA Interfaccia domotica integrata Automatizzazione delle attività di back office Prevenzione e protezione dalle frodi Funzionalità di sicurezza informatica Valutazione e gestione dei rischi Accelerazione dell'analisi dei dati Modellazione predittiva

Fonti: J.P. Morgan, Morgan Stanley. Dati al 31 marzo 2024.

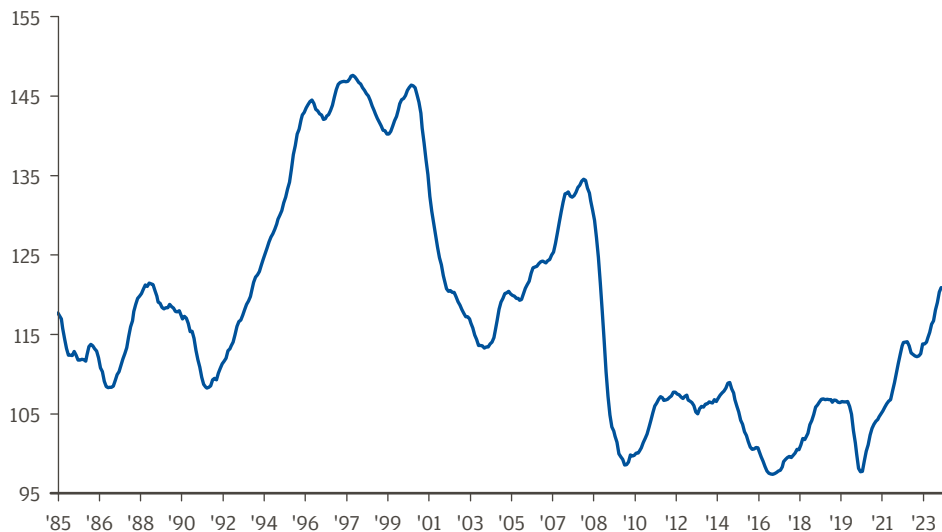
⁹ Michael Goldstein. Capital Spending Growth Accelerates: An Early Warning Sign? Empirical Research Partners, 2024.

Di fatto, la produzione industriale di apparecchiature elettriche è già tornata ai livelli registrati verso la metà del primo decennio di questo secolo e sembra destinata a crescere ulteriormente. Dall'inizio del 2024, le aziende che forniscono immobili, servizi di riscaldamento e raffreddamento e apparecchiature elettriche per i data center hanno registrato le performance migliori.

Oltre che su chi ha beneficiato del potenziamento delle infrastrutture digitali e fisiche, ci concentriamo sull'investimento in società suscettibili di trarre vantaggio da un aumento della produttività (in settori come quelli dei beni di consumo, della finanza, dei trasporti e dell'energia), da un aumento dei ricavi (software, robotica, applicazioni) o da entrambi (industria manifatturiera, salute). Le possibili applicazioni dell'IA interessano quasi tutti i settori.

La crescente domanda di elettricità, riconducibile all'IA, favorisce l'elettrificazione

Produzione di apparecchiature elettriche, indicizzata a 100 nel 2017, media mobile su 6 mesi



Fonti: Federal Reserve Board, Haver Analytics. Dati al 30 aprile 2024.

Nei mercati privati, ci aspettiamo di individuare opportunità di investimento tra le società più giovani impegnate nello sviluppo di applicazioni che renderanno utile alle aziende e ai consumatori la tecnologia basata sull'IA oppure tra le società che stanno introducendo innovazioni con la cosiddetta "IA periferica", in cui i calcoli vengono eseguiti alla fonte dei dati (ad esempio uno smartphone, un'automobile, un dispositivo medicale o un macchinario industriale) anziché nel cloud. Molte di queste aziende probabilmente non sono ancora nate.





Un mondo fragile

Pur nutrendo ottimismo per le prospettive economiche e di mercato, riconosciamo due importanti fonti di incertezza: le elezioni presidenziali statunitensi e il rischio geopolitico.

Elezioni presidenziali statunitensi

L'esito sarà probabilmente favorevole per i mercati, ma con aliquote fiscali personali più elevate nel medio termine

Per la prima volta dal 1892, i due principali candidati alle prossime elezioni presidenziali sono già stati entrambi presidenti e si sono già affrontati in una campagna elettorale. Parlando da investitori, desideriamo sottolineare che durante i mandati di entrambi i candidati i mercati hanno registrato una buona performance.

Nel caso di Donald Trump, dall'elezione del 2016 alla tornata elettorale del 2020, l'azionario large cap statunitense ha realizzato un rendimento annuo del 15,6% (a fronte di una media di lungo periodo di poco inferiore del 9%). Dall'elezione di Joe Biden del 2020 a oggi, l'azionario large cap statunitense ha messo a segno una performance annua del 12,4%. In entrambi i periodi non sono mancate le incertezze politiche, economiche e sociali. Alla fine, però, i fondamentali economici e gli utili


hanno spinto i mercati azionari al rialzo e il presidente ha avuto un'influenza relativamente modesta sull'andamento del mercato. Per i prossimi quattro anni ci aspettiamo che la situazione rimanga invariata.

Ciò premesso, è probabile che ciascun candidato attuerà politiche molto diverse in cinque ambiti di importanza strategica (imposte, dazi, energia, salute e regolamentazione). Dal punto di vista del mercato globale, la presa di posizione più importante potrebbe essere la proposta avanzata da Trump di imporre dazi fino al 10% su tutta la merce di importazione.



Proposte politiche in vista delle elezioni presidenziali statunitensi: cosa dobbiamo aspettarci?

Possibili prese di posizione su argomenti di importanza strategica

Questioni strategiche	Possibili prese di posizione di Biden	Possibili prese di posizione di Trump
 Imposte	<p>Possibilità di una proroga parziale degli sgravi fiscali del 2017. Maggiori possibilità di aumento delle imposte sulle persone facoltose e sulle aziende.</p>	<p>Obiettivo di prorogare gli sgravi fiscali del 2017 compensandoli in parte con una riduzione della spesa pubblica.</p>
 Dazi	<p>Conferma dell'atteggiamento "duro" nei confronti della Cina.</p>	<p>Intenzione di aumentare i dazi sui partner commerciali, in particolare sulla Cina.</p>
 Difesa	<p>Probabile conferma dell'enfasi posta su alleanze e multilateralismo.</p>	<p>Possibile spinta verso una maggiore autosufficienza da parte degli Stati membri della NATO.</p>
 Energia	<p>Obiettivo di ridurre le emissioni e aumentare l'efficienza energetica. Aumento delle imposte sul settore dei combustibili fossili.</p>	<p>Obiettivo di aumentare la produzione di energia di tipo tradizionale attraverso la trivellazione dei terreni federali e il prolungamento degli oleodotti.</p>
 Salute	<p>Obiettivo di proteggere e rafforzare l'Affordable Care Act.</p>	<p>Obiettivo di abolire l'Affordable Care Act.</p>
 Regolamentazione	<p>Maggiore regolamentazione dei settori dell'energia, della tecnologia e dei servizi finanziari.</p>	<p>Obiettivo di ridurre la regolamentazione nei settori dell'energia e dei servizi finanziari.</p>

Fonti: Tax Foundation, J.P. Morgan. Analisi al 30 aprile 2024.

I mercati che potrebbero essere più sensibili agli esiti delle diverse politiche



Azionario small e mid cap

che probabilmente accoglierebbe favorevolmente la prospettiva di una regolamentazione meno onerosa

Il Dollaro USA

che probabilmente si rafforzerebbe se dovessero aumentare le chance di un'applicazione dei dazi

Energie rinnovabili ed energie tradizionali

che probabilmente reagirebbero alla possibilità di una prosecuzione dei sussidi o di un aumento della produzione di petrolio

A nostro avviso, un rischio per gli investitori è che probabilmente nessuno dei due candidati adotterà politiche fiscali conservative. Verosimilmente, il quadro del debito e del deficit federale degli Stati Uniti peggiorerà ulteriormente. Ciò potrebbe determinare un aumento della volatilità del mercato obbligazionario nel breve periodo. Su un periodo più lungo, sarà necessario innalzare le imposte per contribuire a ridurre il peso del debito federale degli Stati Uniti che è già al 100% del PIL e che, secondo le stime del CBO, salirà al 120% nei prossimi 10 anni. La spesa per interessi del governo statunitense potrebbe salire a 900 miliardi di Dollari quest'anno, cioè quasi il 3% del PIL.¹⁰

Allo stesso tempo, il gettito fiscale del governo federale degli Stati Uniti è inferiore al 30% del PIL, la percentuale più bassa tra le economie del G10.

Infine, se come previsto il Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) scadrà dopo il 2025 (uno scenario possibile se i leader di Washington, sotto il controllo di due partiti, non riusciranno a trovare un accordo), l'aliquota marginale più alta salirà al 39,6% (dall'attuale 37%) e l'esenzione dall'imposta di successione e donazione vitalizia sarà dimezzata, a circa 7 milioni di Dollari a persona (dagli attuali 13,61 milioni di Dollari).

¹⁰ Alec Phillips, Tim Krupa. US Economics Analyst: The Fiscal Outlook: Not Good, But a Little Better. Goldman Sachs, 2024.

Focus degli investitori sull'efficienza fiscale

Se l'aumento delle aliquote fiscali negli Stati Uniti sembra inevitabile (e lo è), gli investitori statunitensi dovrebbero privilegiare l'efficienza fiscale non solo all'interno dei propri portafogli di investimento, ma anche nei propri bilanci. Chiamiamo questa prassi "gestione patrimoniale fiscalmente efficiente".

I contribuenti statunitensi possono conservare una parte maggiore di ciò che guadagnano sui mercati tramite asset allocation, "tax loss harvesting", prelievi intelligenti, tecniche di pianificazione integrate e prestiti sofisticati.

Per quanto riguarda l'ubicazione degli attivi, riteniamo che i contribuenti statunitensi debbano concentrarsi sul corretto collocamento degli attivi fiscalmente efficienti – come le azioni, le obbligazioni municipali, le azioni privilegiate e il private equity – in conti imponibili. Nei conti imponibili, le strategie di tax loss harvesting possono amplificare i rendimenti al netto delle imposte. Gli attivi "inefficienti" sotto il profilo fiscale, che generano la maggior parte dei rendimenti da interessi o da plusvalenze a breve termine (pensiamo al private credit, ad alcuni hedge fund e ai titoli ad alto rendimento), andrebbero preferibilmente collocati in conti con fiscalità differita, come gli IRA o, eventualmente, rendite variabili a basso costo.

Facendo attenzione a "dove" si tengono determinati investimenti, gli investitori possono realizzare notevoli risparmi fiscali.

Una gestione patrimoniale fiscalmente efficiente prevede una serie di approcci di pianificazione che possono essere ancora più efficaci dell'asset allocation. Accelerare il reddito imponibile prima che scadano le aliquote fiscali agevolate del TCJA (si pensi alle conversioni Roth) potrebbe, alla luce delle singole circostanze, rappresentare una strategia prudente. Donare in beneficenza azioni che si sono apprezzate nel lungo periodo offre un doppio vantaggio fiscale: evitare le imposte sulle plusvalenze implicite e consentire una detrazione dal reddito imponibile. Per chi ha un patrimonio imponibile, fare una donazione alla famiglia attraverso esclusioni annuali o vitalizie può produrre un impatto significativo al netto delle imposte, in quanto sposta la crescita futura dal bilancio.

Infine, l'indebitamento può anche fungere da leva strategica per compensare flussi di cassa disomogenei (evitando eventi imponibili e preservando l'esposizione al mercato). In alternativa, se strutturati in modo corretto, gli interessi pagati sui finanziamenti possono essere utilizzati a fini di detrazione e compensazione del reddito da investimenti imponibili.

In breve, non bisogna permettere che le elezioni rechino scompiglio nei propri piani a lungo termine, ma occorre concentrarsi su ciò che si è in grado di controllare.





Il quadro geopolitico e il rischio di conflitti globali rappresentano il secondo rischio cruciale per i mercati nel secondo semestre del 2024.

Quadro geopolitico: il rischio è concreto così come lo sono le opportunità di investimento

Eventi geopolitici e rendimenti di mercato

Per prima cosa, gli investitori devono ricordare che gli eventi geopolitici molto raramente producono un impatto negativo duraturo sui mercati azionari large cap statunitensi (come ha dimostrato una ricerca di Michael Cembalest, il nostro *Chairman of Market and Investment Strategy*).¹¹ Per questo motivo i portafogli di investimento a lungo termine correttamente diversificati sono in generale adeguatamente isolati da eventi destabilizzanti, come conflitti armati, invasioni, attacchi terroristici, colpi di stato, referendum e assassinio di leader politici.

Abbiamo esaminato 36 eventi di questo tipo dall'inizio della seconda guerra mondiale. Abbiamo constatato che in seguito a questi eventi i rendimenti prospettici a 6 e 12 mesi sono identici ai rendimenti medi dei periodi in cui non si sono verificati eventi geopolitici degni di nota.

¹¹ J.P. Morgan, Michael Cembalest, Eye on the Market, 14 novembre 2023, Appendice.

Ciò premesso, le questioni geopolitiche possono avere profonde ricadute sul mercato a livello locale. A titolo d'esempio, l'azionario tedesco small cap ha notevolmente sottoperformato l'azionario tedesco large cap e quello globale, principalmente a causa dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e della conseguente interruzione delle forniture energetiche.

Per chi investe maggiormente in chiave tattica ed è in cerca di una copertura, tra le varie opzioni si distinguono l'oro e il petrolio greggio. Queste classi di attivo tendono a muoversi al rialzo nella breve finestra temporale che precede e include un evento geopolitico. Inoltre, una volta trascorso l'evento geopolitico, queste coperture tendono a perdere valore, in quanto gli investitori tirano un sospiro e tornano a puntare sugli attivi ad alto rischio.

Questo schema sottolinea la necessità di gestire attivamente tali esposizioni e spesso il modo migliore di farlo è attraverso le opzioni e altri strumenti derivati. Nel breve termine, osserviamo ottime prospettive di rendimento per l'oro.

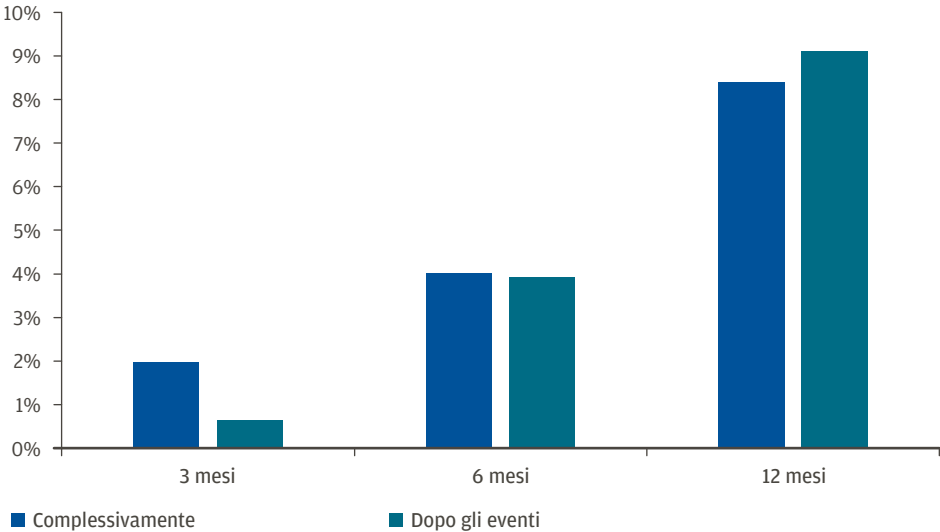
Ciò rispecchia il premio al rischio geopolitico di questa materia prima e la domanda delle Banche Centrali mondiali che intendono diversificare le loro riserve rispetto al Dollaro statunitense. Gli investitori tattici farebbero bene a prenderne nota.

Con ogni probabilità i mercati continueranno a essere guardinghi davanti al rischio di ulteriori scontri armati, ma non riteniamo che ciò intacchi il nostro giudizio complessivo. Per la maggior parte degli investitori la diversificazione può contribuire a ridurre il rischio geopolitico.

Un importante insegnamento è che gli investitori con un'esposizione concentrata hanno probabilmente più da temere dai rischi geopolitici rispetto a chi investe in portafogli diversificati a livello globale.

L'azionario large cap non è stato colpito dagli shock

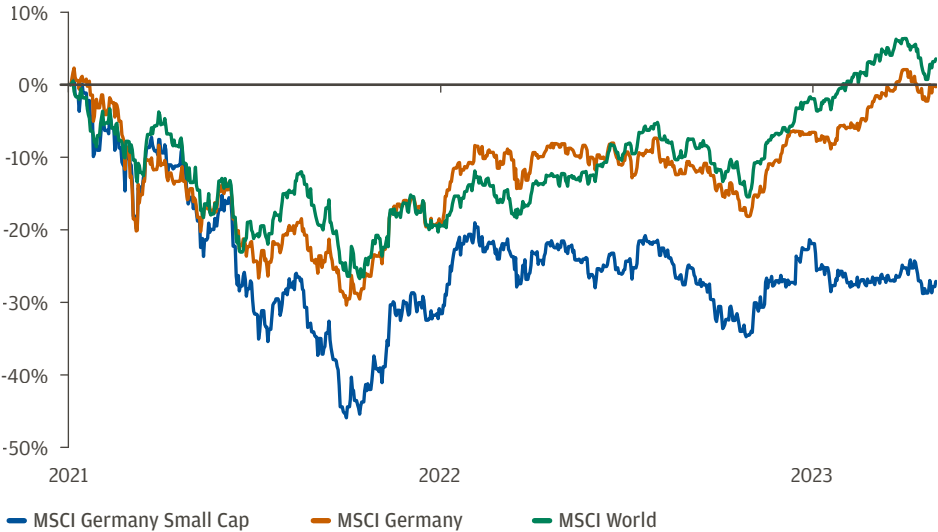
Rendimento medio dell'S&P ed eventi geopolitici, %



Fonti: S&P, Haver Analytics. Dati al 31 dicembre 2023.

Gli eventi geopolitici possono avere forti ricadute a livello locale

Performance cumulativa da gennaio 2022, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 aprile 2024.

A prescindere dal rischio geopolitico acuto, riteniamo che molti Paesi di grandi dimensioni ed economicamente significativi abbiano un perdurante interesse a rafforzare la propria sicurezza nazionale in tre importanti ambiti:

01 Difesa

02 Catene
produttive

03 Energia

Questi trend globali a lungo termine richiedono un approccio strategico da parte degli investitori.



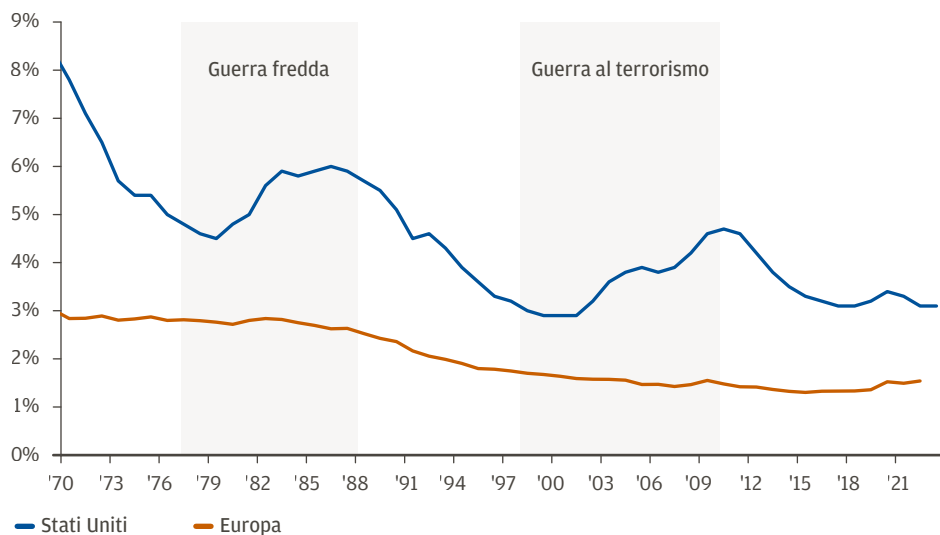
Difesa

La spesa per la difesa degli Stati Uniti, come percentuale del PIL, è ai minimi dal secondo dopoguerra, nonostante l'inesorabile intensificarsi dei conflitti globali. Solo 12 Paesi della NATO stanno attualmente rispettando i propri obblighi di spesa per la difesa. Secondo le attese, quest'anno altri sette aumenteranno questa voce di bilancio. Crediamo che un simile declino pluridecennale probabilmente si invertirà.

Al contempo, le amministrazioni pubbliche, le aziende e le famiglie devono proteggersi dalle minacce informatiche. Le violazioni della sicurezza informatica si verificano ormai quasi quotidianamente e con la frequenza degli attacchi sono aumentati anche i danni associati. Il costo medio di una singola violazione di dati è passato dai 3,62 milioni di Dollari del 2017 ai 4,45 milioni di Dollari del 2023, pari a un aumento del 23%. Pubbliche amministrazioni e aziende dovranno continuare ad aumentare la spesa per la sicurezza informatica. Pur rappresentando già il 12% del budget tecnologico delle imprese, questa quota è destinata ad aumentare per il resto del decennio.

I rischi geopolitici hanno catalizzato cicli di spesa decennali nell'ambito della difesa

Spesa degli Stati Uniti per la difesa, come % del PIL



Fonti: U.S. Congressional Budget Office, Banca Mondiale, Haver Analytics. Dati a dicembre 2023.

Catene produttive

Si potrebbe affermare che la guerra commerciale tra Washington e Pechino, iniziata nel 2018, sia stata la salva iniziale di una manovra più articolata da parte delle autorità per influenzare il commercio globale e diversificare le fonti di beni e materiali strategici rispetto alla Cina.

Durante la pandemia, la fragilità delle catene produttive ha messo a dura prova l'operatività delle aziende e ha contribuito a far salire l'inflazione. Oggi le filiere sono molto più resilienti. Alcune trasformazioni in questo ambito, avvenute dopo la pandemia, hanno avvantaggiato Paesi come il Messico, il Vietnam e l'India. Ad ogni modo, le autorità continuano a concentrarsi sulle fonti di approvvigionamento per le merci che rivestono un'importanza strategica per la sicurezza nazionale.

Fattore degno di nota, la Cina rimane il principale fornitore degli Stati Uniti per i prodotti tecnologici avanzati (oltre 165 miliardi di Dollari l'anno). Sui prodotti tecnologici avanzati continuiamo ad aspettarci ulteriori attriti commerciali, che potrebbero tradursi in dazi più gravosi e in ulteriori sviluppi sfavorevoli per le aziende cinesi.

Inoltre, è probabile che i governi continuino ad adoperarsi per incentivare la produzione interna di materiali di rilevanza strategica come i semiconduttori e le batterie. L'*Inflation Reduction Act* (IRA), pensato a questo scopo, ha già innescato un'impennata nella costruzione di siti produttivi negli Stati Uniti.





Energia

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha compromesso l'accesso dell'Europa al gas naturale e la transizione energetica richiede investimenti nella produzione interna di energie rinnovabili. Secondo le nostre attese, entro il 2030 la spesa per le tecnologie necessarie alla produzione delle rinnovabili sarà più che raddoppiata, raggiungendo i 4.600 miliardi di Dollari. Le infrastrutture energetiche (ad esempio le centrali elettriche e gli impianti di accumulazione) e i sistemi di trasporto delle risorse energetiche (ad esempio i gasdotti e le metaniere) continueranno ad attirare nuovi investimenti.

Questo trend, unitamente all'Inflation Reduction Act e alla rivoluzione portata dall'intelligenza artificiale, è di buon auspicio per le infrastrutture nazionali, l'energia e le installazioni elettriche. Di fatto, da quando l'IRA è stato approvato, negli Stati Uniti gli investimenti annunciati nel settore delle energie rinnovabili hanno raggiunto i 473 miliardi di Dollari, corrispondenti a circa 152 nuove (o ampliate) centrali fotovoltaiche ed eoliche e stabilimenti per la produzione di batterie.

Come nel caso dell'intelligenza artificiale, anche in questi settori gli investimenti richiederanno una combinazione di capitali sia pubblici che privati. Come abbiamo detto, si tratta di trend di investimento strategici a lungo termine che richiedono un paziente impegno di capitale.

CONCLUSIONE

Fragilità geopolitica, **economia resiliente.**

Nonostante il perdurare dell'inflazione, le altre variabili di mercato e macroeconomiche delle economie sviluppate appaiono straordinariamente in salute. Le aziende hanno affrontato l'aumento dei tassi piuttosto agevolmente. Gli utili sono proiettati verso la crescita. I mercati del lavoro presentano un ragionevole equilibrio tra domanda e offerta.

È probabile che il vigore dell'economia globale porterà a un ritorno della fase favorevole nei mercati. Ci attendiamo che di qui a fine anno i titoli azionari globali favoriscano i rendimenti di portafoglio. Inoltre, se la crescita globale dovesse arrancare, le obbligazioni possono offrire stabilità al portafoglio. Gli investitori devono avere la certezza che gli attivi siano in grado di svolgere la loro funzione all'interno dei portafogli d'investimento a lungo termine e basati sugli obiettivi.

Un quadro economico resiliente in un mondo fragile. Complessivamente, si tratta di uno scenario positivo per gli investitori che si preparano ad affrontare il secondo semestre del 2024.

Prospettive globali

SEGNALIAMO TRE SPECIFICHE AREE DI OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI GLOBALI

- 01** Le società procedono con i buyback, i consumi godono di buona salute: si apre un nuovo capitolo per l'universo societario europeo.
 - 02** L'America Latina fornisce materie prime strategiche per la transizione energetica e digitale: gli investitori possono beneficiarne in diversi modi.
 - 03** In un quadro caratterizzato dalla fuga dalla deflazione e dalle riforme societarie, i titoli azionari giapponesi offrono un'opportunità interessante.
-

Riteniamo che il rally dell'azionario globale continuerà ad allargarsi di qui alla fine del 2024, abbracciando nuove regioni in aggiunta agli Stati Uniti e interessando altre capitalizzazioni di mercato in aggiunta alle amate mega cap.



Europa

Un nuovo capitolo per l'universo societario europeo

Nel pieno della crisi finanziaria globale e, alcuni anni dopo, della crisi del debito sovrano, molte società europee hanno decurtato i dividendi. Gli azionisti hanno storto il naso, ma potevano farci ben poco. Se però ci spostiamo agli inizi del 2024, vediamo che i finanziatori e le società europee di ogni settore hanno ritenuto di avere bilanci sufficientemente solidi per poter distribuire il capitale agli azionisti.

Non lasciamoci trarre in inganno: si tratta di un nuovo capitolo per l'universo societario europeo. Le società sono diventate molto più attente agli azionisti. La prova regina, ancor più dell'aumento dei dividendi, è il fatto che le società stanno procedendo con i buyback. I buyback sono stati per lungo tempo una caratteristica dei mercati statunitensi e, negli anni, hanno sostenuto la sovraperformance dell'azionario americano. Ma nel Vecchio Continente, questa prassi è stata tradizionalmente molto meno diffusa. Allo stesso tempo, in Europa l'emissione netta di titoli azionari è passata in territorio negativo, un'altra manna per gli azionisti.

Il trend verso una gestione societaria attenta agli azionisti – sottovalutato dagli operatori di mercato – si sposa con il miglioramento dei fondamentali economici dell'Eurozona. I consumi sono in salute, sostenuti dagli aumenti salariali. Le prospettive per gli utili societari sono positive. Da ultimo, i tassi d'interesse sembrano destinati a calare, a vantaggio dei consumatori e delle imprese. Entro la fine dell'anno, è probabile che la BCE riduca i tassi più di quanto non lo farà la Fed.

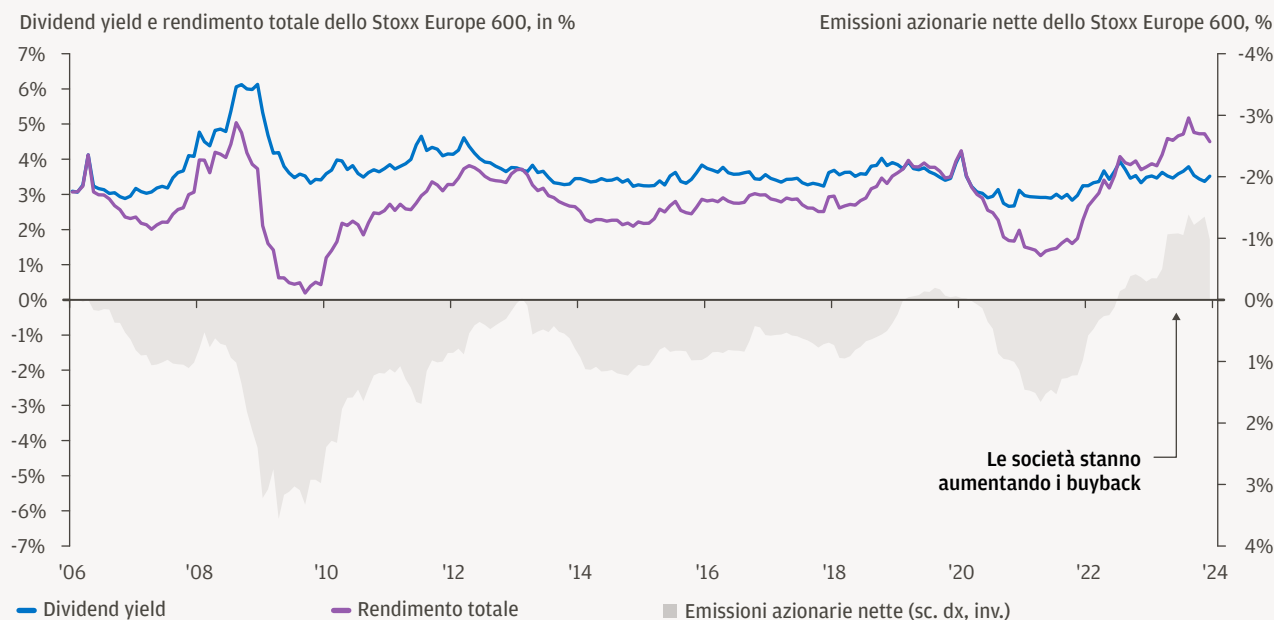
Tutto ciò si traduce in un contesto favorevole per l'azionariato europeo. Inoltre, conferma il nostro giudizio secondo cui il rally dell'azionariato globale continuerà ad ampliarsi di qui alla fine del 2024, coinvolgendo nuove regioni (in aggiunta agli Stati Uniti) e capitalizzazioni di mercato (in aggiunta alle amate mega cap).

In passato, gli esperti di azionario europeo sono rimasti scottati perché questa classe di attivo non ha saputo essere all'altezza delle aspettative. Noi, tuttavia, riteniamo che i mercati europei si trovino a un punto di svolta, per motivi sia strutturali che ciclici. Un management aziendale attento agli azionisti rappresenta un cambiamento strutturale rilevante. Inoltre, poiché i mercati europei sono dominati dai settori ciclici, un catalizzatore pro-ciclico come un taglio dei tassi potrebbe accendere l'interesse degli investitori per la regione.

Cambiamento strutturale: società attente agli azionisti

Un grafico coglie l'essenza del cambiamento strutturale.

Una rottura con la tradizione: i buyback azionari sono in aumento



Fonti: Datastream, Haver Analytics, Goldman Sachs Investment Research, J.P. Morgan. Dati al 29 febbraio 2024.



Per diversi decenni, le società europee hanno dovuto lottare con una crescita economica stentata e con bilanci fragili, dipendenti da un settore bancario vulnerabile. Anno dopo anno, le società sono andate aumentando il capitale azionario mentre una crisi dopo l'altra si abbatteva sulle imprese e sui mercati. Di conseguenza, molti investitori globali hanno ridimensionato le proprie esposizioni europee, spesso senza alcun ripensamento.

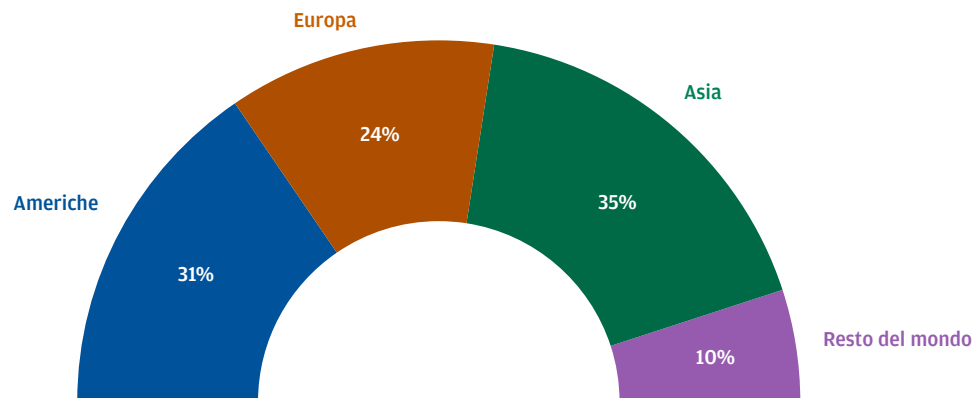
Tuttavia, negli ultimi trimestri, gli investitori hanno iniziato ad apprezzare i cambiamenti favorevoli agli azionisti. (Una svolta simile si sta verificando anche in Giappone. Ne parliamo, in un articolo collegato, su *Prospettive globali*.)

Dal punto di vista di un investitore, il buyback è un segnale di fiducia da parte della società, un allineamento di interessi tra il management e gli azionisti. Riducendo il numero di azioni sul mercato, i buyback creano un equilibrio più favorevole tra domanda e offerta per gli investitori.

Per finire, ci aspettiamo che sempre più investitori capiscano che le principali aziende europee, i “campioni nazionali” della regione, vendono a una base di consumatori veramente globale. Queste aziende tendono a trarre vantaggio da un'economia globale che, contrariamente alle attese di molti, ha saputo superare un irrigidimento generalizzato dei tassi d'interesse. Siamo dell'avviso che l'economia europea confermerà la propria resilienza nel corso dell'anno a venire.

Una base di clienti globale sostiene i “campioni nazionali” europei

Esposizione ai ricavi dei campioni nazionali europei nel 2023, suddivisa per regione



Fonti: Relazioni aziendali, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Dati al 31 dicembre 2023. Nota: per “campioni nazionali” europei si intendono Safran, Schneider Electric, LVMH, Hermès, Ferrari, Novo Nordisk e ASML.

L'economia sta crescendo, come pure i salari reali

Nei vari settori e in tutte le aziende, il miglioramento dei fondamentali economici presenta il potenziale per una crescita economica più vigorosa e, di conseguenza, per un aumento dei ricavi e degli utili.

Nel primo trimestre il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,5% su base annua, a fronte di una crescita sostanzialmente nulla nel secondo semestre del 2023. L'indice PMI dell'Area Euro è salito a 50,3 a marzo, ritornando per la prima volta in territorio espansivo dal maggio 2023.¹² Ci aspettiamo che la crescita dell'Eurozona possa andare incontro a un'accelerazione portandosi vicino all'1% entro la fine del 2024.

Per di più, una crescita dei salari reali prossima al 2% sosterrà l'economia e gli utili societari. Si tratta di un aumento rispetto al -6% di un anno fa e quasi il doppio della media pre-pandemia. I consumatori hanno denaro da spendere.

Infine, notiamo che il freno esercitato dall'irrigidimento delle condizioni finanziarie e creditizie sta venendo gradualmente meno. Nell'ultima indagine sui finanziamenti condotta dalla BCE, il numero netto di banche che hanno segnalato un inasprimento degli standard di finanziamento è sceso a zero per la prima volta in quattro anni.

Riconosciamo che sulle nostre prospettive incombono dei rischi. La concorrenza cinese nel settore manifatturiero rappresenta una notevole minaccia per le aziende europee. BYD, ad esempio, casa automobilistica cinese produttrice di veicoli elettrici, potrebbe rivelarsi un'agguerrita rivale per le case automobilistiche tedesche.

Dopodiché ci sono i rischi geopolitici. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e la conseguente crisi energetica hanno aggravato i rischi della dipendenza europea dalle importazioni di energia. Il conflitto nel Mar Rosso ha messo a dura prova le rotte marittime, facendo aumentare i costi delle forniture energetiche.

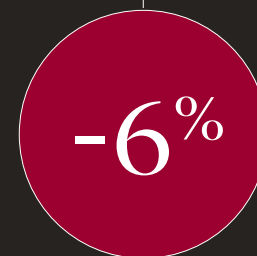
Poiché circa un terzo della produzione globale di petrolio avviene in Medio Oriente, un'escalation delle tensioni nella regione potrebbe risultare destabilizzante.



Una crescita dei salari reali prossima al 2% sosterrà l'economia e gli utili societari.



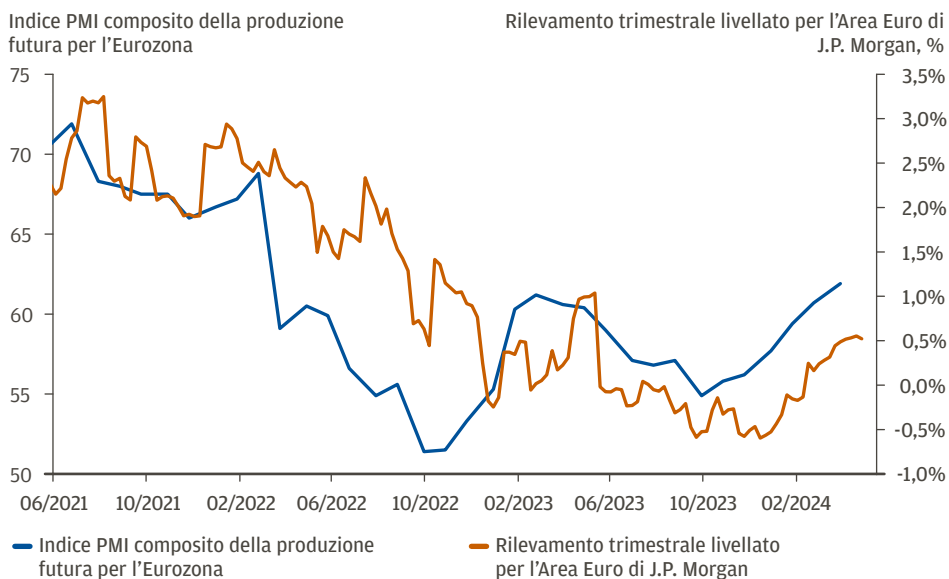
Si tratta di un aumento rispetto al -6% di un anno fa e quasi il doppio della media pre-pandemia.



¹² S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Dati ad aprile 2024.

In particolare, un'interruzione dei trasporti petroliferi nello strategico Stretto di Hormuz potrebbe far salire i corsi del greggio e l'inflazione generale. Permangono dubbi sulla capacità della regione di diversificare l'approvvigionamento energetico abbandonando le importazioni di petrolio, soprattutto perché le case automobilistiche europee faticano a vendere veicoli elettrici a un prezzo competitivo.

I fondamentali della crescita europea sembrano proiettati verso un rafforzamento



Fonti: J.P. Morgan, S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Dati ad aprile 2024. Nota: il rilevamento trimestrale livellato di J.P. Morgan analizza tutti i dati macroeconomici di un Paese per ottenere una crescita trimestrale annualizzata del PIL.

Un rally azionario sempre più esteso

Già da tempo, gli investitori sono stati avvantaggiati da un sovrappeso nell'azionario statunitense. Riteniamo che tale approccio abbia ancora un motivo di esistere nel lungo periodo. Nell'Eurozona, però, il miglioramento dei fondamentali economici e un management societario attento agli azionisti offrono il potenziale per rendimenti interessanti nel 2024 e oltre, soprattutto se il rally azionario si estende a nuove regioni. Gli investitori farebbero bene a prenderne nota.





America Latina

Domanda robusta, offerta debole: estrarre profitti dalle materie prime strategiche

Chi possiede un veicolo elettrico (EV) conosce bene l'esperienza della ricerca affannosa di una stazione di ricarica nelle vicinanze con poco tempo a disposizione. Probabilmente comprende anche che il litio, un elemento chiave per la produzione delle batterie per veicoli elettrici, sta terribilmente scarseggiando.

Ciò che è poco noto è invece qualcos'altro: un'ampia gamma di materie prime fondamentali per la transizione energetica e digitale (come l'ascesa dell'IA) e per la sicurezza in senso generale (sicurezza nazionale, sicurezza informatica, sicurezza energetica) si concentra in una manciata di Paesi dell'America Latina.

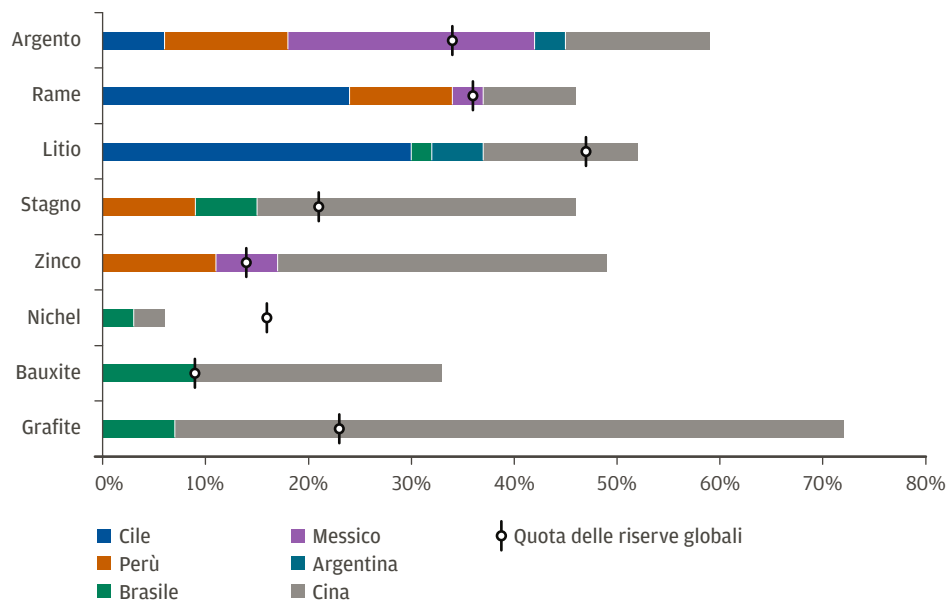
Cile e Perù producono il 40% del rame a livello mondiale, mentre Cile e Argentina forniscono il 32% del litio di tutto il mondo. Materie prime essenziali (in particolare rame, litio, cobalto e nichel) sono oggetto di una domanda elevata e in aumento, mentre l'offerta è relativamente esigua.

Il ruolo dominante dell'America Latina ha implicazioni d'investimento di vasta portata. Le opportunità includono gli investimenti diretti esteri nella regione, le azioni dei colossi globali del settore minerario e le società quotate in borsa che traggono vantaggio dall'attività economica della regione.

L'America Latina da tempo sfrutta le sue risorse naturali e l'attività mineraria contribuisce alla maggior parte delle bilance commerciali dei principali Paesi. Riteniamo che l'opportunità strutturale offerta dalla transizione digitale ed energetica aumenti il potenziale di un'ulteriore crescita delle esportazioni.

Un numero ristretto di Paesi controlla una quota significativa delle principali riserve minerarie

Quota dell'America Latina nella produzione e nelle riserve di specifici minerali, in %



Fonti: Mineral Commodity Summaries, Dipartimento degli Interni degli Stati Uniti, U.S. Geological Survey. Nota: i numeri rappresentano delle stime. Dati al 31 dicembre 2022.



Aumento della domanda

Per le transizioni in atto, il rame e il litio potrebbero essere le due materie prime più importanti. Il rame riveste un ruolo fondamentale negli impianti fotovoltaici, idroelettrici ed eolici. E, per quanto riguarda l'intelligenza artificiale, ha un valore strategico: secondo un recente rapporto di J.P. Morgan Investment Bank, un data center di intelligenza artificiale assorbe tre volte più energia di un data center tradizionale e avrà quindi bisogno di una quantità di rame molto maggiore. La domanda di litio pare destinata ad accelerare, vista la funzione essenziale svolta da questo metallo alcalino nelle batterie per i veicoli elettrici e nei sistemi di accumulo dell'energia (un normale veicolo elettrico ne richiede 8,9 chilogrammi, un quantitativo non indifferente).¹³

Sotto ogni punto di vista, la domanda di materie prime chiave sta aumentando rapidamente e il ritmo non potrà che accelerare con la transizione digitale e climatica. Stando alle proiezioni dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE), il consumo di elettricità da parte di data center, IA e criptovalute potrebbe raddoppiare entro il 2026. Secondo le stime di J.P. Morgan Investment Bank, un simile tasso di crescita potrebbe comportare un aumento del 3% del fabbisogno di rame, cioè un aumento aggiuntivo del 3% rispetto a quanto già contemplato nelle attuali stime della domanda.

Sempre secondo i calcoli dell'AIE, in uno scenario di neutralità carbonica la domanda di litio dovrebbe raggiungere le 717.000 tonnellate entro il 2030 a fronte di un'offerta di sole 485.000 tonnellate.

I prezzi sembrano destinati ad aumentare. Secondo le stime di BloombergNEF, il prezzo del rame potrebbe aumentare del 20% di qui al 2027. Fortune Business Insights ritiene che il mercato globale del litio, valutato a 22,2 miliardi di Dollari nel 2023, sia destinato a crescere fino a 26,9 miliardi di Dollari nel 2024 e a 134 miliardi di Dollari per il 2032.

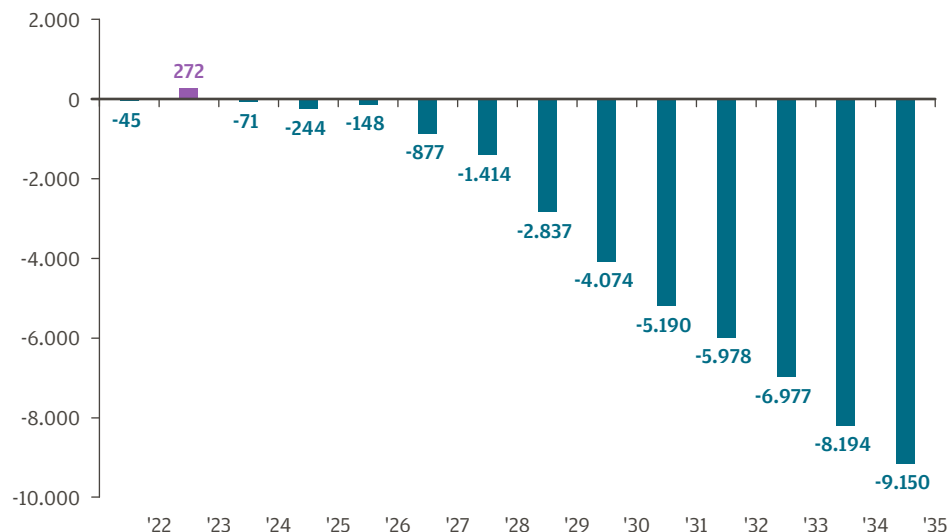
Collo di bottiglia dell'offerta

L'impennata della domanda aggraverà la già esigua offerta di minerale attesa per il prossimo decennio.

Per tutta una serie di motivi (tra cui la mancanza di infrastrutture, la maggiore domanda di prodotti raffinati di qualità superiore e l'opposizione politica a nuovi progetti), la produzione globale di diversi minerali strategici è aumentata a ritmi relativamente lenti.

La crescente domanda di rame si scontra con un'offerta limitata

Stime sulla carenza di offerta globale di rame, in migliaia di tonnellate



Fonti: J.P. Morgan, CRU, Wood Mackenzie, BGRIMM, Banca Mondiale, OCSE, Bloomberg New Energy Finance, stime delle case automobilistiche, agenzie governative, AI. Analisi al 20 aprile 2024.

13 IEA. Dati a marzo 2024.

Riflettori puntati sulla sicurezza

Il divario tra la domanda e l'offerta di materie prime di importanza strategica acuisce i timori per la sicurezza sia tra le autorità che tra i dirigenti d'azienda. Ad esempio, per 12 dei 50 minerali indicati come strategici dall'U.S. Geological Survey del Dipartimento degli Interni, gli Stati Uniti dipendono al 100% dalle importazioni. Per i successivi 29, la dipendenza è del 50%. A partire dal 2023, gli Stati Uniti acquisteranno la maggior parte di questi minerali dalla Cina.

Assicurarsi forniture sicure di litio è oggi uno dei principali problemi per le società tecnologiche e i costruttori di veicoli in Asia, Europa e Stati Uniti. Una delle prime conseguenze è stata la costituzione di alleanze strategiche e joint venture tra produttori (consumatori di minerali) e società minerarie per garantire ai primi una base di fornitori affidabile e diversificata.

A differenza della Russia, per esempio, l'America Latina, altra importante fonte di materie prime per la transizione energetica e digitale, è vista come un territorio "amico" dagli acquirenti occidentali.

Inoltre, gli incentivi previsti dall'Inflation Reduction Act (IRA) degli Stati Uniti incoraggiano i produttori a rifornirsi di materiali strategici e/o ad assemblare i componenti nei Paesi del Nord America (tra cui il Messico) o presso partner commerciali in libero scambio. Secondo l'Associazione Messicana dell'Industria Automobilistica, il numero di veicoli elettrici prodotti in Messico ed esportati negli Stati Uniti ogni anno è quasi raddoppiato tra il 2021 e il 2023, perché le case automobilistiche sfruttano i crediti d'imposta parziali previsti dall'IRA quando questi veicoli vengono venduti in America.

Implicazioni per gli investimenti

Il settore minerario globale rappresenta forse il modo più diretto per accedere alle materie prime di importanza strategica per le transizioni energetiche, digitali e di sicurezza. Riteniamo che gli operatori di mercato possano sottovalutare la sostenibilità degli utili e dei cash flow delle società minerarie.

Trattandosi di un settore ciclico, l'industria mineraria potrebbe beneficiare di una ripresa del settore manifatturiero globale e di un'eventuale stabilizzazione dell'economia cinese. Sul fronte della produzione, alcune società minerarie hanno compiuto progressi nel ridurre le emissioni di carbonio e nel gestire i rischi di una carenza di risorse idriche nei Paesi dell'America Latina.

Per gli investitori globali, i mercati azionari dell'America Latina offrono attualmente utili robusti e valutazioni interessanti, sia rispetto agli omologhi globali che rispetto al passato. I titoli azionari dell'America Latina vengono scambiati a un rapporto prezzo/utili prospettico a 12 mesi di 9x quando la media decennale è 12x. Questo rende l'azionario sudamericano il meno costoso del mondo.¹⁴

L'azionario latinoamericano può inoltre beneficiare della spinta favorevole generata dal calo dei tassi d'interesse. Le Banche Centrali dell'America Latina hanno già tagliato i tassi di interesse in media di quasi 200 punti base ed è possibile che nel 2024 e nel 2025 vengano operati tagli per altri 300 pb.

Inoltre, l'aumento delle esportazioni potrebbe incentivare la crescita economica della regione e contribuire ad aumentare gli utili delle aziende latinoamericane.

Gli investitori possono scegliere di puntare specificamente sul settore minerario globale o più in generale sui mercati dei capitali. A prescindere dall'approccio scelto, possono trovare un'ampia gamma di opportunità per trarre vantaggio dal ruolo dell'America Latina come fornitore di materie prime di rilevanza strategica per la transizione energetica e digitale.

Asia

Azionario giapponese: stavolta è diverso

Molti investitori pensavano che questo giorno non sarebbe mai arrivato. Dopo decenni di sofferenza, l'economia giapponese sta finalmente uscendo dalla spirale deflazionistica grazie a un'accelerazione dell'inflazione e della crescita economica nominale. Contestualmente, le riforme societarie stanno determinando un cambiamento radicale nel modo in cui le aziende trattano gli azionisti. Costrette dalla nuova normativa a concentrarsi sul miglioramento dell'efficienza e della redditività, le società sembrano restituire agli azionisti più valore che mai.

Il contesto macro è molto interessante. Mentre l'economia cinese continua a incontrare difficoltà e il contesto geopolitico generale appare sempre più agitato, il Giappone spicca come un'isola di relativa stabilità. In Asia è una delle economie che meno dipendono dalla domanda cinese, le sue condizioni economiche stanno migliorando e il quadro delle politiche è favorevole.

I cambiamenti strutturali della corporate governance e le prospettive macro positive rendono l'azionario giapponese una delle opportunità di investimento più interessanti a livello globale. Gli investitori se ne sono accorti. Nel 2023, l'indice Nikkei ha guadagnato il 30% in valuta locale, battendo l'S&P 500 e superando finalmente i massimi della bolla del 1989.



Tenendo conto della svalutazione della moneta, le azioni giapponesi hanno comunque registrato un rendimento del 22% in Dollari statunitensi.¹⁵

Eppure, su base relativa, gli investitori globali sono ancora a malapena esposti all'azionario giapponese. Secondo le stime, con una quota pari a circa il 4% considerando i portafogli azionari di tutto il mondo, il Giappone è sottopesato dagli investitori rispetto al peso del Paese nei benchmark azionari globali come l'indice MSCI World. Siamo dell'avviso che questo posizionamento di sottopeso potrebbe presto vedere la parola fine.

Di seguito riportiamo i tre motivi principali per cui gli investitori potrebbero prendere in considerazione la possibilità di incrementare la loro esposizione all'azionario nipponico.

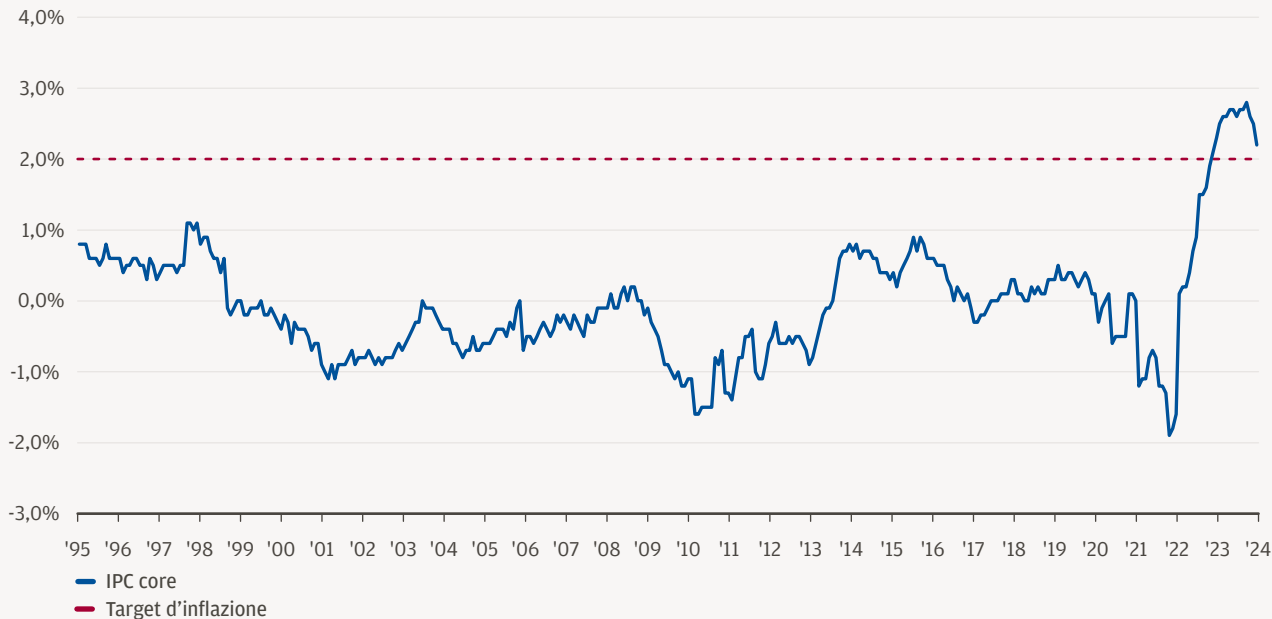
Il gradito ritorno dell'inflazione

Il Giappone sembra sul punto di sconfiggere quella che sembrava una spirale deflazionistica ormai consolidata. Non è un risultato da poco: la deflazione può esercitare una morsa nefasta su un'economia poiché imprese e consumatori, aspettandosi un calo dei prezzi, rimandano le spese causando un costante indebolimento dell'attività economica. Per due decenni il destino del Giappone è stato essenzialmente questo.

Poi i prezzi sono decollati durante la pandemia di Covid a causa delle difficoltà di approvvigionamento legate all'emergenza sanitaria e, alla riapertura dell'economia, l'attività si è riaccesa. In Giappone l'inflazione rappresenta una boccata d'aria fresca, un positivo segnale che finalmente l'economia è sulla strada della normalizzazione.

In Giappone l'inflazione rappresenta un segnale che finalmente l'economia è sulla strada della normalizzazione

IPC core giapponese, su base annua, %



Fonti: Ministero degli Affari Interni e delle Comunicazioni, Haver Analytics. Dati ad aprile 2024.

¹⁵ Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 dicembre 2023.

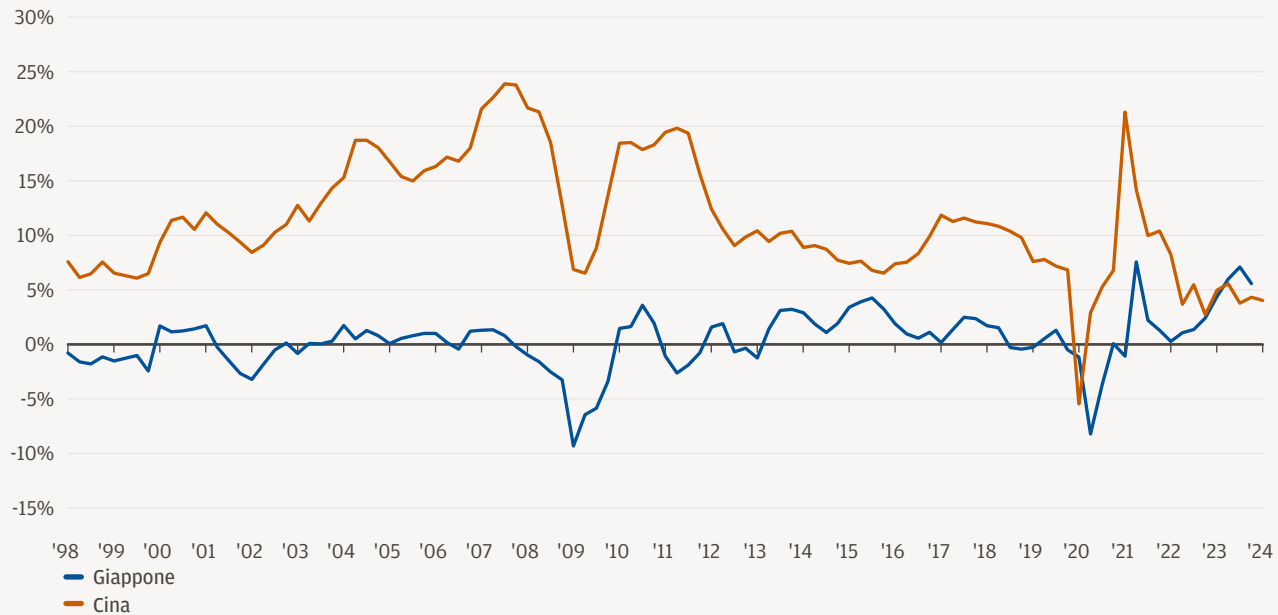
La normalizzazione economica sta innescando un circolo virtuoso di crescita degli utili, dei salari, dei prezzi degli immobili e, soprattutto, della fiducia dei consumatori e del mercato. Dal momento che l'aumento dei prezzi si traduce in un aumento dei ricavi, che a sua volta porta a un aumento dei salari, questo circolo virtuoso può invertire decenni di stagnazione.

Un esempio di questo cambiamento strutturale è rappresentato dal fatto che, per la prima volta da oltre 30 anni, la crescita nominale del Giappone ha superato quella della Cina.

In futuro, se l'economia giapponese si normalizzerà e quella cinese entrerà in un periodo di crescita e inflazione strutturalmente più deboli, il divario di crescita tra i due giganti asiatici potrebbe ridursi.

Per la prima volta da oltre 30 anni, la crescita nominale del Giappone ha superato quella della Cina

Crescita del PIL nominale, su base annua, %



Fonti: Ufficio di Gabinetto del Giappone, Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, Haver Analytics. Dati al primo trimestre 2024.

Una nuova era nella corporate governance

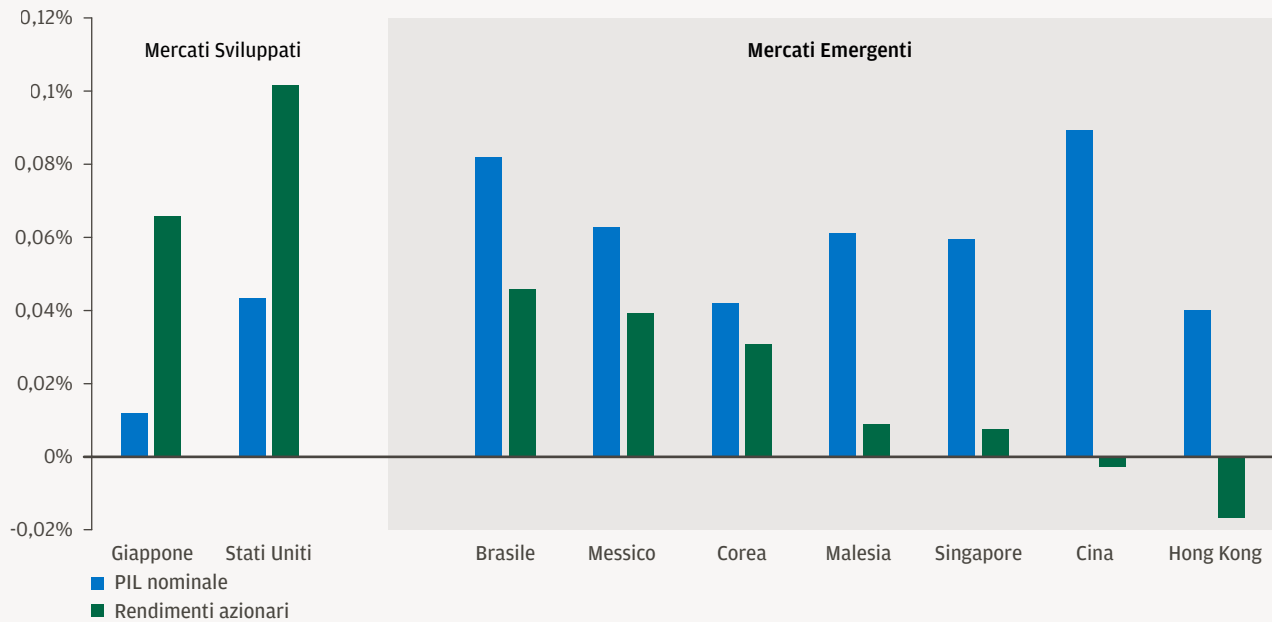
Nei mercati dei capitali giapponesi è in atto un cambiamento epocale. Le riforme attuate dal Tokyo Stock Exchange (TSE) hanno costretto le società giapponesi a cambiare nella sostanza il rapporto tra società e azionisti. Il fine dichiarato: migliorare la corporate governance e, da ultimo, i rendimenti per gli azionisti.

Così come il passaggio dalla deflazione alla reflazione può avere un impatto profondo sull'economia, anche le riforme volte a migliorare la corporate governance possono produrre un impatto profondo sui rendimenti per gli azionisti. Prendiamo ad esempio la relazione tra crescita economica e utili societari.

In molte economie con una corporate governance carente, gli utili accusano un ritardo, spesso considerevole, rispetto alla crescita economica. Le aziende possono diluire il valore per gli azionisti attraverso l'emissione di nuove azioni, aumentando le spese inutili o prendendo comunque decisioni aziendali destinate a erodere gli utili per azione. Ecco perché in molte economie dei Mercati Emergenti i rendimenti per gli azionisti hanno sottoperformato quelli dei Mercati Sviluppati, nonostante anni di forte crescita economica.

Gli investitori azionari devono tenere conto della relazione tra crescita economica e utili societari

Crescita nominale annualizzata del PIL vs rendimenti degli indici azionari locali, in valuta locale, %, 2009-2023



Fonti: fonti nazionali, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Dati al quarto trimestre 2023.

Le società statunitensi offrono un valido esempio. Nell'ultimo decennio l'economia USA è cresciuta più lentamente rispetto a molte altre grandi economie. Ciò nonostante, gli utili societari (e quindi i rendimenti) hanno superato la crescita economica con ampio margine. Uno dei motivi principali (ovviamente non mancano le eccezioni degne di nota) è che le società americane si prefiggono di creare valore economico e di restituirlo agli azionisti. La corporate governance spiega in gran parte perché i rendimenti per gli azionisti delle società statunitensi hanno superato di gran lunga quelli delle società di economie con una crescita più rapida.

Le società giapponesi si stanno attualmente avvicinando al modello statunitense. Le riforme attuate dal TSE stanno cambiando la cultura della governance e costringono le aziende giapponesi a concentrarsi maggiormente sulla redditività. Il risultato è che gli utili delle società del Paese del Sol Levante, che hanno già sovraperformato l'economia sottostante, quest'anno dovrebbero migliorare ulteriormente e posizionarsi in testa alla classifica del mondo sviluppato con un tasso dell'11-13% circa. Ciò lascia presagire la possibilità di un significativo rialzo dei corsi azionari nipponici.

Filiere produttive e quadro geopolitico

Il Giappone occupa una posizione unica in Asia. È:

- **Una delle economie che meno dipendono dalla domanda cinese**
- **Un importante anello nella filiera produttiva dei semiconduttori**
- **Un beneficiario delle iniziative delle aziende estere volte a sviluppare resilienza nelle proprie filiere**

Secondo il Ministero delle Finanze giapponese, nel periodo a cavallo tra il 2021 e il 2023 il Giappone ha stanziato 4.000 miliardi di Yen per gli investimenti nel settore dei semiconduttori e dell'industria digitale, una quota maggiore del PIL se paragonata alle iniziative degli Stati Uniti per sviluppare una propria offerta interna di semiconduttori.

Il produttore di semiconduttori TSMC fornisce un ottimo esempio di gestione delle filiere. Nell'ottica di diversificare la produzione fuori da Taiwan, l'azienda ha annunciato l'intenzione di costruire uno stabilimento negli Stati Uniti.

In Giappone, sebbene il progetto abbia subito numerosi ritardi, TSMC ha costruito e reso pienamente operativo un nuovo stabilimento. Questo successo ha spinto l'azienda ad annunciare piani di ulteriore espansione in Giappone.

Sul fronte geopolitico, il Giappone sembra posizionato in modo adeguato per far fronte ad alcune situazioni critiche che si stanno profilando all'orizzonte. Considerando il rischio di un aumento degli attriti commerciali all'insediamento di una nuova amministrazione statunitense, il ruolo del Giappone in quanto alleato degli Stati Uniti e il suo ruolo cruciale nelle filiere globali, riteniamo che questo Paese possa seguire un percorso economico chiaro. Tuttavia, ricordiamo che per la maggior parte del suo fabbisogno energetico il Giappone dipende dalle importazioni, fatto che potrebbe rappresentare una sfida nel caso in cui i prezzi del petrolio dovessero salire.

Conclusione

Nonostante il recente rally dell'azionario giapponese, riteniamo che le trasformazioni in atto nell'economia e nei mercati nipponici possano continuare a creare opportunità per gli investitori. Crediamo che i corsi azionari non rispecchino ancora tutto il potenziale del mercato. Sebbene negli ultimi 15 anni le azioni giapponesi siano state scambiate nella fascia media delle loro valutazioni, a livello globale il posizionamento in questa classe di attivo rimane sottopesato. Crediamo che i multipli possano salire quando gli investitori globali comprenderanno i cambiamenti strutturali in atto.

In passato è accaduto che previsioni ottimistiche venissero poi clamorosamente smentite. Sappiamo che il ciclo economico virtuoso del Giappone potrebbe incepparsi ancor prima di decollare. Tuttavia, dopo decenni di sofferenza e di diffuso disinteresse per questo mercato da parte degli investitori globali, pensiamo che le prospettive inizino a tingersi di rosa. È giunto il momento di rivedere la tesi di investimento per il Giappone.

La nostra missione

Il gruppo Global Investment Strategy offre i migliori consigli d'investimento del settore per aiutare i clienti a raggiungere i loro obiettivi a lungo termine. Attingendo alla vasta conoscenza ed esperienza dei suoi economist, strategist di mercato ed esperti di classi di attivo, il Gruppo fornisce una prospettiva unica sui mercati finanziari globali.

Non è possibile garantire che una parte o la totalità dei membri continuino a lavorare per J.P. Morgan né che la performance o i successi passati di tali professionisti siano un indicatore di successi futuri.

EXECUTIVE SPONSOR

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy and Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Kristin Kallergis Rowland

Global Head of Alternative Investments

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Tutti i dati economici e di mercato riportati sono da intendersi a dicembre 2023 e sono stati ottenuti da Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo diversa indicazione.

Le informazioni fornite non intendono esprimere giudizi di merito sull'esito auspicato di una decisione governativa o di un'elezione politica.

Tutte le società citate vengono mostrate solo a scopo illustrativo e non sono da intendersi come una raccomandazione o avallo da parte di J.P. Morgan in questo contesto.

Il presente materiale è esclusivamente a scopo informativo e può illustrare alcuni prodotti e servizi offerti dalle divisioni di gestione patrimoniale di J.P. Morgan, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). I prodotti e i servizi descritti, nonché le commissioni, gli oneri e i tassi di interesse associati, sono soggetti a modifica come previsto dai contratti di apertura del conto e possono differire a seconda dell'area geografica.

Non tutti i prodotti e i servizi sono disponibili in tutte le aree geografiche. Il cliente con disabilità che necessiti ulteriore supporto per accedere a questo materiale, è pregato di rivolgersi al proprio team J.P. Morgan o di contattarci all'indirizzo accessibility.support@jpmorgan.com per ricevere assistenza. Si prega di leggere tutte le importanti informazioni.

Non è possibile investire direttamente in un indice.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

L'**indice Bloomberg US Agg** è un importante benchmark ad ampia base che misura il mercato obbligazionario con interessi a tasso fisso imponibili, denominato in dollari Estados Unidos, con rating Investment Grade. L'indice comprende Treasury, titoli governativi e societari, MBS (di agenzia, a tasso fisso, pass-through), ABS e CMBS (di agenzia e non di agenzia).

L'**indice Bloomberg U.S. Municipal** rappresenta il mercato obbligazionario esentasse a lungo termine denominato in USD. L'indice si declina su quattro segmenti principali: obbligazioni generali statali e locali, revenue bond, obbligazioni assicurate e obbligazioni a rimborso anticipato.

Gli **indici Citi Economic Surprise** misurano i dati che sorprendono rispetto alle attese del mercato. Un valore positivo significa che i dati pubblicati sono stati migliori del previsto e un valore negativo significa che i dati sono stati peggiori del previsto.

L'**indice dei prezzi al consumo (IPC)** misura la variazione media nel tempo dei prezzi pagati dai consumatori urbani per un paniere di beni e servizi di consumo.

La **PCE core** è una misura dei prezzi pagati per beni e servizi da coloro che vivono negli Stati Uniti o da chi acquista per loro conto. Generi alimentari ed energia, i cui prezzi sono spesso soggetti a oscillazioni, vengono esclusi per rendere più visibile l'inflazione sottostante.

L'**indice del costo del lavoro (ICL)** misura la variazione del costo orario del lavoro per i datori di lavoro nel tempo. L'ICL utilizza un "paniere" fisso di costi di manodopera per produrre una variazione pura dei costi, esente dagli effetti del passaggio dei lavoratori da un'occupazione all'altra e da un settore all'altro, e include sia il costo dei salari e degli stipendi che il costo dei benefit.

L'**indice MSCI Brazil** è stato creato per misurare la performance dei segmenti large e mid cap del mercato brasiliano.

Gli **indici MSCI Developed Markets Small Cap** offrono una rappresentazione esauriente di questo segmento dimensionale, puntando alle società che sono presenti nell'indice Investable Market ma non nell'indice Standard di un particolare mercato sviluppato. Gli indici comprendono indici degli stili Value e Growth e gli indici settoriali basati sul Global Industry Classification Standard (GICS®).

L'**indice MSCI EM Latin America** è un indice azionario ponderato per il flottante. È stato sviluppato con un valore base di 100 il 31 dicembre 1987.

L'**indice MSCI Germany** è un indice azionario ponderato per il flottante. È stato sviluppato con un valore base di 100 il 31 dicembre 1998.

L'**indice MSCI World** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato rettificata per il flottante, creato per misurare la performance dei listini azionari dei paesi sviluppati. L'indice è composto da 23 indici di Paesi dei mercati sviluppati.

L'**indice Nikkei 225** comprende 225 titoli selezionati tra le azioni ordinarie nazionali della prima sezione della Borsa di Tokyo, escludendo gli ETF, i REIT, i titoli di partecipazione azionaria privilegiata, i tracking stock (sui dividendi delle filiali), ecc.

L'**indice S&P 500®** è generalmente considerato il miglior indicatore unico dell'azionario statunitense large cap e funge da base per un'ampia gamma di prodotti di investimento. L'indice comprende 500 società leader e rappresenta l'80% circa della capitalizzazione di mercato disponibile.

RISCHI PRINCIPALI

Il prezzo dei titoli azionari può salire o scendere a seconda dell'andamento del mercato in generale o di cambiamenti nella situazione finanziaria specifica dell'azienda, che in alcuni casi possono essere repentini e imprevedibili. I titoli azionari sono esposti al "rischio di borsa"; questo significa che i loro corsi possono diminuire per brevi o lunghi periodi.

Le strategie di investimento alternative danno vita a investimenti di tipo speculativo, che spesso comportano maggiori rischi rispetto agli investimenti tradizionali, incluse minori liquidità e trasparenza; queste strategie dovrebbero essere prese in considerazione solo da investitori sofisticati e in grado di accettare la perdita di tutti o parte degli attivi investiti.

Gli investimenti privati sono soggetti a rischi particolari. Gli investitori devono soddisfare specifici standard di idoneità prima di investire. Queste informazioni non costituiscono un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto. Come promemoria, gli hedge fund (o fondi di hedge fund), i fondi di private equity e i fondi immobiliari spesso si impegnano in operazioni di leva finanziaria e altre pratiche di investimento speculativo che possono aumentare il rischio di perdita dell'investimento. Questi investimenti possono essere altamente illiquidi e non sono tenuti a fornire agli investitori informazioni periodiche su prezzi o valutazioni e possono comportare strutture fiscali complesse e ritardi nella distribuzione di importanti informazioni fiscali. Questi investimenti non sono soggetti agli stessi requisiti normativi dei fondi comuni di investimento e spesso applicano commissioni elevate. Inoltre possono sussistere diversi conflitti d'interesse nell'ambito della gestione e/o dell'operatività di tali fondi. Per informazioni complete, si prega

di fare riferimento al memorandum di offerta applicabile. I titoli sono resi disponibili tramite J.P. Morgan Securities LLC, Member FINRA e SIPC e le sue affiliate broker/dealer.

Gli investimenti in materie prime possono comportare livelli superiori di volatilità rispetto agli investimenti in titoli tradizionali. Il valore delle materie prime può essere influenzato dai movimenti generali di mercato, dalla volatilità degli indici delle materie prime, dalle variazioni dei tassi di interesse o da fattori in grado di influenzare un particolare settore o materia prima, come siccità, inondazioni, condizioni meteorologiche, malattie del bestiame, embarghi, dazi e sviluppi internazionali sul versante economico, politico e normativo. L'investimento nelle materie prime offre l'opportunità di un aumento dei rendimenti ma, allo stesso tempo, comporta la possibilità di perdite maggiori.

Le obbligazioni sono soggette al rischio di tasso d'interesse, di credito e di insolvenza dell'emittente. I corsi obbligazionari generalmente scendono quando i tassi d'interesse aumentano.

Gli investitori devono conoscere i potenziali obblighi fiscali derivanti dall'acquisto di obbligazioni municipali. Per alcune obbligazioni municipali viene prelevata un'imposta federale se il titolare è soggetto a imposta minima alternativa. Sulle eventuali plusvalenze può essere prelevata l'imposta federale. Si fa presente agli investitori che il reddito generato da fondi di obbligazioni municipali esentasse può essere soggetto a imposizione statale e locale e all'imposta minima alternativa (AMT).

Gli investimenti privilegiati presentano caratteristiche proprie sia dell'azionario che dell'obbligazionario. I titoli privilegiati sono tipicamente titoli a lunga scadenza con protezione call e nella struttura del capitale si collocano a metà strada tra il debito e le partecipazioni azionarie. I titoli privilegiati comportano vari rischi e presentano diversi aspetti, tra cui: rischio di concentrazione, rischio di tasso d'interesse, rating creditizio inferiore rispetto alle singole obbligazioni, una minore capacità di rivendicazione degli attivi rispetto alle singole obbligazioni di un'azienda, rendimenti più elevati dovuti a queste caratteristiche di rischio e implicazioni "call", ovvero la facoltà della società emittente di riscattare le azioni a un determinato prezzo dopo una certa data.

Le società small cap comportano in genere un rischio maggiore rispetto alle società "blue chip" ben consolidate poiché rispetto alla maggior parte delle società large cap e/o blue chip, queste possono comportare un grado più elevato di volatilità di mercato.

Gli investimenti internazionali potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori dato che sottintendono un maggior livello di rischio e una maggiore volatilità. Le fluttuazioni dei cambi e le differenze nelle politiche fiscali e contabili dei paesi esteri agli Stati Uniti possono far salire o scendere i rendimenti. Alcuni mercati esteri potrebbero non avere una stabilità politica ed economica comparabile a quella degli Stati Uniti e di altri paesi. Gli investimenti nei mercati internazionali possono essere soggetti a una maggiore volatilità.

I derivati possono presentare rischi maggiori rispetto ad altri tipi di investimento perché possono essere più sensibili ai cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato rispetto ad altri tipi di investimento e potrebbero comportare perdite significativamente superiori all'investimento originale. Il ricorso agli strumenti derivati potrebbe non essere efficace, con conseguenti perdite di investimento, e il costo di tali strategie potrebbe ridurre i rendimenti degli investimenti.

Il "tax-loss harvesting" potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. Se non ci si aspetta di realizzare plusvalenze nette nel corso dell'anno, se vi sono perdite nette di capitale da riportare a nuovo, se si teme uno scostamento dal proprio portafoglio d'investimento modello e/o se si è soggetti ad aliquote d'imposta sul reddito ridotte o se si investe attraverso un conto con fiscalità

differita, il "tax-loss harvesting" potrebbe non essere una soluzione ottimale per il proprio conto. Si consiglia di discutere questi aspetti con i propri consulenti fiscali e di investimento.

Visitando un sito di terzi, può accadere di accedere a un sito web non protetto soggetto a una politica sulla privacy e a prassi di sicurezza diverse dagli standard di J.P. Morgan. J.P. Morgan non controlla, approva o garantisce alcun aspetto dei siti di terzi collegati e declina ogni responsabilità in merito. J.P. Morgan non accetta alcuna perdita diretta o consequenziale derivante dall'uso di tali siti.

Tutte le società citate sono mostrate solo a scopo informativo e non sono da intendersi come una raccomandazione o avallo da parte di J.P. Morgan in questo contesto.

Il presente materiale ha finalità puramente informative e può fornire informazioni su alcuni prodotti e servizi offerti dalle attività di private banking, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). I prodotti e i servizi descritti, nonché le commissioni, gli oneri e i tassi di interesse associati, sono soggetti a modifica come previsto dai contratti di apertura del conto e possono differire a seconda della sede geografica. Non tutti i prodotti e servizi vengono offerti in tutte le sedi. Clienti diversamente abili che necessitano di ulteriore supporto per accedere a questo materiale possono contattare il proprio team J.P. Morgan o inviargli un'e-mail all'indirizzo accessibility.support@jpmorgan.com per ricevere assistenza. Si prega di leggere tutte le informazioni importanti.

RISCHI E CONSIDERAZIONI GENERALI

Qualsiasi opinione, strategia o prodotto citato nel presente materiale potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori ed è soggetto a rischi. **Il capitale restituito può essere inferiore a quello inizialmente investito e i rendimenti passati non sono indicatori attendibili dei risultati futuri.** Le scelte di allocazione/diversificazione di portafoglio non garantiscono un rendimento positivo né eliminano il rischio di perdite. Nessuna parte del presente materiale deve essere utilizzata fuori contesto per prendere decisioni di investimento. Si raccomanda di valutare attentamente se i servizi, i prodotti, le classi di attivo (ad es. azioni, obbligazioni, investimenti alternativi, materie prime ecc.) o le strategie discusse sono idonee alle proprie esigenze. Prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento è necessario altresì considerare gli obiettivi, i rischi, gli oneri e le spese associati a un servizio, un prodotto o una strategia. A tal proposito e per informazioni più dettagliate, nonché per discutere di obiettivi/situazione, contattare il team J.P. Morgan.

LIBERATORIA

Si ritiene che le informazioni contenute nel presente materiale siano affidabili; tuttavia, JPM non ne attesta né garantisce l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza e declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti o indiretti) derivanti dall'uso totale o parziale del presente materiale. Non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia riguardo a calcoli, grafici, tabelle, diagrammi o commenti contenuti nel presente materiale, che vengono forniti esclusivamente a scopo illustrativo/di riferimento. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti nel presente materiale si basano sul nostro giudizio delle condizioni di mercato attuali e possono variare senza preavviso. JPM non si assume alcun obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nel presente materiale in caso di eventuale variazione delle stesse. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti in questa sede possono essere diversi da quelli

espressi da altre divisioni di JPM o da pareri espressi per altri fini o in altri contesti; **il presente materiale non deve essere considerato un rapporto di ricerca.** I rischi e i risultati indicati si riferiscono unicamente agli esempi ipotetici citati; i rischi e i risultati effettivi variano in base alle circostanze specifiche. Le affermazioni prospettiche non dovrebbero essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri.

Nessun contenuto del presente documento è da interpretarsi quale fonte di obbligo di diligenza da osservarsi nei confronti del cliente o di terzi o quale rapporto di consulenza con il cliente o con terzi. Nessun contenuto del presente documento è da considerarsi come offerta, sollecitazione, raccomandazione o consiglio (di carattere finanziario, contabile, legale, fiscale o di altro genere) fornito da J.P. Morgan e/o dai suoi funzionari o agenti, indipendentemente dal fatto che tali comunicazioni siano avvenute a fronte di una richiesta del cliente o meno. J.P. Morgan e le sue consociate e i suoi dipendenti non forniscono consulenza fiscale, legale o contabile. Prima di effettuare una transazione finanziaria si raccomanda di consultare il proprio consulente fiscale, legale e contabile.

INFORMAZIONI IMPORTANTI SUGLI INVESTIMENTI E SU POTENZIALI CONFLITTI D'INTERESSE

Potranno sorgere dei conflitti d'interesse laddove JPMorgan Chase Bank, N.A. o una delle sue consociate (collettivamente "J.P. Morgan") abbiano un incentivo effettivo o apparente, economico o di altro tipo, ad adottare nella gestione dei portafogli dei clienti comportamenti che potrebbero avvantaggiare J.P. Morgan. Potrebbero ad esempio insorgere conflitti d'interesse (ammesso che le seguenti attività siano abilitate nel conto): (1) quando J.P. Morgan investe in un prodotto d'investimento, come un fondo comune, un prodotto strutturato, un conto a gestione separata o un hedge fund emesso o gestito da JPMorgan Chase Bank, N.A. o da una consociata come J.P. Morgan Investment Management Inc.; (2) quando un'entità di J.P. Morgan riceve servizi, ad esempio di esecuzione e compensazione delle transazioni, da una sua consociata; (3) quando J.P. Morgan riceve un pagamento a fronte dell'acquisto di un prodotto d'investimento per conto di un cliente; o (4) quando J.P. Morgan riceve pagamenti per la prestazione di servizi (tra cui servizi agli azionisti, di tenuta dei registri o deposito) in relazione a prodotti d'investimento acquistati per il portafoglio di un cliente. Altri conflitti potrebbero scaturire dai rapporti che J.P. Morgan intrattiene con altri clienti o quando agisce per proprio conto.

Le strategie d'investimento, selezionate tra quelle offerte dai gestori patrimoniali di J.P. Morgan ed esterni, sono sottoposte al vaglio dei nostri team di ricerca sui gestori. Partendo da questa rosa di strategie, i team di costruzione del portafoglio scelgono quelle che a nostro avviso meglio rispondono agli obiettivi di allocazione di portafoglio e ai giudizi prospettici al fine di soddisfare l'obiettivo d'investimento del portafoglio.

In linea di massima, viene data preferenza alle strategie gestite da J.P. Morgan. Prevediamo che, subordinatamente alle leggi applicabili e ai requisiti specifici del conto, la percentuale di strategie del Gruppo potrebbe essere elevata (anche fino al 100 %) per i portafogli incentrati, ad esempio, sugli strumenti di liquidità e sulle obbligazioni di qualità elevata.

Anche se le strategie gestite internamente si allineano bene ai nostri giudizi prospettici e sebbene conosciamo i processi d'investimento e la filosofia di rischio e di compliance della società, è importante osservare che l'inclusione di strategie gestite internamente genera un maggior livello di commissioni complessive a favore di J.P. Morgan. In alcuni portafogli diamo la possibilità di optare per l'esclusione delle strategie gestite da J.P. Morgan (al di fuori dei fondi cash e di liquidità).

I Six Circles Funds sono fondi comuni registrati negli Stati Uniti e gestiti da J.P. Morgan, che si avvalgono della sub-consulenza di terzi. Sebbene siano considerati strategie gestite internamente, JPMC non applica una commissione per la gestione dei fondi o altri servizi legati ai fondi.

INFORMAZIONI SU ENTITÀ GIURIDICHE, NORMATIVE E MARCHI

Negli **Stati Uniti**, i conti bancari di deposito e i servizi affini, come i conti correnti, conti risparmio e prestiti bancari, sono offerti da **JPMorgan Chase Bank, N.A.**, membro della FDIC.

JPMorgan Chase Bank, N.A. e le sue consociate (collettivamente "**JPMCB**") offrono prodotti d'investimento che possono includere conti d'investimento gestiti dalla banca e servizi di custodia, nell'ambito dei propri servizi fiduciari e di amministrazione. Altri prodotti e servizi d'investimento, come brokeraggio e consulenza, sono offerti tramite **J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS")**, membro di FINRA e SIPC. I prodotti assicurativi sono resi disponibili tramite Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), un'agenzia assicurativa autorizzata, che opera come Chase Insurance Agency Services, Inc. in Florida. JPMCB, JPMS e CIA sono consociate sotto il controllo comune di JPM. Prodotti non disponibili in tutti gli Stati.

In **Germania**, il presente materiale è pubblicato da **J.P. Morgan SE**, con sede legale in Taunustor 1 (Taunusturm), 60310 Francoforte sul Meno, Germania, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e soggetta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE). Nel **Lussemburgo**, il presente materiale è pubblicato da **J.P. Morgan SE - Filiale del Lussemburgo**, sede legale European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Lussemburgo, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e soggetta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE - Filiale del Lussemburgo è altresì soggetta alla supervisione della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ed è iscritta al R.C.S del Lussemburgo col n. B255938. Nel **Regno Unito**, questo materiale è pubblicato da **J.P. Morgan SE - Filiale di Londra**, sede legale in 25 Bank Street, Canary Wharf, Londra E14 5JP, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e soggetta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE - Filiale di Londra è anche soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. In **Spagna**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, con sede legale in Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spagna, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE, Sucursal en España è inoltre supervisionata dalla Commissione del Mercato dei Valori Mobiliari (CNMV) ed è iscritta nel registro amministrativo della Banca di Spagna come succursale di J.P. Morgan SE al numero 1567.

In **Italia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Succursale di Milano**, sede legale in Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Succursale di Milano è anche sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); è iscritta presso la Banca d'Italia come succursale di J.P. Morgan SE al numero 8076; numero di iscrizione presso la Camera di commercio di Milano: REA MI – 2536325. Nei **Paesi Bassi**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch**, con sede legale presso il World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Paesi Bassi, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch è inoltre autorizzata e supervisionata da De Nederlandsche Bank (DNB) e dell'Autoriteit Financiële Markten (AFM) nei Paesi Bassi. Registrata presso la Kamer van Koophandel come filiale di J.P. Morgan SE, con il numero 72610220. In **Danimarca**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, con sede legale presso Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danimarca, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland è anche soggetta alla supervisione di Finanstilsynet (l'autorità di vigilanza finanziaria danese) ed è registrata presso Finanstilsynet come filiale di J.P. Morgan SE con il numero 29010. In **Svezia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, con sede presso Hamngatan 15, Stoccolma, 11147, Svezia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial è inoltre soggetta alla supervisione di Finansinspektionen (l'autorità di vigilanza finanziaria svedese) ed è registrata presso Finansinspektionen come filiale di J.P. Morgan SE. In **Belgio**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Filiale di Bruxelles** con sede legale al 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelles, Belgio, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Bruxelles è inoltre supervisionata dalla Banca Nazionale del Belgio (NBB) e dall'Autorità per i Servizi e i Mercati Finanziari (FSMA) in Belgio; registrata presso la NBB con il numero di registrazione 0715.622.844. In **Grecia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Filiale di Atene**, con sede legale in 3 Haritos Street, Atene, 10675, Grecia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Atene è anche supervisionata dalla Banca di Grecia; registrata presso la Banca di Grecia come filiale di J.P. Morgan SE con il codice 124; numero di registrazione della Camera di Commercio di Atene 158683760001; numero di partita IVA 99676577. In **Francia**, il presente materiale è distribuito da **JPMorgan SE - Filiale di Parigi**, con sede legale in 14, Place Vendôme, Parigi 75001, Francia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE) con il codice 842 422 972; JPMorgan SE – Filiale di Parigi è inoltre supervisionata dalle autorità bancarie francesi.

l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). In **Svizzera**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan (Suisse) SA**, disciplinata in Svizzera dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con sede legale in rue du Rhône, 35, 1204, Ginevra, Svizzera, autorizzata e supervisionata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), come banca e gestore titoli in Svizzera.

La presente comunicazione è una pubblicità ai fini della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID II), e/o della legge svizzera sui servizi finanziari (FinSA). Gli investitori non devono sottoscrivere o acquistare strumenti finanziari a cui si fa riferimento nel presente annuncio se non sulla base delle informazioni contenute in qualsiasi documentazione legale applicabile, che è o sarà resa disponibile nelle giurisdizioni pertinenti (secondo necessità).

A **Hong Kong**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Hong Kong**, soggetta alla regolamentazione della Hong Kong Monetary Authority e della Securities and Futures Commission di Hong Kong. A Hong Kong cesseremo su Sua richiesta di usare gratuitamente i Suoi dati personali per i nostri fini di marketing. A **Singapore**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Singapore**, soggetta alla regolamentazione della Monetary Authority of Singapore. I servizi di negoziazione e consulenza e i servizi di gestione discrezionale degli investimenti sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Filiale di Singapore (come notificato). I servizi bancari e di deposito sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Filiale di Singapore (come notificato). Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di vigilanza di Hong Kong, Singapore o altre giurisdizioni. Si raccomanda ai clienti di utilizzare con cautela il presente materiale. Per sciogliere eventuali dubbi sul contenuto di questo documento, i clienti dovranno affidarsi alla consulenza di professionisti indipendenti. Per quanto riguarda i materiali che costituiscono pubblicità di prodotti ai sensi del Securities and Futures Act e del Financial Advisers Act, il contenuto pubblicitario del presente documento non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. JPMorgan Chase Bank, N.A. è un'associazione bancaria nazionale costituita ai sensi delle leggi degli Stati Uniti e, in quanto persona giuridica, la responsabilità dei suoi azionisti è limitata.

Con riferimento ai **Paesi dell'America Latina**, la distribuzione del presente materiale potrebbe essere soggetta a restrizioni in alcune giurisdizioni. Ci riserviamo il diritto di offrire e/o vendere titoli o altri strumenti finanziari che potrebbero non essere registrati ai sensi delle leggi che regolamentano i valori mobiliari o altri strumenti finanziari nel Suo Paese di origine e non soggetti a offerta pubblica in conformità a tali leggi. I suddetti titoli o strumenti Le sono offerti e/o venduti solo a titolo privato. Ogni comunicazione che Le inviamo relativamente a tali titoli o strumenti, compresa, a titolo esemplificativo, la consegna di un prospetto, delle condizioni d'investimento o di altro documento, non è da intendersi come un'offerta di vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto di qualsivoglia titolo o strumento in qualunque giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione è illegale. Inoltre, i suddetti titoli o strumenti potrebbero essere soggetti a determinate restrizioni normative e/o contrattuali nei successivi trasferimenti ed è Sua esclusiva responsabilità accertarsi dell'esistenza di dette limitazioni e rispettarle. Se il contenuto della presente pubblicazione fa riferimento a un fondo, questo non può essere offerto pubblicamente in alcun Paese dell'America Latina senza la previa registrazione dei titoli del Fondo ai sensi delle leggi vigenti nella relativa giurisdizione. L'offerta pubblica di qualsiasi titolo, incluse le azioni del Fondo, senza previa registrazione presso la Comissão de Valores Mobiliários brasiliana – CVM è del tutto vietata. Alcuni prodotti o servizi contenuti nei materiali potrebbero non essere al momento disponibili sulle piattaforme brasiliana e messicana.

JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/N. licenza AFS: 238367) è disciplinata dalla Australian Securities and Investment Commission e dalla Australian Prudential Regulation Authority. La documentazione fornita in Australia da JPMCBNA è destinata esclusivamente ai “clienti wholesale”. Ai fini del presente paragrafo il termine “cliente wholesale” ha il significato attribuito a questa espressione dall’articolo 761G del Corporations Act 2001 (Cth). Se Lei al momento non è un Cliente Wholesale o se in futuro dovesse cessare di esserlo, La preghiamo di comunicarcelo.

JPMS è una società straniera registrata (all'estero) (ARBN 109293610) costituita nello Stato del Delaware, Stati Uniti d’America. Ai sensi delle leggi australiane per i servizi finanziari, una società di servizi finanziari quale J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) è tenuta a ottenere l’apposita licenza AFSL (Australian Financial Services Licence), salvo nei casi di esenzione previsti. Ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) (Act), JPMS è esente dall’obbligo di ottenere la licenza AFSL in relazione ai servizi finanziari che offre a Lei ed è regolamentata dalla SEC, dalla FINRA e dalla CFTC in conformità con le leggi statunitensi, che sono diverse da quelle australiane. La documentazione fornita in Australia da JPMS è destinata esclusivamente ai “clienti wholesale”. Le informazioni fornite nel presente materiale non sono destinate e non devono essere distribuite o comunicate, direttamente o indirettamente, ad alcuna altra categoria di soggetti in Australia. Ai fini del presente paragrafo il termine “cliente wholesale” ha il significato attribuito a questa espressione dall’articolo 761G dell’Act. Se Lei al momento non è un Cliente Wholesale o se in futuro dovesse cessare di esserlo, La preghiamo di comunicarcelo immediatamente.

Il presente materiale non è stato elaborato specificamente per gli investitori australiani.

Di conseguenza:

- potrebbe contenere riferimenti a importi in Dollari che non sono Dollari australiani;
- potrebbe contenere informazioni finanziarie non redatte in conformità con le leggi o le prassi australiane;
- potrebbe non tenere conto di rischi associati a investimenti denominati in valuta estera e
- non considera aspetti fiscali australiani.

Eventuali riferimenti a “J.P. Morgan” riguardano JPM, le sue controllate e consociate in tutto il mondo. “J.P. Morgan Private Bank” è la denominazione commerciale dell’attività di private banking svolta da JPM. Il presente materiale è inteso per uso personale e non può essere distribuito o usato da terzi, né essere duplicato per uso non personale, senza la nostra autorizzazione. In caso di domande o se non desidera ricevere ulteriori comunicazioni, La preghiamo di rivolgersi al Suo team J.P. Morgan.

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

J.P.Morgan PRIVATE BANK