

Prospettive per il 2024

La riconfigurazione degli investimenti

Dopo il reset dei tassi:
Cinque osservazioni per l'anno a venire

J.P.Morgan PRIVATE BANK

Le opinioni espresse nel presente documento si basano sulle condizioni attuali, sono soggette a modifiche e possono differire da quelle di altre società affiliate e di dipendenti di JPMorgan Chase & Co. Le opinioni e le strategie potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Gli investitori devono rivolgersi ai loro rappresentanti finanziari prima di investire in qualsiasi prodotto o aderire a strategia di investimento. Il presente materiale non deve essere considerato alla stregua di ricerca o di una relazione di ricerca J.P. Morgan.

Le prospettive e le performance passate non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. Si invita a leggere lo stato normativo, le informative, le note legali, i rischi e altre importanti informazioni aggiuntive alla fine di questo materiale.

PRODOTTI D'INVESTIMENTO • NON ASSICURATI DALLA FDIC • NESSUNA GARANZIA BANCARIA • RISCHIO DI PERDITA DI VALORE

Introduzione

Per molti versi, lo scorso anno ha deluso le aspettative. L'ampiamente attesa recessione statunitense non si è verificata. In molte economie la crescita si è rivelata sorprendentemente resiliente. L'inflazione è diminuita rispetto ai massimi pluridecennali. I portafogli multi-asset globali hanno riguadagnato oltre la metà del terreno perso nel periodo che va dal picco di mercato di fine 2021 a ottobre 2022.

Allo stesso tempo, un aumento storico dei rendimenti obbligazionari globali ha riconfigurato il panorama degli investimenti. Rispetto a qualsiasi altro momento storico successivo alla crisi finanziaria globale, infatti, tassi più elevati offrono agli investitori una scelta più ampia per l'elaborazione dei piani finanziari.

Nelle nostre Prospettive per il 2023, intitolate "Scopri il potenziale", incoraggiavamo i clienti a guardare oltre gli ostacoli alla crescita e a considerare le prospettive di un rafforzamento dei mercati. Si è rivelato un ottimo consiglio.

Per prepararci al prossimo anno, facciamo affidamento sull'esperienza del nostro Global Investment Strategy Group, che ci aiuta a individuare sia i rischi che le opportunità che gli investitori potrebbero dover affrontare. Secondo il team, i rendimenti obbligazionari più elevati e le valutazioni azionarie ragionevoli renderanno i rendimenti futuri di molte classi di attivo più promettenti di quanto non siano stati per oltre un decennio.

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 rimanere al fianco dei nostri clienti come partner finanziari.

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

Punti salienti delle Prospettive per il 2024

Con ogni probabilità, l'inflazione finirà per stabilizzarsi.
Ciò nonostante, è comunque consigliabile dotarsi di misure di copertura. L'azionario rappresenta un'opzione. I real asset sono un'altra possibilità.

Il rompicapo della liquidità.

Sì, i rendimenti sono allettanti. Ma riteniamo che abbiano raggiunto i massimi.

Le obbligazioni sono più competitive rispetto alle azioni.

Il reset dei tassi ha fatto il suo corso. È tempo di prendere in considerazione azioni che possano garantire rendimenti più elevati.

L'azionario sembra lanciato verso nuovi massimi.

Le opinioni di consenso non sbagliano. L'intelligenza artificiale, ad esempio, rappresenta una rivoluzione.

Stress creditizio contenuto.

Gli investitori dovrebbero valutare la possibilità di trarre vantaggio da un settore immobiliare in difficoltà e dal private credit.

Indice

INTRODUZIONE

Pagine 6-9

Dopo il reset
dei tassi

INFLAZIONE

Pagine 10-15

Con ogni probabilità
l'inflazione finirà per
stabilizzarsi

LIQUIDITÀ

Pagine 16-19

Il rompicapo
della liquidità

OBBLIGAZIONI

Pagine 20-23

Le obbligazioni
sono più competitive
rispetto alle azioni

AZIONI

Pagine 24-29

L'azionario sembra
lanciato verso
nuovi massimi

CREDITO

Pagine 30-35

Stress creditizio
contenuto

CONCLUSIONI

Pagine 36-37

La riconfigurazione
del panorama
d'investimento

GLOBAL INSIGHTS

Pagine 38-47

Ampliare l'orizzonte

Dopo il reset dei tassi: la riconfigurazione degli investimenti

Era da più di un decennio che non si presentavano così tante scelte d'investimento interessanti. In che modo, tuttavia, è possibile personalizzare le possibilità con una strategia ottimizzata sulla base delle esigenze e degli obiettivi finanziari specifici del cliente? A nostro parere, la chiave per sfruttare le dinamiche del nuovo assetto dei tassi sta nel comprendere e approfondire cinque importanti considerazioni.

Il grande cambiamento nel mondo dei tassi di interesse

Tre anni fa, quasi il 30% di tutto il debito pubblico globale veniva scambiato con un rendimento negativo. Sembrava che l'era dei tassi di interesse estremamente bassi potesse non finire mai.

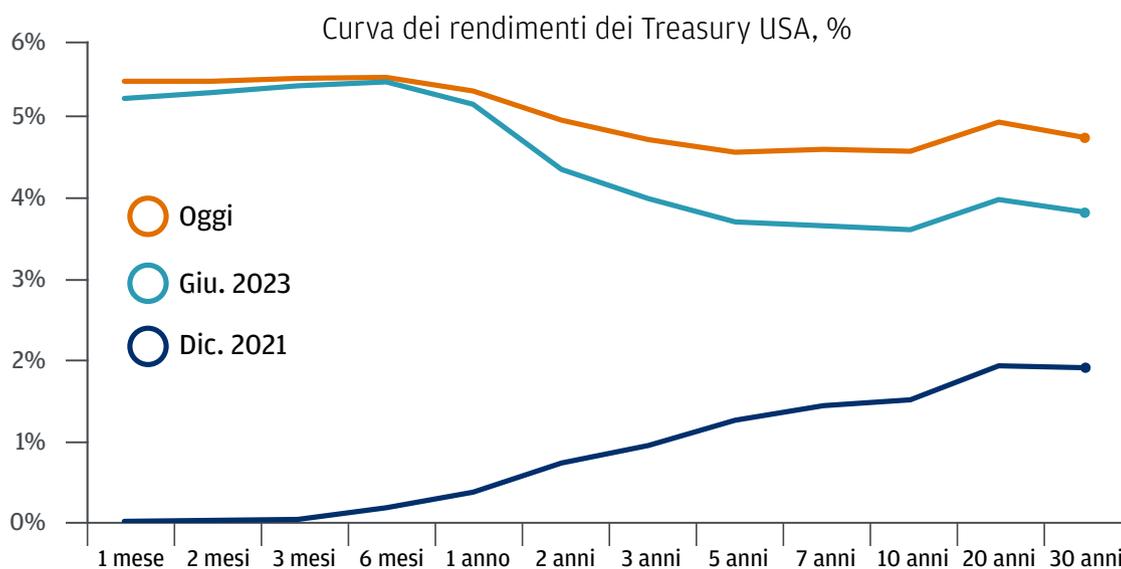
Eppure è successo.

Oggi, il debito con rendimento negativo è quasi scomparso. Oltre la metà del debito sovrano dei Paesi Sviluppati viene scambiato con un rendimento superiore al 4%, mentre i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi su tutta la curva, dai titoli a 3 mesi alle obbligazioni a 30 anni, variano dal 4,5% al 5,5% circa.

L'aumento dei rendimenti obbligazionari globali non è solo storico: segna lo sviluppo più importante verificatosi nei mercati da quando il mondo è emerso dalla pandemia di Covid-19.

Ha inoltre riconfigurato il panorama d'investimento. Tassi vicini al 5% offrono agli investitori un più ampio ventaglio di scelte per l'elaborazione di piani patrimoniali allineati agli obiettivi rispetto a qualsiasi altro momento storico successivo alla crisi finanziaria globale (GFC).

IL RESET DEI TASSI HA PRODOTTO MOVIMENTI SIGNIFICATIVI LUNGO LA CURVA DEI RENDIMENTI



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 15 novembre 2023.

Molti investitori hanno già pagato il prezzo di questa ritrovata flessibilità. Da quando, in seguito al successo della sperimentazione del vaccino anti-Covid da parte di Pfizer, nel novembre del 2020, le azioni sono decollate, i portafogli multi-asset globali hanno ottenuto solo magri rendimenti. Per la prima volta in assoluto, il debito Investment Grade (compresi titoli sovrani, obbligazioni municipali e credito societario) corre il rischio di fornire rendimenti totali negativi per tre anni consecutivi. Nonostante il 2023 sia stato un anno positivo, anche i mercati azionari in generale hanno faticato a trovare una direzione tra le oscillazioni sfrenate di alcuni titoli e settori.

L'affanno dei portafogli multi-asset ha reso la liquidità interessante come non accadeva da oltre 15 anni. Probabilmente non sorprende che i nostri clienti abbiano conferito almeno 120 miliardi di USD in fondi del mercato monetario, Treasury e altri investimenti obbligazionari a breve scadenza per generare un rendimento aggiuntivo con un limitato rischio di ribasso. Ciò non ha prosciugato i loro depositi:

hanno aggiunto almeno altri 18 miliardi di USD in assegni, risparmi e certificati di deposito. In altre parole, i nostri clienti detengono molta più liquidità rispetto a due anni fa.

La liquidità è comprensibilmente allettante. Tuttavia, rendimenti obbligazionari più elevati e valutazioni azionarie ragionevoli fanno sì che i rendimenti futuri di molte classi di attivo appaiano oggi più promettenti che mai, una situazione che avevamo visto l'ultima volta solo prima della crisi finanziaria globale.

Insomma, è chiaro che i mercati sono entrati in un regime di tassi di interesse completamente nuovo. Sugeriamo agli investitori di pensare a sfruttare il prima possibile questa - secondo noi - rara apertura, che tra un anno potrebbe non essere più disponibile. In che modo, tuttavia, è possibile personalizzare le tante possibilità con una strategia ottimizzata sulla base delle esigenze e degli obiettivi finanziari specifici del cliente?

A nostro avviso, la chiave per sfruttare le nuove dinamiche derivanti da un assetto dei tassi al 5% sta nel comprendere e approfondire cinque importanti considerazioni, che riportiamo di seguito:

01

Con ogni probabilità l'inflazione finirà per stabilizzarsi. Ciò nonostante, è comunque consigliabile dotarsi di misure di copertura.

02

Il rompicapo della liquidità: i vantaggi e i rischi di possederne una quantità eccessiva.

03

Le obbligazioni si presentano più competitive rispetto alle azioni; sarà opportuno adattare il mix in base alle proprie ambizioni.

04

Sospinto dall'IA, l'azionario sembra lanciato verso nuovi massimi.

05

Incombono minacciose situazioni di stress per il credito, ma probabilmente avranno portata limitata.



01

Con ogni probabilità
l'inflazione finirà
per stabilizzarsi.

Ciò nonostante, è
comunque consigliabile
dotarsi di misure di
copertura.



È importante menzionare le circostanze che hanno causato il reset dei tassi, per spiegare il nostro giudizio sulla direzione che, secondo noi, prenderanno l'inflazione e i tassi. Nel 2021 e nel 2022, con l'impennata dell'inflazione a livello globale, quasi tutte le principali Banche Centrali hanno aumentato in modo aggressivo i tassi di interesse (ad eccezione della Banca del Giappone e della Banca Popolare Cinese). Mentre i tassi di interesse a breve termine sono saliti rapidamente, i rendimenti a lungo termine hanno recuperato terreno solo tra la fine dell'estate e l'inizio dell'autunno.

Un possibile motivo di questo andamento è che gli investitori iniziano a credere che l'inflazione sarà più elevata rispetto alla fine degli anni 2010 e che ciò comporterà la necessità di tassi ufficiali più alti per mantenerla sotto controllo.

È una valutazione che condividiamo.

Occorre però essere chiari: siamo convinti che l'inflazione continuerà a scendere rispetto ai livelli attuali.

L'inflazione è già diminuita, rispetto ai suoi recenti, quanto inaspettati, massimi. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'inflazione oggi è al 3,5% circa, un crollo rispetto all'oltre 9% raggiunto durante il periodo di picco. Crediamo che il recente raffreddamento dei tassi di inflazione nei settori dei servizi, come quello alberghiero e ricreativo, dove gli aumenti dei prezzi tendono a essere più ostinati, sia particolarmente incoraggiante. Le prospettive per l'inflazione degli alloggi, che attualmente rappresenta circa tre quarti di tutta la variazione su base annua dell'indice dei prezzi al consumo, ci infondono una notevole fiducia nella capacità dell'inflazione dei prezzi di continuare a scendere negli Stati Uniti. I dati più recenti sul percorso intrapreso dall'inflazione degli alloggi, compresi i prezzi delle case e dei nuovi affitti, ci portano a pensare che continuerà a rallentare, fino ad assestarsi su livelli gestibili.

L'inflazione sta decelerando anche fuori dagli Stati Uniti, seppur più lentamente. Nei Paesi Sviluppati, è passata al 4%, da un picco di circa l'8%. A livello globale, sin dall'aprile del 2023 l'inflazione realizzata risulta inferiore alle previsioni degli economisti; riteniamo inoltre che, entro la fine del 2024, l'inflazione dei prezzi si avvicinerà all'obiettivo del 2% fissato dalle Banche Centrali sia negli Stati Uniti che in Europa.

Per quanto concerne i salari, domanda e offerta di lavoro appaiono maggiormente equilibrate. Negli Stati Uniti, il divario tra le opportunità di lavoro (domanda di lavoro) e i lavoratori disoccupati (offerta di lavoro) è passato da un picco di oltre 6 milioni ai circa 2,5 milioni di oggi. L'aumento dell'immigrazione ha fatto crescere anche il numero di lavoratori disponibili.

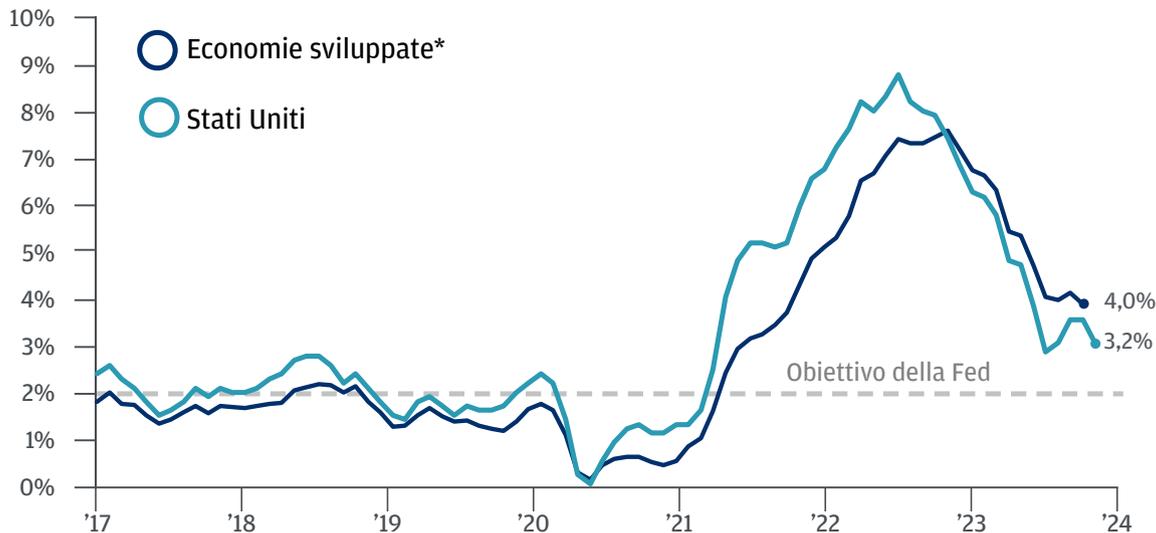
Da inizio anno, i lavoratori nati all'estero rappresentano oltre il 40% degli oltre 3 milioni di nuovi occupati negli Stati Uniti

Di conseguenza, la crescita salariale statunitense, rappresentata dall' Employment Cost Index (l'indice del costo del lavoro) al netto degli incentivi, è rallentata, passando da oltre il 6% a circa il 4%.

Le Banche Centrali continueranno a puntare a un'ulteriore moderazione, ma i progressi sono già chiari e incoraggianti. Riteniamo tuttavia che l'inflazione al 2% rappresenti probabilmente più un limite che un tetto per le oscillazioni dei prezzi. Gli indicatori di mercato dell'inflazione futura (come i tassi d'inflazione breakeven e gli swap sull'inflazione) indicano che gli investitori si aspettano che nei prossimi 5-10 anni

L'INFLAZIONE È GIÀ DIMINUITA RISPETTO AI MASSIMI PLURIDECENNALI

IPC: variazione percentuale su base annua



*Il nostro universo delle economie sviluppate include: Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito, Stati Uniti.

Fonti: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Dati al 31 ottobre 2023.

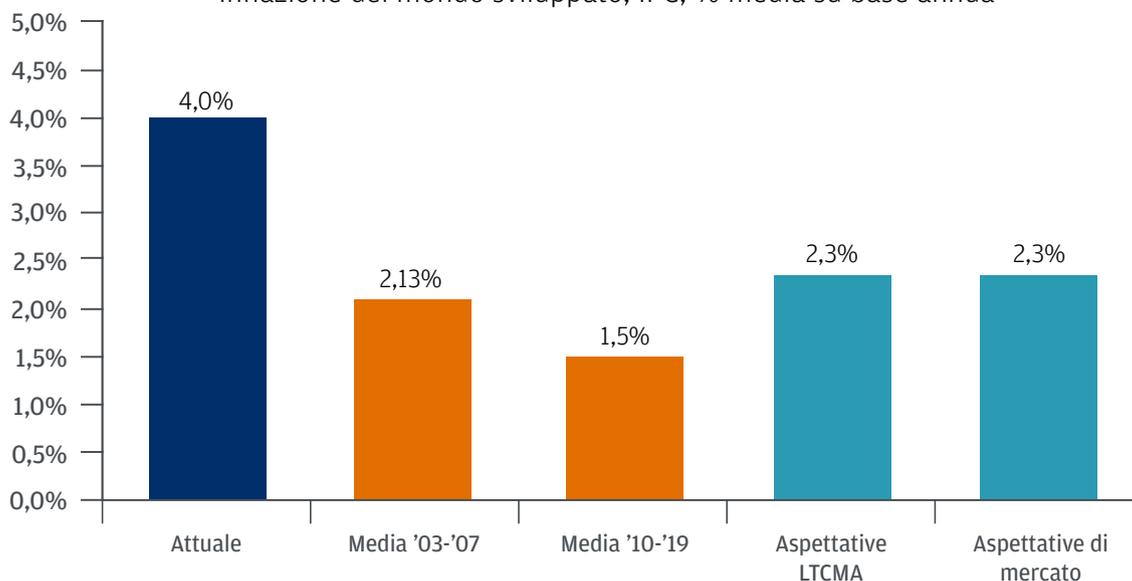
l'inflazione si collochi tra il 2,0% e il 2,5%, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Ciò sarebbe paragonabile al range compreso tra l'1,5% e il 2,0% che ha prevalso dal 2015 al 2020. Ci aspettiamo che l'inflazione nel mondo sviluppato si stabilizzi in maniera analoga tra il 2% e il 2,5%, con una maggiore variabilità rispetto al primo decennio degli anni 2000.

Sicuramente esistono delle forze contrarie, suscettibili di spingere i tassi d'inflazione al rialzo nel medio termine. La politica industriale e la transizione energetica potrebbero portare a un aumento dei prezzi delle materie prime. Il passaggio a fonti energetiche pulite potrebbe infatti portare a picchi di inflazione, almeno inizialmente.

Anche le aspettative dei consumatori e degli investitori rispetto all'inflazione potrebbero spingere quest'ultima verso l'altro, per l'effetto di una "profezia che si autoavvera". Il processo di "near-shoring" e l'asestamento delle filiere produttive globali porranno ulteriori limiti all'entità della caduta dei prezzi dei beni. Di fatto, ci sembra che in molti settori dell'economia (mercati del lavoro, edilizia, materie prime) l'offerta sia insufficiente a soddisfare la domanda. Ciò dovrebbe esercitare una maggiore pressione al rialzo sui prezzi rispetto a quanto avvenuto negli anni '10 di questo secolo.

L'INFLAZIONE PROBABILMENTE SI STABILIZZERÀ A UN LIVELLO PIÙ ELEVATO RISPETTO ALL'ULTIMO DECENNIO

Inflazione del mondo sviluppato, IPC, % media su base annua



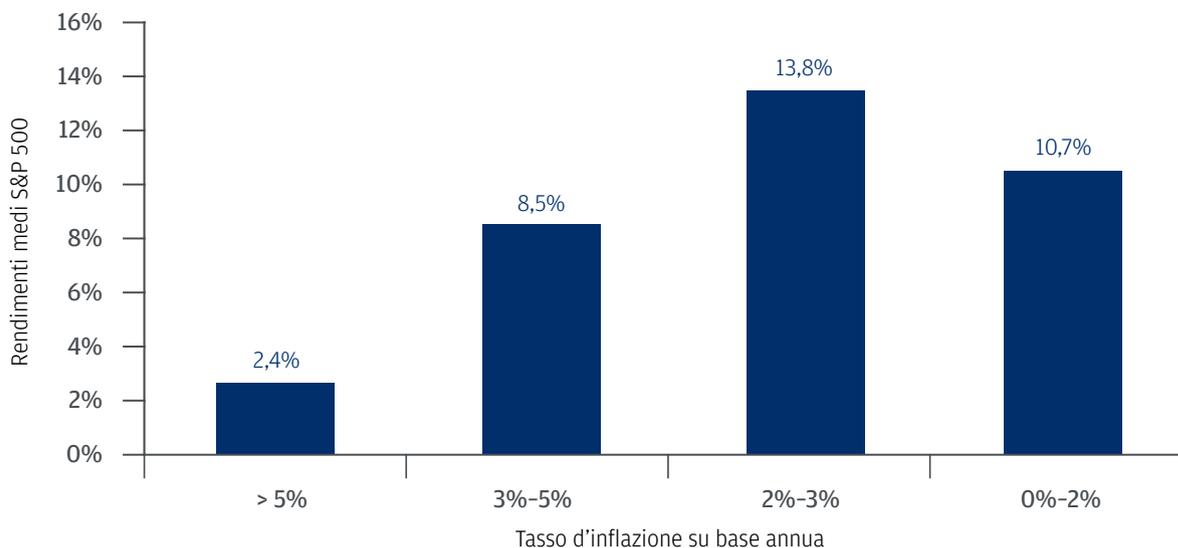
Fonti: J.P Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics.
Dati a ottobre 2023.

In che modo gli investitori dovrebbero affrontare la prospettiva di un'inflazione più elevata nel 2024 e oltre?

Potrebbero rivolgere l'attenzione in primo luogo all'azionario. Dalla fine del 2019, i prezzi al consumo statunitensi sono aumentati quasi del 19%. Gli utili dell'S&P 500 sono cresciuti di oltre il 35%. Ma soprattutto, per le società che costituiscono il nucleo centrale dell'indice S&P 500, i margini di utile si sono stabilizzati al ~12%, in linea con i picchi pre-pandemia e solo 1 punto percentuale al di sotto dei massimi del 2021. Riteniamo che le grandi società quotate riusciranno a preservare sia il potere di determinazione dei prezzi sia i propri margini. Questo non è un fenomeno solo statunitense. Basta guardare il settore europeo dei beni di lusso, che esercita un potere di determinazione dei prezzi garantendo allo stesso tempo una crescita robusta.

IL PUNTO DEBOLE DELL'AZIONARIO: L'AZIONARIO TENDE AD ANDARE BENE QUANDO L'INFLAZIONE È COMPRESA TRA IL 2% E IL 3%

Rendimenti S&P 500 su base annua in diversi scenari inflazionistici, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 17 novembre 2023. **I risultati passati non sono garanzia di quelli futuri.** Non è possibile investire direttamente in un indice.

Se l'inflazione si collocherà tra il 2 e il 3%, come riteniamo, infatti, ciò dovrebbe essere positivo per le azioni. Con un'inflazione entro tale intervallo, il rendimento medio dell'indice S&P 500 su base annua è quasi del 14%.

L'azionario potrebbe comunque non rappresentare l'unica arma di difesa contro l'inflazione. Riteniamo che il contesto attuale giustifichi anche una potenziale esposizione ai real asset, come il settore immobiliare globale, le infrastrutture, i trasporti, le materie prime e il legname.

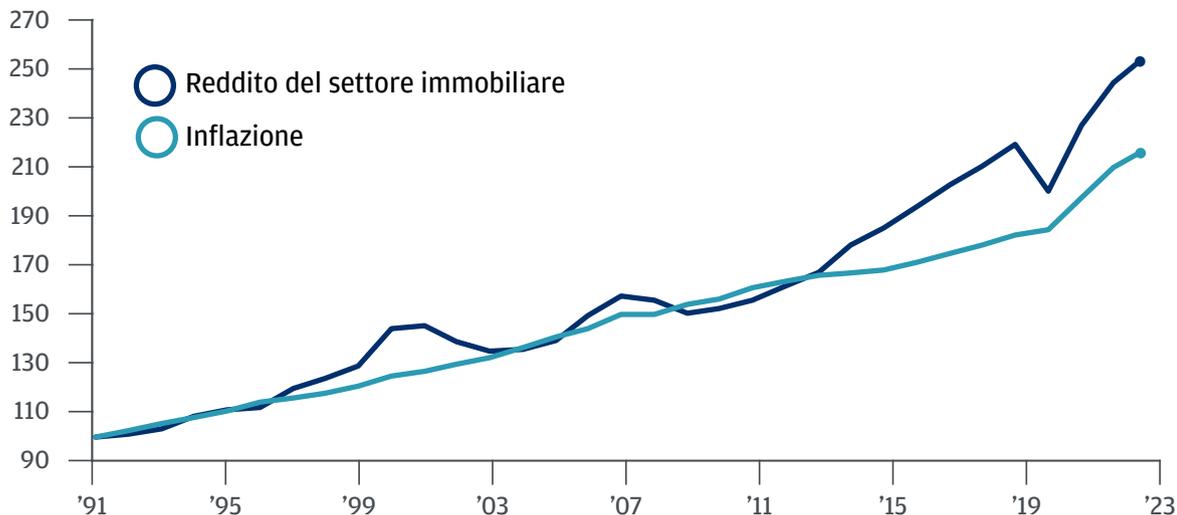
Facciamo l'esempio istruttivo del settore immobiliare. La crescita del reddito immobiliare tende a battere l'inflazione e la maggior parte dei contratti di locazione di proprietà commerciali prevede aumenti legati

all'inflazione stessa. Inoltre, man mano che le materie prime (ad esempio acciaio o legno) e la manodopera diventano più costose, gli edifici esistenti tendono ad apprezzarsi, perché sostituirli diventa più oneroso. I problemi del settore dei centri direzionali, del commercio al dettaglio e dell'ospitalità sono ben noti, ma settori come quello dell'industria e dei data center offrono, a nostro avviso, solide prospettive di crescita.

Nell'ultimo ciclo, gli investitori hanno utilizzato le obbligazioni per isolare i portafogli da una crescita più lenta. Nel ciclo che sta emergendo, riteniamo che gli investitori possano utilizzare real asset per isolare i portafogli da un'inflazione più elevata.

NELL'ARCO DI 30 ANNI, IL REDDITO IMMOBILIARE HA QUASI SEMPRE BATTUTO L'INFLAZIONE

Redditi immobiliari e inflazione negli Stati Uniti (1991 = 100)



Fonti: J.P. Morgan Asset Management GRA Research, NCREIF. Bureau of Labor Statistics.
Dati al 30 giugno 2023.

—
02
—

Il rompicapo della
liquidità: i vantaggi
e i rischi di
possederne una
quantità eccessiva

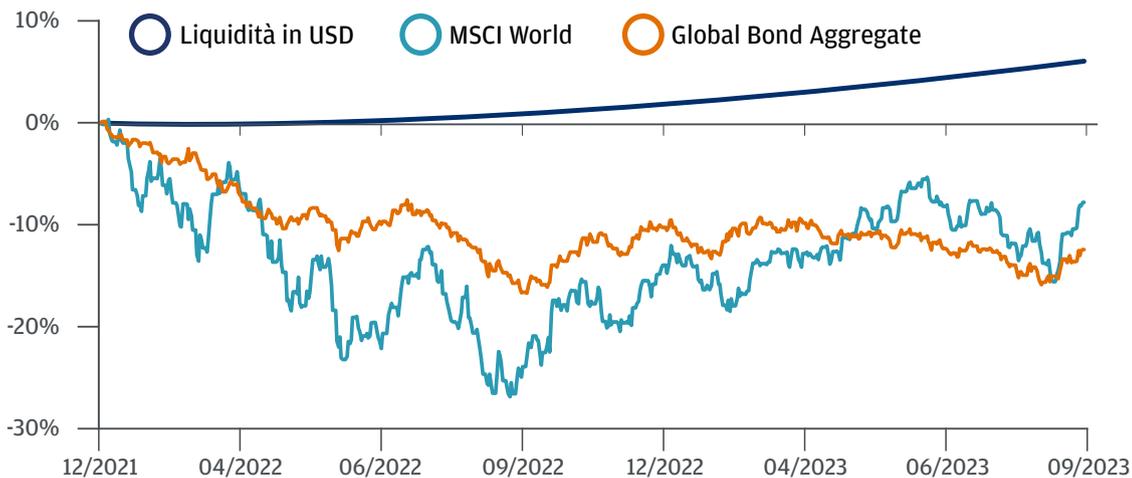
Possedere liquidità, quando i tassi sono alti e gli altri mercati sono così volatili, dà un senso di soddisfazione. Negli ultimi due anni, dobbiamo ammettere che la liquidità ha ripagato.

Sicuramente i rendimenti del 5% sulla liquidità e la bassa volatilità sono stati una calamita per gli attivi dei nostri clienti. Questo fenomeno è globale, ma è particolarmente forte negli Stati Uniti, dove i clienti hanno più del doppio dell'esposizione ai mercati monetari e ai Treasury a breve scadenza rispetto ai loro omologhi internazionali.

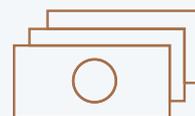
Il passaggio alla liquidità potrebbe causare problemi? Nel pianificare le proprie finanze, è bene essere consapevoli che spesso la liquidità viene vista in modo diverso, rispetto ad azioni, obbligazioni o altri attivi. Ma la liquidità va considerata al pari di qualunque altro attivo. In particolare, bisogna chiedersi in che modo rientra in un piano patrimoniale allineato agli obiettivi e se le tempistiche di sovrallocazione siano sensate.

IL COMFORT OFFERTO DALLA LIQUIDITÀ: NEGLI ULTIMI DUE ANNI LA LIQUIDITÀ HA RIPAGATO

Rendimento totale in USD da dicembre 2021, %



Fonti: Bloomberg Finance L.P., MSCI. Dati al 17 novembre 2023. **I risultati passati non sono garanzia di quelli futuri.**
Non è possibile investire direttamente in un indice.



Riteniamo che il 2024 possa offrire uno scenario di tassi in calo e utili in miglioramento, in cui la liquidità sarà meno efficace.

La liquidità funziona meglio rispetto ad azioni e obbligazioni in periodi come quello che ci siamo appena messi alle spalle, cioè quando i tassi d'interesse salgono rapidamente e gli investitori mettono in dubbio la sostenibilità della crescita degli utili societari.

La liquidità funziona meno bene quando i tassi d'interesse scendono (si reinveste a rendimenti sempre più bassi) o quando le aspettative di crescita degli utili migliorano e la propensione al rischio aumenta. Riteniamo che il 2024 possa offrire uno scenario di tassi in calo e utili in miglioramento, in cui la liquidità sarà meno efficace.

La nostra aspettativa di tassi d'interesse più bassi rispecchia la nostra convinzione che l'inflazione abbia raggiunto il picco, che le Banche Centrali considerino l'attuale posizionamento delle politiche monetarie restrittivo e che il mercato del lavoro si stia raffreddando in tempi relativamente brevi. Negli Stati Uniti, infatti, le richieste continuative di sussidi di disoccupazione sono aumentate del 30% rispetto all'anno precedente. In passato, simili aumenti sono stati registrati solo quando l'economia era già in recessione. Pertanto, le Banche Centrali dovrebbero essere disposte ad abbassare i tassi d'interesse, se ritengono che la crescita sia minacciata. Secondo i mercati, infatti, la Federal Reserve, la Banca Centrale Europea e la Banca d'Inghilterra potrebbero abbassare i tassi di interesse già a partire da marzo 2024.

Dal punto di vista della pianificazione, detenere una maggiore liquidità oggi rispetto al 2021 o al 2017 è una strategia probabilmente efficace. I rendimenti della liquidità dovuti all'inflazione sono ai livelli più alti degli ultimi 20 anni. Detenere una quantità relativamente maggiore di liquidità, tuttavia, potrebbe non rappresentare il miglior utilizzo complessivo del portafoglio.

C'è un motivo. È possibile impegnare una minor quantità di capitale in un determinato obiettivo oggi, per poi investirlo in modo da aumentare il rendimento atteso. Si tratta di un principio d'investimento semplice, ma importante.

Poniamola così. In base alle Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMAS) di J.P. Morgan Asset Management, crediamo che sarebbe possibile detenere tutte le proprie attività in liquidità e spendere ogni anno, per 30 anni, il 3% del proprio patrimonio senza esaurirlo. Non è uno scenario tremendo. Non lascia però spazio a errori: non prevede battute d'arresto inaspettate né il subentrare di nuove priorità (come la pianificazione successoria, le donazioni filantropiche o la spesa sanitaria). In questo scenario basato interamente sulla liquidità, il patrimonio può sostenere solo le spese, nient'altro.

Vediamo invece l'approccio alternativo. L'allocazione di attività fuori della liquidità riduce la quantità di capitale necessaria per finanziare un obiettivo caratterizzato da un elevato grado di fiducia. In questo modo, il patrimonio potrebbe anche finanziare più obiettivi, rispetto all'approccio basato solo sulla liquidità.

Per iniziare, se si progetta un portafoglio composto esclusivamente da obbligazioni core Investment Grade, investire circa l'85% di un portafoglio interamente liquido potrebbe essere sufficiente e consentire di mantenere lo stesso tasso di spesa.¹ Il restante 15% rimarrebbe libero e potrebbe essere destinato a qualsiasi cosa: una casa, donazioni o il finanziamento dell'educazione dei nipoti. L'aggiunta di più asset al mix (tra cui azioni, obbligazioni High Yield e strumenti alternativi) potrebbe ridurre ulteriormente il capitale iniziale richiesto o aumentare il tasso di spesa che il portafoglio è in grado di sostenere.

Detenere una maggiore liquidità nel breve termine potrebbe non essere una decisione sbagliata, ma probabilmente non è nemmeno la migliore. La liquidità può essere uno strumento per raggiungere alcuni dei propri obiettivi, ma probabilmente non molti.

¹ Le LTCMA di JP Morgan Asset Management sono il prodotto di un approfondito processo di ricerca proprietario che riunisce le conoscenze quantitative e qualitative di oltre 60 professionisti degli investimenti.



—
03
—

Le obbligazioni
si presentano più
competitive rispetto
alle azioni; sarà
opportuno adattare
il mix in base alle
proprie ambizioni



Tassi più alti rendono le obbligazioni competitive rispetto alle azioni tanto quanto prima della crisi finanziaria globale. Negli ultimi due anni, tuttavia, quattro su cinque dei nostri clienti non hanno aumentato sostanzialmente la propria allocazione obbligazionaria. La prima domanda da porsi è: le obbligazioni meritano una quota maggiore del portafoglio?

Noi facciamo affidamento sulle obbligazioni per contribuire a garantire stabilità a un portafoglio multi-asset. I pagamenti delle cedole generano reddito e i prezzi delle obbligazioni tendono ad aumentare, quando la crescita economica rallenta.

Dato il recente aumento dei rendimenti, riteniamo che le obbligazioni siano ora ben posizionate per ottenere risultati su entrambi i fronti. Rispetto alle azioni potrebbero inoltre offrire una tenuta decisamente migliore di quella esibita negli ultimi dieci anni. Teniamo presente che, nei dieci anni terminati nel terzo trimestre del 2023, le obbligazioni hanno registrato rendimenti annuali dell'1% circa, a fronte del 15%, o poco meno, delle azioni.

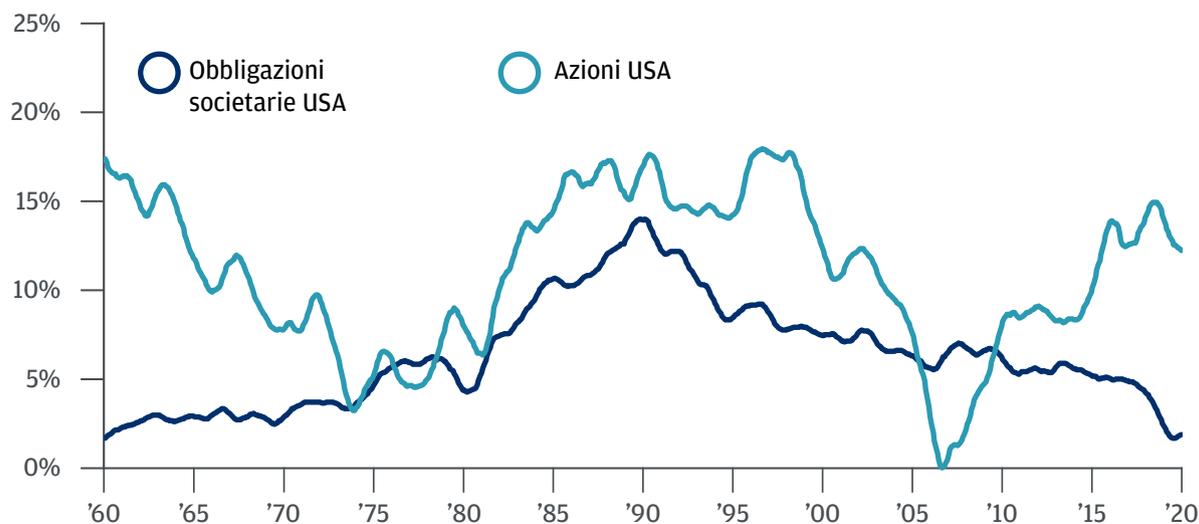
4 clienti su 5

non hanno
aumentato
sostanzialmente la
propria allocazione
obbligazionaria

In molti settori, i rendimenti hanno raggiunto livelli che non si registravano dal 2007. Il rendimento di un Treasury a 5 anni è superiore di 300 punti base (pb) al dividend yield dell'S&P 500. I rendimenti fiscalmente equivalenti delle obbligazioni municipali a 15 anni con rating AAA sono superiori al 6%. I rendimenti delle obbligazioni "spazzatura" sono superiori all'8%, mentre i rendimenti del private credit sono inferiori al 5%. Nel mondo, l'unico debito rimasto con rendimenti negativi è quello del Giappone.

LE AZIONI IN GENERE SOVRAPERFORMANO LE OBBLIGAZIONI, MA L'ENTITÀ DELLA SOVRAPERFORMANCE VARIA AMPIAMENTE

Rendimenti totali mobili degli ultimi 10 anni, % annualizzati



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2023.

I risultati passati non sono garanzia di quelli futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Questi rendimenti più elevati, e quindi prezzi obbligazionari più bassi, hanno spinto al ribasso i rendimenti obbligazionari core nel 2022 e nel 2023. L'attuale calo dell'indice Barclays Aggregate Bond rispetto al suo massimo precedente è infatti del -14%. Si tratta di un valore migliore rispetto al recente -17%, ma che rimane inferiore rispetto a qualsiasi altro momento nella storia dell'indice. Nonostante il calo, le allocazioni dei nostri clienti nell'obbligazionario sono stabili rispetto alla fine del 2021. Riteniamo consigliabile rafforzare le posizioni in questa classe di attivo nel 2024.

Sosteniamo questa tesi con convinzione perché riteniamo che il nuovo regime di tassi rappresenti un reset generazionale dei prezzi del mercato obbligazionario. Il reset dei tassi implica che le obbligazioni core potrebbero ora essere pronte ad assicurare forti rendimenti futuri.

Su un orizzonte d'investimento di 10-15 anni, le LCTMAS di J.P. Morgan Asset Management prevedono che le obbligazioni core, misurate in base alle proxy degli indici obbligazionari Global Aggregate e US Aggregate, genereranno un rendimento superiore al 5% annuale.

Crediamo che nel 2024 avranno inizio performance solide, con un modesto aumento dei prezzi conseguente al calo dei tassi, in combinazione con un rendimento iniziale interessante. A nostro avviso, tali rendimenti rifletteranno un contesto economico favorevole per le obbligazioni nel prossimo anno: la crescita economica dovrebbe rallentare, l'inflazione continuerà a scendere e le Banche Centrali potrebbero iniziare a invertire i cicli di rialzo dei tassi.

Rendimenti iniziali più elevati implicano inoltre che un calo dei tassi di interesse fornirebbe un guadagno proporzionalmente maggiore rispetto alla perdita generata da un aumento dei tassi di pari entità. Ad esempio, un investimento in un Treasury statunitense a 10 anni perderebbe circa il 2%, se i rendimenti aumentassero di un punto percentuale nel corso del prossimo anno. Se i tassi scendessero dell'1% nel corso del prossimo anno, un investimento in un Treasury decennale guadagnerebbe oltre il 12%.

A livello globale, ci concentriamo sull'efficienza fiscale delle allocazioni obbligazionarie. Negli Stati Uniti, il mercato obbligazionario municipale è una chiara espressione. I comuni hanno un tasso di insolvenza storicamente molto basso (0,1% totale su periodi di 10 anni dal 1970, a fronte del 2,2% delle obbligazioni societarie). Dal 2000, inoltre, il debito statale e locale non è aumentato rispetto al PIL, in netto contrasto con il debito federale.

A livello globale, ogni giurisdizione è caratterizzata dalle sue sfumature, che consigliamo di analizzare insieme al proprio consulente.

Nei mercati globali, il reset dei tassi offre il potenziale per garantire rendimenti elevati in molte posizioni della curva dei rendimenti. Crediamo tuttavia che le obbligazioni con scadenza compresa tra 3 e 10 anni offrano rendimenti interessanti e siano meno esposte ai rischi a più lungo termine riguardanti il deficit pubblico.

Gli investitori obbligazionari hanno indubbiamente dovuto affrontare enormi difficoltà. Ma riteniamo che la fine dei cicli di inasprimento delle Banche Centrali e il rallentamento dell'inflazione offriranno più di una tregua: riporteranno stabilità alla classe di attivo.

In breve: il reset dei tassi ha fatto il suo corso e riteniamo che sia giunto il momento di bloccare i rendimenti. Alla luce di ciò, la seconda domanda da porsi è: quanto è opportuno avere posizioni obbligazionarie più consistenti rispetto alle posizioni azionarie?

Non crediamo che gli investitori debbano credere che in questo momento sia necessario scegliere tra azioni e obbligazioni. Riteniamo che dovrebbero personalizzare le possibilità progettando un portafoglio di azioni e obbligazioni in linea con i loro specifici obiettivi e la loro tolleranza al rischio. Per gli investitori, il reset dei tassi comporta anche la necessità di valutare le partecipazioni esistenti per assicurarsi che il loro posizionamento attuale abbia ancora senso.

Immaginiamo per un momento di voler valutare i nostri attivi attuali. Il primo pensiero va probabilmente alle preoccupazioni destinate negli ultimi due anni dalla volatilità del mercato. Anche qualora un portafoglio bilanciato abbia sottoperformato le attese, ora potremmo avere l'opportunità di ridurre il rischio azionario, aumentare l'esposizione all'obbligazionario e raggiungere comunque i nostri obiettivi finanziari.

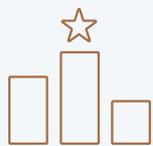
Qualora avessimo nuovi fondi da investire, la prospettiva potrebbe essere leggermente diversa. Un segnale del nuovo appeal dell'obbligazionario: oggi le ipotesi di rendimento a lungo termine formulate da J.P. Morgan Asset Management per le obbligazioni sono superiori rispetto alle ipotesi di rendimento del mercato azionario di fine 2021. Il reset dei tassi offre agli investitori l'opportunità di aggiungere posizioni obbligazionarie ai portafogli, ridurre la gamma dei risultati possibili e sacrificare solo in misura ridotta una parte del rendimento potenziale.

È bene tenere a mente, tuttavia, che l'obbligazionario comporta i suoi rischi. Un posizionamento concentrato sulle obbligazioni potrebbe frenare i rendimenti di portafoglio se l'inflazione si rivelasse più persistente del previsto.

In definitiva, la circostanza da considerare è che il regime di tassi più elevati offre maggiori opzioni per la creazione di piani finanziari basati sugli obiettivi. Se l'obiettivo è limitare il rischio di riduzione del proprio patrimonio e ridurre la gamma di possibili risultati, potrebbe avere senso passare da un'esposizione azionaria a un'esposizione obbligazionaria. Se invece si vuole sfruttare un potenziale e significativo rialzo, è probabilmente consigliabile mantenere le posizioni in azioni, sia quotate che non. Per la maggior parte degli investitori, quindi, la strategia migliore consiste nel mantenere un'allocazione di portafoglio strategica e guardare ai futuri rendimenti prospettici, che prevediamo in crescita.

—
04
—

Sospinto dall'IA,
l'azionario sembra
lanciato verso nuovi
massimi



Nel 2024, le azioni offrono un potenziale di guadagno significativo



Noi facciamo affidamento sulle azioni per contribuire a fornire un apprezzamento del capitale a lungo termine nei portafogli. Sebbene presentino una maggiore volatilità rispetto alle obbligazioni, dal 1950 le azioni hanno sovraperformato le obbligazioni su base decennale nell'85% dei casi. Nel lungo termine, riteniamo che le azioni possano continuare a sovraperformare le obbligazioni e generare un apprezzamento del capitale per gli investitori.

Nel 2024, l'azionario offre un potenziale di guadagno significativo. Anche quando la crescita economica rallenta, visto il contesto di tassi più elevati, la crescita degli utili azionari delle large cap dovrebbe, a nostro avviso, accelerare e ciò, durante il prossimo anno, potrebbe spingere i mercati azionari al rialzo.

Perché ci aspettiamo un miglioramento degli utili aziendali? In parte perché crediamo che il settore societario statunitense large cap abbia già attraversato una recessione degli utili (nove degli 11 settori principali dell'indice S&P 500 hanno riportato una crescita negativa degli utili per tre trimestri consecutivi nel 2022-2023). Il settore è emerso con strutture di costo più snelle che, anche nel 2024, dovrebbero aiutare ad affrontare

un contesto caratterizzato dalla resilienza della domanda (ancorché in rallentamento). A partire dal 1950, infatti, gli utili per azione hanno accelerato circa il 25% delle volte che la crescita del PIL ha decelerato.

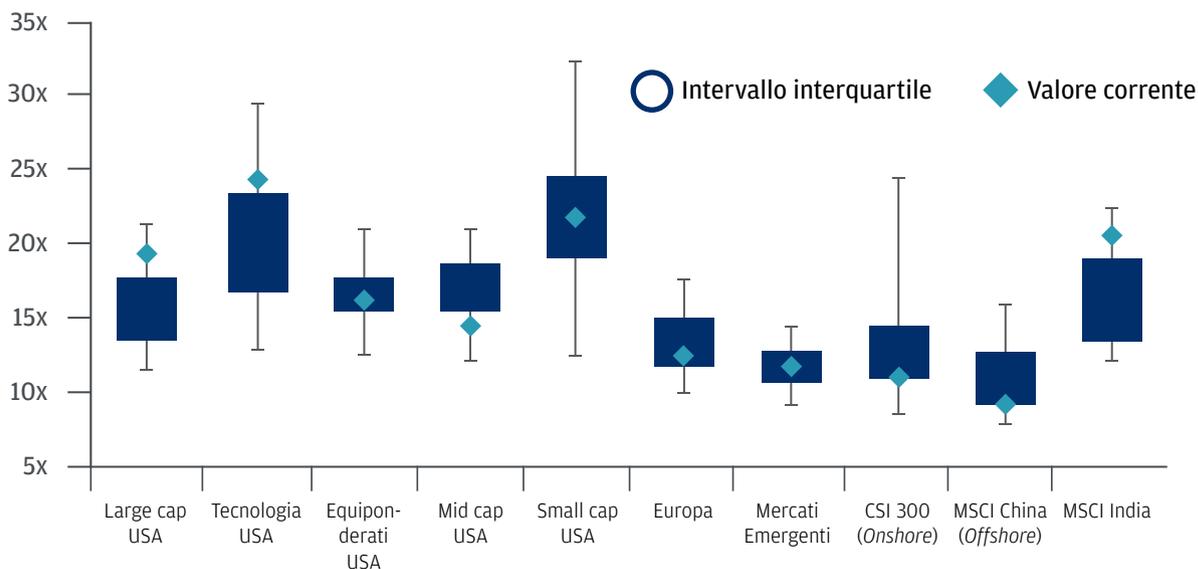
I tassi più alti potrebbero suscitare scetticismo nei confronti delle valutazioni. Noi riteniamo, invece, che siano ragionevoli negli Stati Uniti e convenienti altrove. L'S&P 500 viene scambiato a valutazioni superiori alla media in base al rapporto prezzo/utili, mentre i titoli statunitensi mid e small cap (e l'azionario europeo, cinese e dei Mercati Emergenti) vengono scambiati con un notevole sconto. Le azioni indiane vengono invece scambiate a valutazioni eque, ma siamo ottimisti riguardo al contenuto ricorso alla leva finanziaria e agli elevati tassi di crescita del paese.

Per il 2024 esprimiamo una preferenza per il mercato azionario statunitense, ma le basse valutazioni osservate in altre regioni suggeriscono che i prezzi scontino già delle brutte notizie sul fronte degli utili societari, limitando quindi il rischio di ribasso per le performance azionarie. Allo stesso modo, notizie migliori del previsto potrebbero stimolare guadagni maggiori.

Secondo alcuni investitori, le valutazioni delle azioni statunitensi andrebbero ulteriormente corrette, per tenere conto dei tassi di interesse più elevati. Gli attuali multipli P/E prospettici, a 18x-20x, ci sembrano invece ragionevoli, dato che l'indice ha attualmente margini più ampi (i margini del free cash flow sono più alti del 30% rispetto a 10 anni fa) e una buona copertura degli interessi (11x EBITDA per

NONOSTANTE I TASSI D'INTERESSE PIÙ ELEVATI, SUI MERCATI GLOBALI LE VALUTAZIONI APPAIONO RAGIONEVOLI

Rapporti P/E prospettici a 12 mesi rispetto agli ultimi 25 anni



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 17 novembre 2023.

I risultati passati non sono garanzia di quelli futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

interessi passivi vs. 10x di dieci anni fa). Vediamo anche prospettive per una migliore crescita dei ricavi aziendali nel medio termine, dati i fattori favorevoli derivanti dalla spesa fiscale e dagli incrementi di produttività consentiti dall'intelligenza artificiale. Alla fine, la prospettiva di un'inflazione leggermente più elevata e di una crescita migliore implica che un premio per il rischio azionario (approssimato in questo caso dalla differenza tra i rendimenti dei Treasury a 10 anni e il rendimento degli utili dell'S&P 500) compreso tra lo 0% e il 2% ha più senso rispetto al 3-5% del contesto post-GFC.



Per finire, osserviamo diverse tendenze nei titoli azionari sia quotati che non, le quali, a nostro avviso, potrebbero generare una sovraperformance a lungo termine.

La promessa dell'intelligenza artificiale (AI) non è certo un segreto. Noi riteniamo che potrebbe avere profonde conseguenze sulla produttività e sulla redditività aziendale.

Sembra che l'intelligenza artificiale abbia già avviato un nuovo ciclo di ricerca e sviluppo tecnologico. I budget per le attività di ricerca e sviluppo delle cinque principali aziende tecnologiche hanno infatti raggiunto 200 miliardi di USD l'anno e si stanno rapidamente avvicinando alla spesa del governo degli Stati Uniti per le stesse attività (~250 miliardi di USD). Si stanno ampliando anche i casi d'uso. Ad esempio, secondo un recente studio un modello basato sull'intelligenza artificiale può superare radiologi esperti nell'individuazione di tumori maligni al pancreas; l'intelligenza artificiale ha inoltre contribuito a ridurre le scie di condensazione degli aereogetti che contribuiscono al riscaldamento globale.

JPMorgan Chase si aspetta che quest'anno l'integrazione dell'intelligenza artificiale e dell'apprendimento automatico nei propri processi possa incidere sugli utili per oltre 1 miliardo di USD. Come investitori, ci concentriamo sull'accesso al potenziale dell'intelligenza artificiale attraverso i leader dei settori software e hardware destinati a trarne vantaggio. Sul fronte privato, consigliamo di rivolgersi ai gestori dell'azionario growth per individuare nuove imprese connesse all'intelligenza artificiale e suscettibili di rivelarsi efficaci fattori dirompenti.

I farmaci per la perdita di peso GLP-1 potrebbero continuare a creare divergenze all'interno e all'esterno del settore sanitario. Crediamo che circa 2 milioni di persone negli Stati Uniti stiano attualmente assumendo farmaci GLP-1 per la gestione del peso. Quasi 100 milioni di americani obesi potrebbero potenzialmente trarre beneficio dal

In qualità di investitori, vediamo un potenziale di rialzo nei titoli dei produttori di farmaci che stanno conquistando una quota crescente del mercato della perdita di peso

farmaco, ma i costi rappresentano un vero ostacolo. Ad esempio, il prezzo di listino per Mounjaro è superiore a 1.000 USD al mese, ovvero più del costo pro capita per gli alloggi, che ammonta a 650 USD per il 20% dei soggetti a più alto reddito. Ciononostante, le vendite di queste tipologie di farmaci potrebbero raggiungere i 100 miliardi di USD entro il 2030 (contro gli attuali 6 miliardi di USD), sulla base di ipotesi relativamente prudenti sulla penetrazione totale del mercato.

Allo stesso tempo, riteniamo che alcuni titoli di società del settore dei beni di consumo di primari e di dispositivi medicali siano stati ingiustamente penalizzati da investitori focalizzati esclusivamente sull'impatto dei GLP-1. In questo segmento scorgiamo opportunità selezionate.

Infine, le aziende di tutti i settori trarranno presumibilmente vantaggio da una rinnovata attenzione alle infrastrutture, all'edilizia e alla spesa per la difesa. A partire dal 2021, la spesa privata effettiva per le strutture manifatturiere è raddoppiata, spinta in gran parte dalle fabbriche di semiconduttori. Le stime sugli utili sono raddoppiate per le aziende le cui attività sono legate all'elettrificazione.

Come valutare al meglio questi diversi scenari azionari? Bisogna tenere presente che si sta investendo in un contesto di tassi più elevati. Ciò potrebbe essere utile per strutturare il proprio posizionamento azionario in modo da limitare l'esposizione ai ribassi, generare rendimenti o aumentare il potenziale di rialzo in base alle nostre aspettative per il prossimo anno.

Nei mercati privati, continuiamo a scorgere opportunità nei fondi di private equity secondari, poiché la mancanza di distribuzioni (la più bassa dal 2009) costituisce un catalizzatore per gli investitori istituzionali che desiderano monetizzare le loro attuali partecipazioni. Ci stiamo inoltre concentrando sulla compensazione del maggior costo del debito, ponendo l'attenzione in particolare sui manager di buyout che operano in settori a maggiore crescita, come tecnologia, sanità e sicurezza.

Ci aspettiamo che il rally del mercato azionario visto nel 2023 prosegua anche nel 2024. Quando si tratta di apprezzamento del capitale, ovvero un elemento fondamentale di qualsiasi piano finanziario, le azioni possono inoltre continuare a offrire ai portafogli di investimento una crescita composta a lungo termine.



Vediamo opportunità
nei fondi di private
equity secondari.



05

Incombono
minacciose situazioni
di stress per il credito,
ma probabilmente
avranno portata
limitata.



Ci attendiamo che nel prossimo anno ci saranno maggiori tensioni in alcuni settori del complesso creditizio.

Una circostanza inevitabile del ciclo economico è che i tassi di interesse più elevati rendono più difficile ottenere credito. Famiglie e aziende possono naturalmente continuare a ottenere denaro in prestito anche quando il credito è limitato, ma non così facilmente e nelle modalità a cui sono abituate.

Non per niente, ci attendiamo che nel prossimo anno ci saranno maggiori tensioni in alcuni settori del complesso creditizio. I settori vulnerabili includono: prestiti immobiliari commerciali, prestiti con leva finanziaria e alcune aree del credito al consumo (ad esempio automobili e carte di credito) e credito societario High Yield. I titoli azionari delle società small cap potrebbero essere analogamente colpiti da tassi più elevati, considerati i livelli di indebitamento nei loro bilanci.

Riteniamo tuttavia che queste tensioni legate all'aumento dei tassi saranno gestibili e, cosa più importante, non sufficienti a causare una recessione nel 2024.

In effetti, in seguito all'aumento dei tassi, alcuni settori dell'economia hanno ottenuto risultati migliori di quanto alcuni si aspettassero.

Ad esempio, i valori delle case residenziali negli Stati Uniti hanno tenuto conto del recente e sostanziale aumento dei tassi ipotecari. Anche se l'attività di finanziamento è crollata (JPMorgan Private Bank e Wealth Management sottoscriveranno solo un terzo dei mutui concessi nel 2021), i prezzi delle case sono stati sostenuti dall'offerta più bassa mai registrata.

Anche il credito societario ha tenuto bene in numerosi mercati globali, poiché le società statunitensi ed europee (sia Investment Grade

che High Yield) hanno approfittato dei bassi tassi d'interesse degli anni precedenti per allungare le scadenze dei loro debiti. È inoltre degno di nota il fatto che, per trarre vantaggio dai tassi più elevati nei propri portafogli a reddito fisso, le società abbiano aumentato le loro partecipazioni in strumenti equivalenti alla liquidità con duration più breve, che ora fruttano pagamenti di cedole più elevati.² Tutto ciò comporta che il pagamento degli interessi delle società non finanziarie come quota degli utili al netto delle imposte abbiano raggiunto i livelli più bassi dal 1980 a oggi.

TUTTO SISTEMATO: I BILANCI AZIENDALI MOSTRANO ONERI PER INTERESSI AI MINIMI STORICI

Pagamento netto degli interessi come quota degli utili al netto delle imposte



Fonti: Haver Analytics, U.S Department of Commerce. Dati al 30 giugno 2023.

² Secondo i dati sui flussi finanziari, la percentuale di attivi equiparabili al contante nel settore delle società non finanziarie (depositi liberi + depositi a risparmio + quote di fondi del mercato monetario) è attualmente intorno al 5,5%, in aumento rispetto al 4% degli anni 2010 al 2-3,5% degli anni '90 e 2000.

Riteniamo, tuttavia, che i tassi di interesse più elevati stiano limitando il flusso di credito. L'indebitamento delle imprese e delle famiglie statunitensi è più o meno paragonabile a quello della maggior parte degli anni 2010, un periodo in cui l'economia era ancora in fase di riduzione dell'indebitamento a causa della GFC. Nell'Eurozona, i prestiti bancari a famiglie e imprese crescono al ritmo più lento dal 2015. In effetti, tassi di interesse più elevati sembrano essere molto più onerosi per l'economia europea rispetto a quella americana.

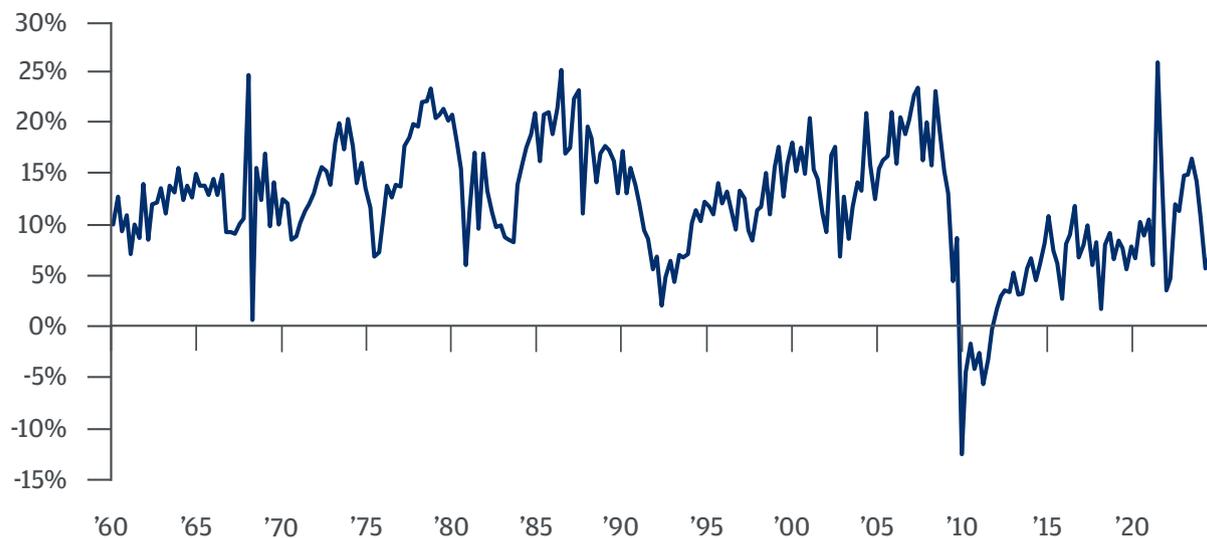
Iniziamo a vedere crepe in alcune aree del complesso creditizio, in particolare in quelle più esposte ai tassi di interesse variabili o alle scadenze a breve termine. Oltre il 50% dei prestiti immobiliari

commerciali sono a tasso variabile e quasi 2 mila miliardi di USD di debito immobiliare commerciale scadranno entro il 2025. Gli spread sui titoli garantiti da mutui ipotecari commerciali con rating BBB si avvicinano infatti a 1000 punti base (un valore superiore ai picchi della crisi causata dalla pandemia di Covid), mentre gli spread dell'High Yield rimangono ben ancorati.

Nel credito aziendale, il settore sanitario è particolarmente sotto stress, rappresentando oltre un quarto di tutte le insolvenze creditizie aziendali da inizio anno. Il settore si trova ad affrontare ostacoli normativi, inflazione del lavoro (che riduce i margini) e pagamenti dovuti a risarcimenti (ad esempio, legati a cause relative agli oppioidi).³

L'ODIERNA CRESCITA DEL CREDITO RICORDA GLI ANNI 2010, UN DECENNIO DI RIDUZIONE DELL'INDEBITAMENTO POST-CRISI FINANZIARIA

Nuovi prestiti delle imprese e delle famiglie non finanziarie come percentuale del GVA



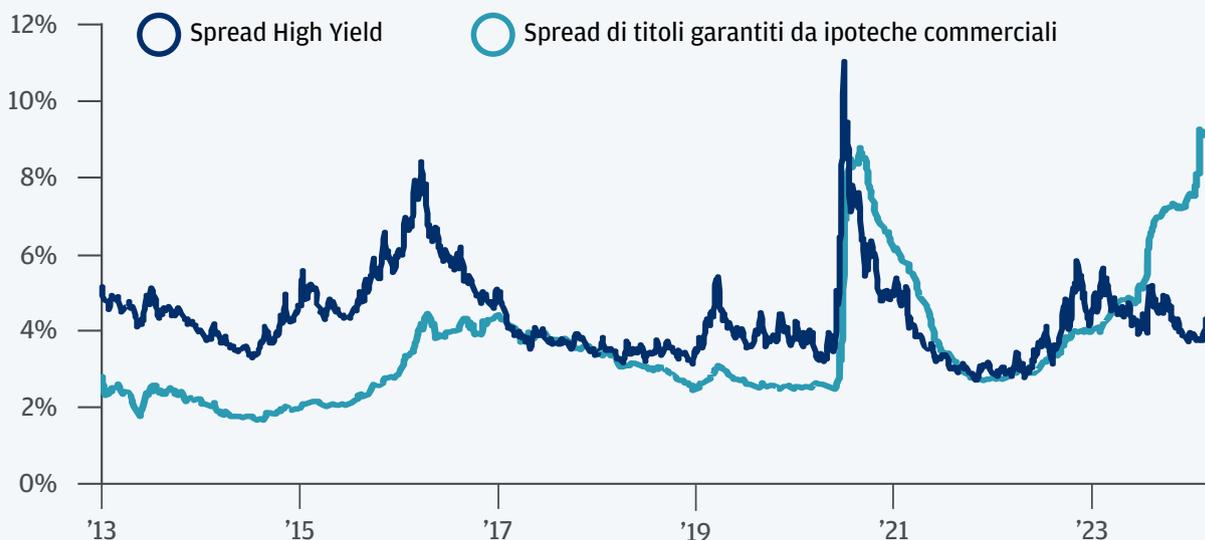
Fonte: Haver Analytics, dati ad aprile 2023.

³ Nelson Jantzen e Tony Linares, "Default Monitor: High Yield and Leveraged Loan Research", J.P. Morgan Corporate Investment Bank Global Research, 2 ottobre 2023.

I mercati dei leveraged loan statunitensi hanno già avvertito il colpo dei tassi più alti. Di conseguenza, i tassi di insolvenza sono ora più alti di quelli delle obbligazioni High Yield (un'anomalia storica). Naturalmente, molte banche regionali statunitensi si trovano inoltre sotto pressione, perché costrette a guadagnare tassi bassi su vecchi prestiti, mentre devono pagare tassi sempre più alti sulla liquidità per attrarre depositi. Il debito immobiliare commerciale nei bilanci delle banche regionali non fa altro che esacerbare tali tensioni.

I SETTORI SOVRAINDEBITATI MOSTRANO GIÀ SEGNALI DI STRESS

Spread di titoli garantiti da ipoteche commerciali e spread High Yield, %



Fonti: Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Dati al 19 novembre 2023.

A conti fatti, tuttavia, riteniamo che questi problemi saranno contenuti. Non crediamo che condizioni creditizie più restrittive portino a una vera e propria stretta creditizia.

Per gli investitori, le tensioni nel complesso creditizio possono creare un'ampia gamma di opportunità di investimento.

Riteniamo che le strategie di relative value, in particolare quelle di gestori di fondi in grado di individuare stress e anomalie a livello di settore, o addirittura di sottosectore, siano posizionate per trarre vantaggio dal prossimo ciclo del credito.

I fondi di private credit statunitensi potrebbero inoltre continuare a sottrarre quote di mercato ai mercati High Yield e dei leveraged loan. Attualmente, i prestiti diretti da parte di istituti di credito privati rendono più del 12%, anche se le metriche di rischio, come il rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA per i mutuatari, sono migliorati. I covenant stipulati per i finanziatori sono inoltre più rigorosi rispetto ai mercati dei leveraged loan. A nostro avviso, il private credit fa buona concorrenza al private equity per trovare posto nei portafogli degli investitori.

Lo stress registrato nei mercati immobiliari commerciali potrebbe infine creare opportunità per gli investitori che hanno capitale da offrire, dal momento che le banche regionali cercano di evitare i prestiti e i mutuatari esistenti potrebbero essere chiamati a coinvolgere dei partner per rifinanziarsi.

Inevitabilmente, forse, il reset dei tassi di interesse ha avuto un impatto rilevante sui settori dell'economia che vi sono più sensibili. Riteniamo tuttavia che le conseguenze saranno contenute. La combinazione tra i forti cash flow delle famiglie e delle imprese e contesto inflazionistico più favorevole dovrebbe consentire alle Banche Centrali di abbassare i tassi di interesse prima che queste sacche di stress creditizio danneggino gravemente i portafogli.



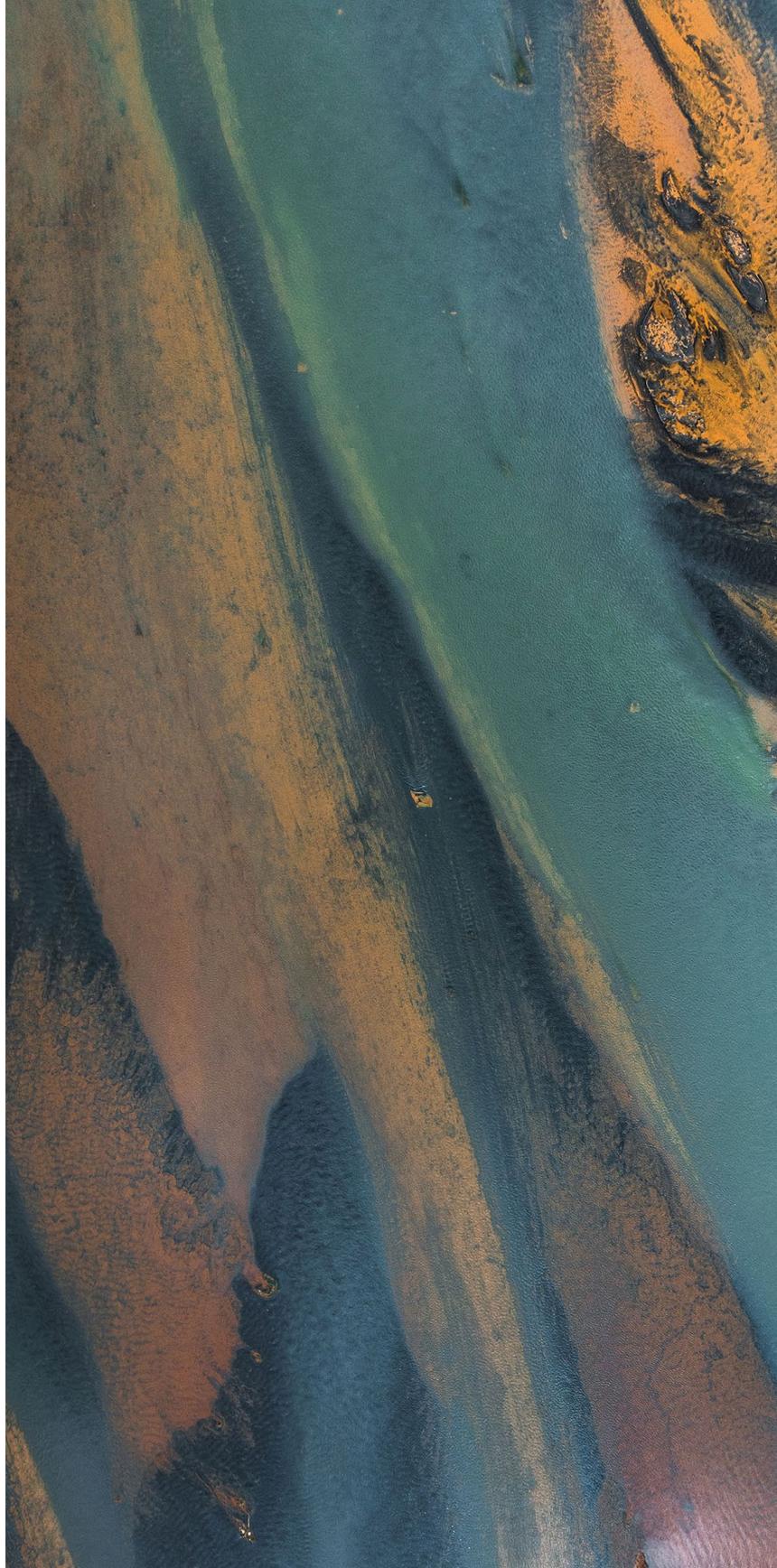
Conclusioni

La riconfigurazione del panorama d'investimento

In vista del 2024, gli investitori avranno a disposizione più opzioni per i loro portafogli di quante ne abbiano mai avute da prima della GFC. I rendimenti obbligazionari sono elevati. Le valutazioni azionarie sono congrue. I mercati privati continuano a offrire un premio rispetto alle controparti pubbliche, diventando al contempo più accessibili agli investitori. Anche la liquidità non sembra poi così male.

Quasi certamente emergeranno nuovi rischi o se ne ripresenteranno di già incontrati. Negli Stati Uniti incombono le elezioni presidenziali. In Europa la crescita sembra soccombere rapidamente all'aumento dei tassi di interesse. La Cina potrebbe continuare a bilanciare due interessi contrastanti: alleggerire l'indebitamento nel settore immobiliare e sostenere i consumi interni. La guerra in Ucraina e il conflitto in Israele e Gaza sono in corso e potrebbero emergere nuovi focolai di tensioni geopolitiche.

Nel valutare le opzioni di investimento a disposizione, soppesate questi rischi. Valutatene le implicazioni, sia per il 2024 che per il futuro. Personalizzate le possibilità. E per finire, sfruttate il potere dei mercati per realizzare i vostri obiettivi finanziari a lungo termine.



Global Insights

Nelle nostre *Global Perspectives*, evidenziamo tre aree di opportunità per gli investitori internazionali:

01

L'azionario indiano è uno dei pochi, tra quelli dei Mercati Emergenti, in cui gli investitori azionari hanno beneficiato della crescita economica sottostante

02

Il settore europeo dei beni di lusso: marchi globali con un potere di determinazione dei prezzi duraturo, rinnovati grazie all'innovazione digitale

03

L'America Latina, in particolare il Messico, beneficiano del processo di near-shoring

Il reset dei tassi potrebbe creare una maggiore dispersione tra vincitori e vinti, a livello societario, e quindi maggiori opportunità per la gestione attiva. A nostro avviso, i mercati azionari fuori degli Stati Uniti offrono un terreno particolarmente fertile per i gestori attivi.

India

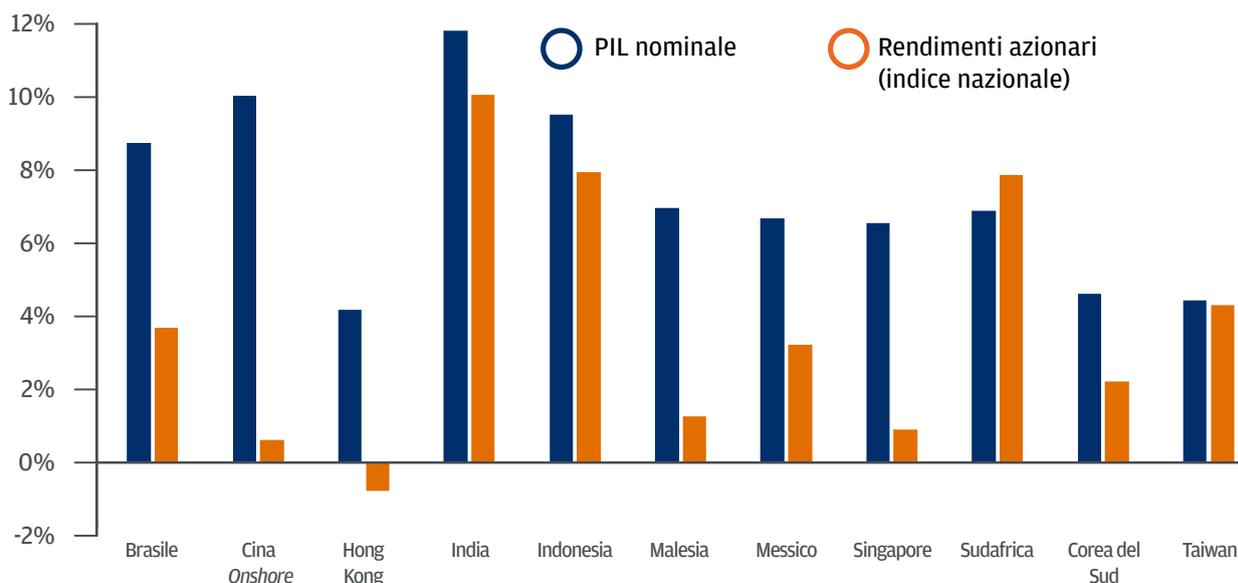
L'eccezione dei Mercati Emergenti: chi ha investito in India ha beneficiato della crescita economica

Gli investitori si sono rivolti ai Mercati Emergenti che promettevano una crescita più forte e molte di queste economie si sono infatti ampliate a un ritmo più rapido, rispetto alle omologhe dei Mercati Sviluppati. C'è però uno sviluppo che molti investitori non amano molto: nella maggior parte delle economie dei Mercati Emergenti (EM), gli utili societari non sono riusciti a tenere il passo con la crescita del PIL.

L'India rappresenta una sorprendente eccezione. Si tratta di uno dei pochi Mercati Emergenti in cui gli investitori azionari possono beneficiare della crescita economica sottostante. Gli utili delle società indiane, e quindi i rendimenti azionari, sono tendenzialmente cresciuti in linea con il PIL nominale. I dati degli ultimi 20 anni mostrano che l'India vanta una delle relazioni più strette tra crescita economica e rendimenti di mercato.

GLI UTILI SOCIETARI INDIANI TENGONO IL PASSO CON LA CRESCITA DEL PIL. QUESTA È UNA RARITÀ NELLE ECONOMIE EMERGENTI

Crescita del PIL nominale su base annua vs rendimenti degli indici azionari locali dal 2009, %



Fonte: Haver Analytics. Dati aggiornati a dicembre 2022.

I risultati passati non sono garanzia di quelli futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Secondo le LCTMA di J.P. Morgan Asset Management, l'economia indiana crescerà nominalmente del 10% circa nei prossimi 10-15 anni. A nostro avviso, ciò rende l'India una delle destinazioni d'investimento più interessanti nei Mercati Emergenti. Nella misura in cui diventa sempre più difficile trovare prospettive di crescita in un mondo sotto l'effetto di una stretta creditizia, i mercati indiani potrebbero risultare particolarmente interessanti per gli investitori globali.

DATI DEMOGRAFICI FAVOREVOLI, BASSA CORRELAZIONE CON LA CINA

Il potenziale di crescita dell'India è dovuto alla presenza di una classe media in espansione, alla digitalizzazione e, soprattutto, a dati demografici favorevoli. Probabilmente, l'offerta di lavoro in India aumenterà costantemente fino al 2030 e, dal momento che si tratta di un dato fortemente legato alla produzione, rappresenta un ampio

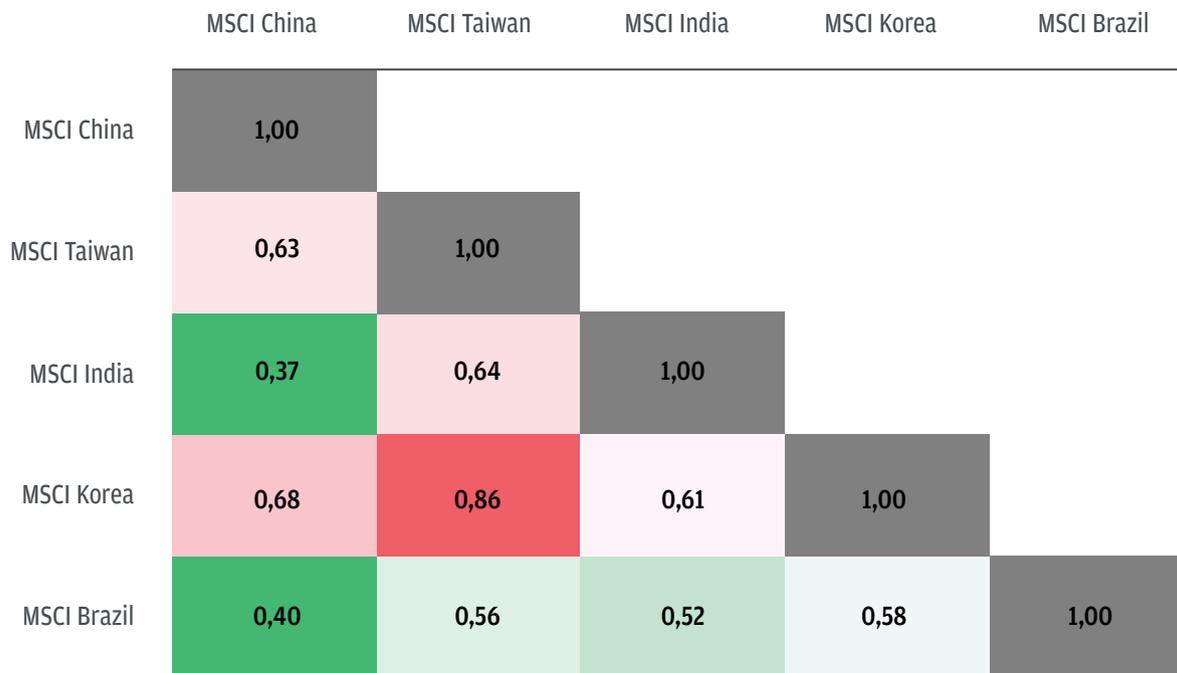
trampolino di lancio per la crescita economica, che potrà raggiungere tassi elevati e sostenuti.

Le prospettive dell'India sembrano particolarmente interessanti in un momento in cui il potenziale di crescita a lungo termine della Cina è diminuito, con conseguenze di vasta portata per l'economia globale in generale e per i Mercati Emergenti in particolare. Ad esempio la Cina, generando una fortissima domanda di semiconduttori, rappresenta la principale fonte di domanda commerciale per Corea e Taiwan. Si colloca inoltre come il più grande importatore e consumatore di un gran numero di importanti materie prime, con un impatto diretto sui principali esportatori, come Brasile e Sudafrica.

Per molti versi, le economie emergenti sono fortemente correlate al ciclo economico cinese, in particolare i principali Mercati Emergenti.

I MERCATI AZIONARI INDIANI SONO TRA QUELLI MENO CORRELATI ALLA CINA

Correlazioni dei mercati azionari dei Paesi Emergenti. Settembre 2009-2023, trimestrale



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati a novembre 2023.

Data la capitalizzazione di mercato delle società cinesi, infatti, Pechino domina di fatto l'intero complesso dei Paesi Emergenti. Per questo motivo, la mancanza di correlazioni rende l'India molto interessante agli occhi di molti investitori. Ciò è vero anche per la performance del mercato azionario. I mercati azionari indiani sono tra quelli meno correlati alla Cina.

LEGGERE LE VALUTAZIONI ALLA LUCE DI PROSPETTIVE A LUNGO TERMINE PIÙ ROSEE

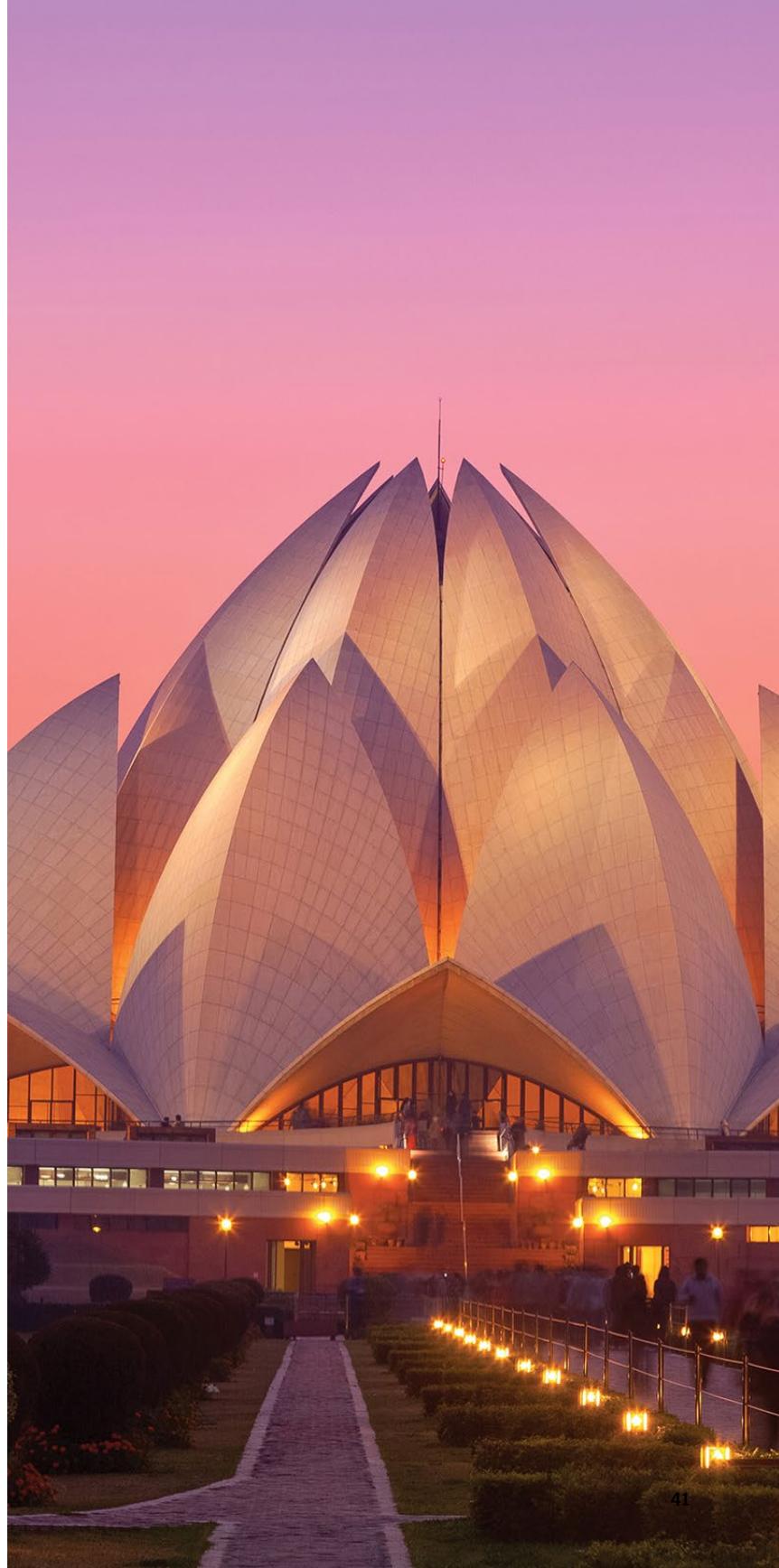
Le azioni indiane non sono sottovalutate. Gli stock vengono scambiati a multipli prezzo-utili (P/E) superiori alle medie storiche.

Le prospettive a lungo termine per l'economia e i mercati azionari indiani sembrano tuttavia migliori di quanto non lo fossero da anni. Possiamo indicare diverse ragioni:

- Un probabile e sostenuto aumento degli investimenti diretti esteri, dovuto alle tensioni tra Stati Uniti e Cina e di un reindirizzamento delle filiere produttive a vantaggio dell'India.
- Negli ultimi 10 anni le aziende hanno costantemente ridotto i livelli di indebitamento, lasciando spazio all'emergere di un nuovo ciclo creditizio.
- Le riforme strutturali nel settore bancario, una componente dominante del mercato azionario, sono studiate per migliorare la redditività e ridurre il rischio.
- Le politiche nazionali favorevoli alle imprese (comprese aliquote d'imposta più basse per le società) e le condizioni di credito preferenziali per creare impianti di produzione nel paese.

Siamo dell'avviso che, nei prossimi anni, questi fattori potrebbero collettivamente stimolare una crescita degli utili a un CAGR (tasso di crescita annua composto) compreso tra il 13 e il 16%. Ciò giustificerebbe l'attuale premio di valutazione delle azioni indiane rispetto ai dati storici.

In breve, ci aspettiamo che la crescita degli utili, strettamente legata alla rapida crescita dell'economia indiana, spinga nel tempo le azioni indiane al rialzo.



Europa

La reinvenzione digitale è il motore della rapida crescita del settore del lusso

I beni di lusso evocano da sempre note artigianali ed esclusive. Ora la trasformazione digitale e gli sviluppi demografici stanno cambiando il modo in cui i produttori di beni di lusso interagiscono con la clientela.

Si tratta di una manna soprattutto per l'Europa, dove ha sede il 90% circa di tutte le aziende di beni di lusso quotate a livello mondiale.

Cos'è cambiato? La presentazione di esperienze digitali, dove la raffinata rappresentazione della rivendita al dettaglio si adatta al mondo online (pensiamo allo streaming live con produzioni di alto valore e ai venditori digitali che hanno rapporti individuali con i clienti).

La strategia si è rivelata un grande successo ed è stata in grado di attirare nuovi consumatori sempre più disposti ad acquistare online articoli di grande valore. I consulenti di Bain & Co. hanno recentemente previsto⁴ che i siti web potrebbero diventare il canale principale per gli acquisti di lusso, con una quota di mercato stimata che dovrebbe raggiungere il 32-34% entro il 2030.

Al di là delle innovazioni digitali, i fattori di crescita includono:

- Una base clienti in espansione (da circa 400 milioni di persone nel 2022 a circa 500 milioni entro il 2030), sempre più dominata da persone con ampie disponibilità economiche
- La crescita dei consumi nei ME
- La domanda repressa, anche di consumatori europei, con risparmi in eccesso ancora considerevoli



I fondamentali delle principali società europee del settore dei beni di lusso sono solidi. Riteniamo che la domanda si manterrà robusta. In un contesto di inflazione generalmente più elevata, inoltre, il settore beneficerà del potere di determinazione dei prezzi che ha esercitato per decenni.

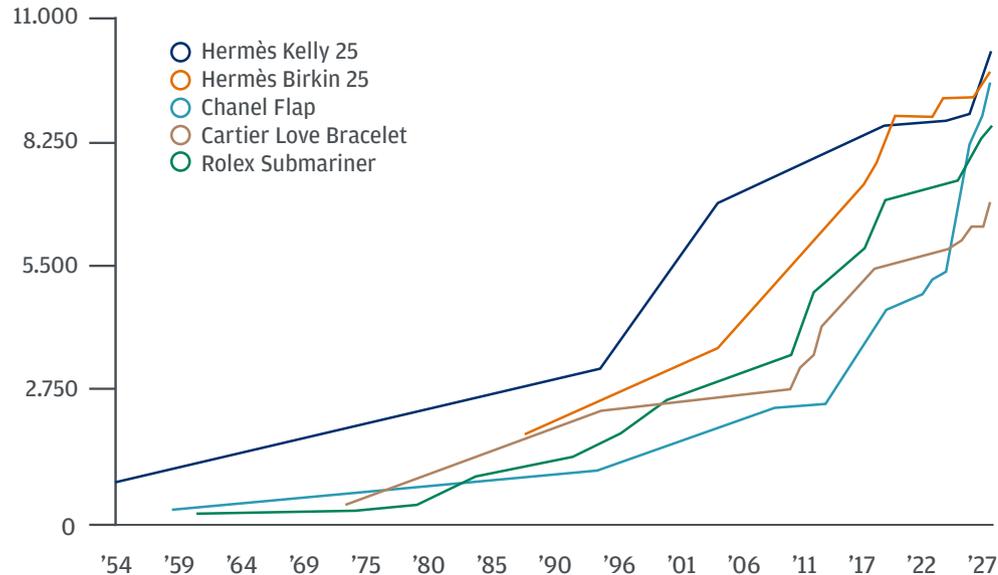
IL POTERE DELL'EFFETTO RICCHEZZA

La crescente base di consumatori del mercato del lusso è sempre più composta da persone con ampie disponibilità economiche, la cui spesa risente di meno delle recessioni. Secondo gli analisti di Bain & Co, il 40% della spesa di lusso del 2022 è riconducibile al 2% più ricco dei consumatori globali, rispetto al 35% del 2009. Bain prevede che il mercato globale del lusso raggiungerà 1.500 miliardi di EUR nel 2023, con un aumento dell'8-10% rispetto al 2022.

⁴ Bain & Company, Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound. Dati a dicembre 2022.

I MARCHI DI ALTISSIMA QUALITÀ ESERCITANO UN ECCEZIONALE POTERE DI DETERMINAZIONE DEI PREZZI CHE SI ESTENDE SU PIÙ CICLI

Prezzi dei beni di lusso dal 1950



Fonte: BlackRock. Dati al 30 agosto 2023. La menzione di una qualsivoglia società ha valenza esclusivamente esemplificativa e non va intesa come raccomandazione o approvazione da parte di J.P. Morgan in questo contesto.

La concorrenza per conquistare questi clienti potrebbe intensificarsi, se la crescita nel 2024 economica rallenterà (come prevediamo) e se gli aspiranti consumatori del lusso ridurranno la spesa. Il probabile risultato: i principali marchi di lusso diventeranno ancora più forti.

IL SALTO GENERAZIONALE, LA CRESCITA DEI CONSUMI NEI MERCATI EMERGENTI

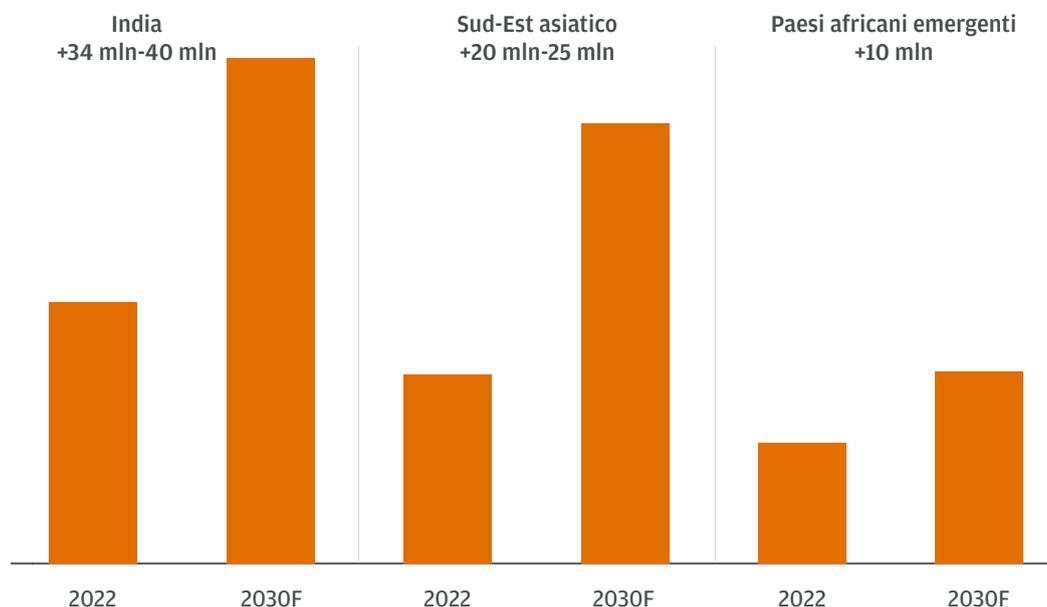
Il passaggio al digitale del settore stimola il coinvolgimento di nuovi clienti, il che provoca un salto generazionale: con la fine della pandemia, vediamo un aumento dei consumatori più giovani con un crescente interesse per gli stili di vita sostenibili. Questa nuova sensibilità ben si adatta all'appello del settore del lusso, ovvero "compra di meno ma compra meglio".

I consumatori dei Mercati Emergenti di ogni generazione stanno acquistando forza. Secondo le stime di Bain, entro il 2030 i paesi ad economia emergente potrebbero vedere aggiungersi circa 70 milioni di consumatori a reddito medio-alto. Sebbene lo stallo della ripresa cinese (soprattutto le difficoltà del suo mercato immobiliare) abbia recentemente intaccato la fiducia dei consumatori cinesi, è probabile che nel 2024 il settore dei beni di lusso recuperi.

I nuovi mercati del lusso, come l'India e i Mercati Emergenti del Sud-Est asiatico e dell'Africa, sembrano promettenti. Tra gli astri nascenti spicca l'India che potrebbe vedere l'arrivo di 35-40 milioni di nuovi consumatori a medio-alto reddito tra il 2022 e il 2030, pari a un'espansione del mercato del lusso fino a 3,5 volte le dimensioni odierne entro il 2030.

ENTRO IL 2030 I PAESI AD ECONOMIA EMERGENTE POTREBBERO VEDERE AGGIUNGERSI CIRCA 70 MILIONI DI CONSUMATORI A REDDITO MEDIO-ALTO

Consumatori di beni di lusso dei Mercati Emergenti



Fonte: Bain & Company. Dati al 10 novembre 2022.

DOMANDA REPRESSA, CALO DEI RISPARMI

In Europa, i consumatori sembrano destinati a spendere parte dei risparmi in eccesso accumulati dallo scoppio del Covid. Tra la fine del 2019 e il secondo trimestre del 2023, le famiglie dell'Area Euro hanno accumulato risparmi per circa 1.000 miliardi di USD in più rispetto a quanto avrebbero accumulato in assenza della pandemia. La Banca Centrale Europea stima che si tratti di circa il 12% del reddito medio disponibile dei nuclei familiari. Finora, l'importo complessivo del risparmio in eccesso non è diminuito e le famiglie appartenenti al quintile di reddito più elevato ne possiedono circa la metà. Non riteniamo che i fondi accumulati durante la pandemia saranno in grado di sostenere una diffusa impennata dei consumi. Tuttavia, anche calcolando un notevole

grado di cautela da parte dei consumatori, parte dei risparmi verranno probabilmente spesi, a tutto vantaggio di un'ulteriore spesa per i beni di fascia alta.

PUNTO DI INGRESSO INTERESSANTE PER GLI INVESTITORI

In un contesto segnato dalle incertezze per l'economia europea e dalle preoccupazioni per le prospettive di crescita della Cina, negli ultimi mesi le quotazioni del settore del lusso si sono mosse al ribasso. Dalla fine di marzo, i primi 10 titoli hanno lasciato sul terreno 190 miliardi di USD di valore di mercato, ovvero circa il 17%. Gli investitori che desiderano sfruttare le prospettive di crescita a lungo termine del settore potrebbero trovare un punto di ingresso interessante.

America Latina

Il near-shoring crea nuove possibilità per i mercati dell'America Latina

Dopo la GFC, la globalizzazione appare in declino. Stiamo assistendo all'ultimo capitolo di questo storico cambiamento: il commercio internazionale è profondamente cambiato per affrontare i colli di bottiglia nelle filiere produttive, causati dalla pandemia, e un contesto afflitto da crescenti tensioni geopolitiche.

Una tendenza ha preso saldamente piede: il near-shoring, ovvero lo spostamento della produzione verso i mercati principali da parte delle aziende. L'obiettivo a lungo termine delle aziende, ovvero rendere le filiere più resilienti, risulta oggi ancor più importante, dal momento che i team di management si concentrano sul mantenimento dei margini di utile e sulla diversificazione delle filiere in un mondo sempre più polarizzato.

IL MESSICO EMERGE COME CHIARO VINCITORE GRAZIE ALLA SUA POSIZIONE GEOGRAFICA E ALLA SUA STORIA

Il Messico è palesemente avvantaggiato dalla tendenza al near-shoring, data la sua posizione geografica e i legami di lunga data con gli Stati Uniti. Ma anche molti paesi dell'America Centrale e del Sud America potrebbero aumentare le esportazioni verso gli USA. Secondo le stime dell'Inter-American Development Bank, nei prossimi anni il near-

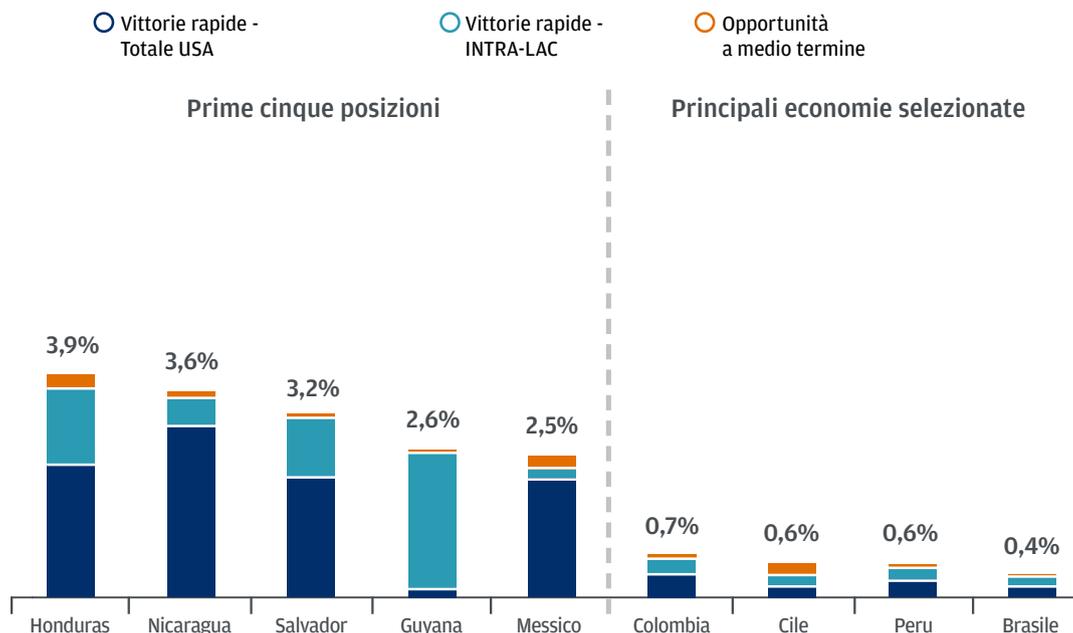
shoring potrebbe comportare un aumento dei beni e servizi provenienti dall'America Latina e dai Caraibi per 800 miliardi di USD.

Mentre le aziende latinoamericane incrementano i loro scambi commerciali con gli Stati Uniti, gli esportatori cinesi sono in ritirata. Nel 2016, durante il periodo di picco, la quota cinese delle importazioni statunitensi era pari al 21,6%. Nell'agosto 2023 tale quota si era quasi dimezzata, arrivando al 13,5%. In questi sette anni, i paesi dell'ASEAN (Associazione dei paesi del Sud-Est asiatico) hanno aumentato la loro quota di importazioni statunitensi dal 13% al 17% e quella dai paesi dell'Unione europea dal 15% al 19%.



L'AMERICA CENTRALE HA MOLTE OPPORTUNITÀ PER AUMENTARE LA SUA QUOTA DI MERCATO

Potenziali opportunità per un aumento delle esportazioni come percentuale del PIL nominale nel 2022



Fonti: IADB. Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati a dicembre 2022.

Nel valutare il potenziale impatto del near-shoring sul PIL interno dei diversi paesi, vediamo che America Centrale e Messico ne trarranno i maggiori benefici.

Su base nazionale, la quota del Messico è quella che è cresciuta di più, passando dal 13% al 16%, quando il paese è diventato il principale partner commerciale degli Stati Uniti. Il successo messicano potrebbe aprire la porta ad altri paesi della regione, che potrebbero trarre beneficio della vicinanza geografica del Messico alla più grande economia del continente.

Gli investitori potrebbero avere difficoltà ad accedere ai vantaggi offerti dalla maggiore crescita dell'America Centrale attraverso il mercato azionario. D'altro canto, il mercato azionario messicano riflette

ampiamente la crescita del PIL che il near-shoring ha contribuito a stimolare, data l'esposizione dell'indice ai consumi interni. Stimolando la creazione di posti di lavoro, il settore manifatturiero legato al near-shoring genera reddito e quindi funge da motore per l'attività economica interna.

In particolare, anche dopo che negli ultimi due anni i titoli messicani hanno sovraperformato quelli dei Mercati Emergenti e globali, le valutazioni sono ancora inferiori alla media decennale. A livello settoriale, il settore immobiliare industriale in Messico dovrebbe continuare a sovraperformare, secondo noi. Gli investitori possono scoprire opportunità immobiliari industriali sia nei mercati pubblici che nei mercati privati.

Esaminando il potenziale impatto del near-shoring su specifiche categorie di prodotti, vediamo che i beni industriali (elettrici, macchinari, veicoli) e i beni di consumo (calzature, giocattoli, ottica) sono tra i beni d'importazione negli Stati Uniti che potrebbero subire la conquista di maggiori quote di mercato da parte dell'America Latina e dell'America Centrale.

INTEGRAZIONE REGIONALE E SFIDE SUL FRONTE DELLE POLITICHE

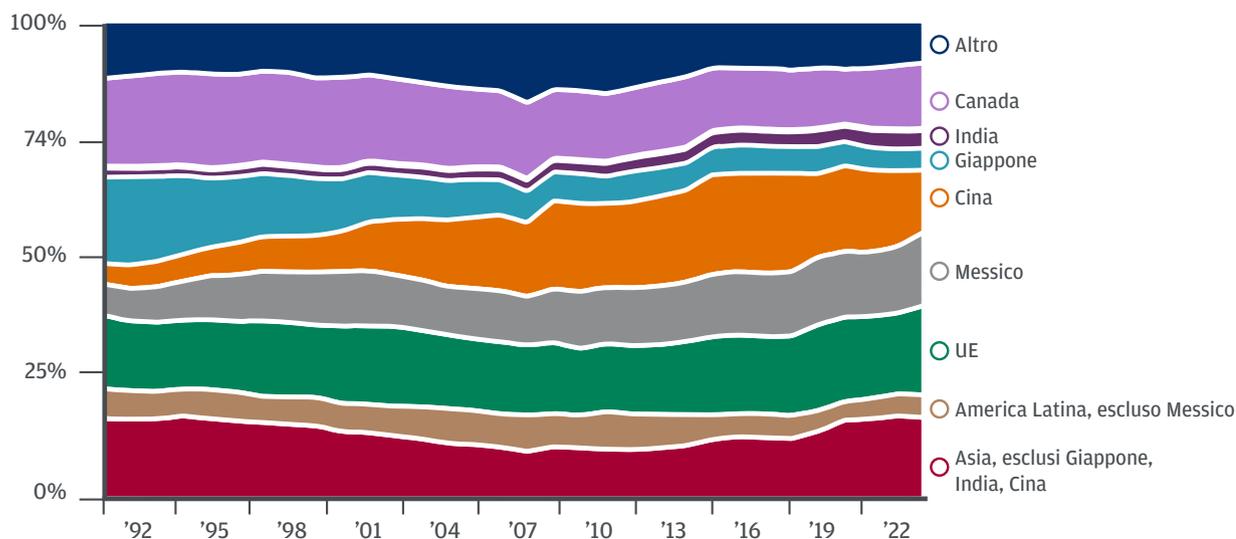
La conquista di quote di mercato è tuttavia lungi dall'essere garantita. Da un lato, saranno necessari spesa pubblica e investimenti privati, per stimolare i necessari miglioramenti nelle infrastrutture e nelle disponibilità energetiche (in particolare per quanto riguarda l'energia "verde"). Affinché l'intera regione possa sfruttare i vantaggi del near-shoring, sarà necessaria anche un'integrazione regionale, soprattutto per quanto riguarda le infrastrutture, la logistica e le normative aziendali. Ad esempio, le esportazioni tessili dall'America Centrale potrebbero passare attraverso il confine messicano senza incorrere in ingenti costi logistici.

Infine, le politiche pubbliche assumeranno un'importanza fondamentale, poiché le tensioni legate all'estrema sperequazione dei redditi, e le politiche dei partiti di sinistra più in generale, potrebbero limitare gli investimenti strutturali necessari per sfruttare appieno le opportunità di esportazione.

Le sfide abbondano e il percorso non sarà agevole. Il near-shoring e la diversificazione delle filiere produttive potrebbero tuttavia stimolare un'importante crescita del PIL nell'America Latina. Crediamo che questa sia un'opportunità d'investimento pluriennale in grado di avvantaggiare la regione nel suo complesso, con il Messico come principale beneficiario. Riteniamo che gli attuali prezzi di mercato non rispecchino ancora il pieno potenziale. Le azioni dell'America Latina, scambiate sotto ai multipli storici, offrono agli investitori un accesso ai potenziali benefici a lungo termine che il near-shoring potrà portare, attraverso investimenti privati e pubblici, migliori infrastrutture e aumento dei prezzi delle materie prime. Per gli investitori globali, questa è, secondo noi, una combinazione molto interessante.

IL MESSICO È AVVANTAGGIATO DAI SUOI LEGAMI A LUNGO TERMINE CON GLI STATI UNITI

Origine delle importazioni statunitensi, per regione e principali partner commerciali



Fonte: DataWeb. Dati al 31 agosto 2023.

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.

EXECUTIVE SPONSOR

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Kristin Kallergis Rowland

Global Head of Alternative Investments

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Non vi è alcuna garanzia che i professionisti attualmente impiegati da JPMorgan Chase Bank, N.A. continueranno a essere impiegati da JPMorgan Chase Bank, N.A. né che la performance o il successo passati di tali professionisti siano indicatori della performance o del successo futuri di tali professionisti.

ABBREVIAZIONI

pb: Punti base

Covid-19: Malattia da coronavirus 2019

IPC: Indice dei prezzi al consumo

MS: Mercati Sviluppati

ME: Mercati Emergenti

EMEA: Europa, Medio Oriente e Africa

EUR: Euro

Fed: Federal Reserve

PIL: Prodotto interno lordo

GFC: Crisi finanziaria globale

LATAM: America Latina

U.K.: Regno Unito

USA: Stati Uniti

USD: Dollaro USA

A/A: Su base annua

YTD: Da inizio anno

INFORMAZIONI IMPORTANTI

I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutte le società citate sono mostrate solo a scopo illustrativo e non sono da intendersi come una raccomandazione o avallo da parte di J.P. Morgan in questo contesto. 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.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Nota: gli indici sono a soli scopi illustrativi, non sono prodotti d'investimento e non è possibile investirvi direttamente. Gli indici hanno capacità previsionali o comparative intrinsecamente scarse. Tutti gli indici sono denominati in dollari statunitensi, salvo diversa indicazione.

L'indice **Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index** fornisce un'ampia base rappresentativa dei mercati globali del debito a tasso fisso Investment Grade. Il Global Agg Index contiene tre componenti principali: l'aggregato statunitense (300 milioni di dollari), l'aggregato paneuropeo (300 milioni di euro) e l'indice aggregato Asia-Pacifico (35 miliardi di yen). In aggiunta ai titoli di questi tre benchmark (94,1% del valore di mercato complessivo del Global Aggregate al 31 dicembre 2009), l'indice comprende anche titoli idonei ad essere inseriti negli indici Global Treasury, Eurodollar (300 milioni di USD), Euro-Yen (25 miliardi di JPY), Canadian (l'equivalente di 300 milioni di USD) e Investment Grade 144A (300 milioni di USD) che non siano già inclusi negli indici aggregati regionali. La famiglia di indici Global Aggregate comprende un'ampia gamma di sottoindici standard e ad hoc compilati secondo parametri di liquidità, settoriali, qualitativi e di durata delle emissioni. Il Global Aggregate è stato creato nel 1999 come costituente del Multiverse Index e le sue performance storiche sono state calcolate ex-post a partire dal 1° gennaio 1990. Tutti gli indici sono denominati in dollari statunitensi.

L'indice **Bloomberg U.S. Corporate Bond Index** misura il mercato delle obbligazioni societarie imponibili Investment Grade e a tasso fisso. Include titoli denominati in USD emessi pubblicamente da emittenti industriali, di servizi pubblici e finanziari statunitensi e non.

L'indice **NCREIF Real Estate** è un indicatore del tasso di rendimento totale di una serie trimestrale composita della performance d'investimento di un insieme molto ampio di singole proprietà immobiliari commerciali, acquisite sul mercato privato a soli fini d'investimento. Tutte le proprietà dell'NPI sono state acquisite, almeno in parte, per conto di investitori istituzionali esentasse: la maggior parte di questi sono fondi pensionistici. Pertanto, tutti gli immobili sono posseduti in un ambiente fiduciario.

L'indice **MSCI China Index** coglie la rappresentazione delle società large e mid cap attraverso azioni A, H e B cinesi, Red chips, P chips e quotazioni estere (ad es. ADR).

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.

L'indice **NASDAQ-100 Index** è un indice modificato, ponderato per la capitalizzazione dei 100 emittenti nazionali e internazionali non finanziari di maggiori dimensioni e maggiormente attivi, quotati sul NASDAQ. Nessun titolo può avere un peso superiore al 24%. Prima del 21 dicembre 1998, il Nasdaq 100 era un indice ponderato per la capitalizzazione.

L'indice **Standard and Poor's Midcap 400 Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione che misura la performance del segmento di fascia media del mercato azionario statunitense.

L'indice **Russell 2000 Index** è composto dalle 2000 società di minori dimensioni dell'indice Russell 3000, che rappresentano circa l'8% della capitalizzazione di mercato totale del Russell 3000.

L'indice **S&P 500® Equal Weight Index (EWI)** è la versione equiponderata del popolare S&P 500. L'indice comprende gli stessi costituenti dell'S&P 500, ponderati per la capitalizzazione ma, in occasione di ogni ribilanciamento trimestrale, a ciascuna società dell'S&P 500 EWI viene assegnato un peso fisso ovvero lo 0,2% del totale dell'indice.

L'indice **STOXX Europe 600 Index** deriva dallo STOXX Europe Total Market Index (TMI) ed è un sottoindice dello STOXX Global 1800 Index. Con un numero fisso di 600 componenti, l'indice STOXX Europe 600 rappresenta società large, mid e small cap in 17 Paesi della regione europea.

L'indice **MSCI EM (Emerging Markets) Index** è un indice azionario ponderato per il flottante che replica l'andamento di società large e mid cap dei Mercati Emergenti (ME) e copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato rettificata per il flottante di ciascun paese.

L'indice **CSI 300 Index** è un indice ponderato per il flottante composto da 300 azioni di classe A quotate sulle borse di Shanghai o Shenzhen.

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

L'indice **MSCI World Index** 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 **STOXX Europe 600 Index (SXXP Index)**: replica 600 società quotate in borsa con sede in uno di 18 paesi dell'UE. L'indice comprende società small,

mid e large cap. I paesi rappresentati nell'indice sono Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Olanda, Islanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

L'indice **IBOV Index** è un indice total return lordo ponderato per la capitalizzazione di mercato del flottante ed è composto dai titoli azionari più liquidi negoziati sulla Borsa di San Paolo del Brasile.

L'indice **Hang Seng Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione del flottante di una selezione di società quotate sulla Borsa di Hong Kong. I titoli che compongono l'indice sono suddivisi in quattro sottocategorie: Commercio e industria, Finanza, Utility e Immobiliari.

L'indice **S&P BSE Sensex Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione. I componenti dell'indice sono stati selezionati in base alla liquidità, alla profondità, alla profondità di adeguamento del flottante e alla quota di mercato nel settore di riferimento.

L'indice **Jakarta Stock Price Index** è un indice modificato, ponderato per la capitalizzazione di tutte le azioni quotate nel listino azionario dell'Indonesia Stock Exchange.

L'indice **FTSE Bursa Malaysia KLCI Index** comprende le 30 principali società per capitalizzazione completa del mercato nel listino principale di Bursa Malaysia.

L'**S&P/BMV IPC** intende misurare la performance dei titoli azionari più grandi e liquidi quotati sulla "Bolsa Mexicana de Valores". L'indice è concepito per fornire una base di confronto ampia, rappresentativa ma facilmente replicabile a copertura del mercato azionario messicano. I costituenti sono ponderati per la capitalizzazione di mercato modificata, soggetta a requisiti di diversificazione.

L'indice **Straits Times Index (STI)**, gestito e calcolato da FTSE, è l'indice di riferimento e il barometro di mercato più seguito a livello mondiale per Singapore. Creato nel 1966, monitora la performance delle 30 principali società a maggiore capitalizzazione e liquidità quotate sul Singapore Exchange.

L'indice **FTSE/JSE Top 40 Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione. Le società incluse in questo indice sono le 40 principali società per capitalizzazione di mercato incluse nell'indice FTSE/JSE All Shares Index.

L'indice **KOSPI Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie quotate sul listino principale di Korea Exchange.

L'indice **TWSE, o TAIEX Index**, è un indice ponderato per la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie quotate e negoziate sul Taiwan Stock Exchange.

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

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

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

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.

RISCHI PRINCIPALI

Investire in strumenti alternativi comporta rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali e questo tipo di approccio è adatto solo a investitori sofisticati. Gli investimenti alternativi comportano rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali e non devono essere considerati un programma di investimento completo. Non sono efficienti sotto il profilo fiscale e prima di investire gli investitori devono consultare il proprio consulente fiscale. Gli investimenti alternativi hanno commissioni più elevate rispetto agli investimenti tradizionali e possono inoltre fare un elevato ricorso alla leva e impegnarsi in tecniche di investimento speculative, che possono aumentare il potenziale di perdita o guadagno dell'investimento. Il valore degli investimenti può sia aumentare che diminuire e gli investitori potrebbero recuperare una somma inferiore all'importo inizialmente investito.

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 internazionali possono non essere indicati per tutti gli investitori. Gli investimenti internazionali comportano rischi e volatilità maggiori. Le fluttuazioni dei cambi e le differenze nelle politiche fiscali e contabili dei paesi esterni 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.

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.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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 i servizi sono offerti in tutte le sedi. Persone con disabilità e che richiedono ulteriore supporto nella visualizzazione del materiale possono contattare il proprio team J.P. Morgan o scrivere all'indirizzo e-mail accessibility.support@jpmorgan.com per ricevere assistenza. **Si raccomanda di leggere tutte le informazioni importanti.**

JPMAM - LONG-TERM CAPITAL MARKET ASSUMPTIONS

Date la complessità del calcolo del rapporto di rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul buon senso oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa nel definire le strategie di allocazione. Si fa presente che tutte le informazioni riportate sono basate su analisi qualitative. L'esclusivo affidamento a queste ultime è sconsigliato. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in una particolare classe di attivi o strategia, né una garanzia di rendimenti futuri. Si segnala che le classi di attivo e le ipotesi strategiche riportate nel presente sono esclusivamente passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. I riferimenti a rendimenti futuri non sono indicativi né garanzia dei rendimenti effettivamente conseguibili dai portafogli dei clienti. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a solo scopo illustrativo. Non vanno intese come raccomandazioni d'acquisto o di vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle condizioni di mercato correnti sono frutto del nostro giudizio e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni riportate nel presente documento sono ritenute attendibili, ma non se ne garantisce la correttezza o la completezza. Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi né deve essere utilizzato come una consulenza contabile, legale o fiscale. I risultati delle ipotesi sono indicati a solo scopo illustrativo/analitico e sono soggetti a limitazioni rilevanti.

Le stime di rendimenti "attesi" o "alfa" sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni dei dati storici da cui tali stime sono desunte determineranno

implicazioni diverse per i rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivi sono dipendenti da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, come in passato, pertanto un investitore non dovrebbe aspettarsi di conseguire risultati simili ai dati riportati nel presente. I riferimenti a rendimenti futuri sia per le strategie di asset allocation che per le classi di attivi non rappresentano una garanzia dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, gli investitori potenziali non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel decidere se investire. Il modello non può tenere conto dell'impatto che fattori economici, di mercato e di altra natura possono avere sull'implementazione e sulla regolare gestione di un effettivo portafoglio d'investimento. A differenza delle performance di portafoglio reali, i

risultati del modello non riflettono contrattazioni, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori reali suscettibili di incidere sui rendimenti futuri. Gli assunti del modello sono solo passivi e non considerano l'impatto di una gestione attiva. La capacità di un gestore di conseguire simili rendimenti è soggetta a fattori di rischio che possono esulare in tutto o in parte dal controllo del gestore stesso.

Le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non sono da intendersi come consigli o raccomandazioni di acquisto o di vendita di strumenti finanziari in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Le previsioni, le cifre, le opinioni o le tecniche e strategie di investimento illustrate sono fornite unicamente a scopo informativo, sono basate su determinate ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione. Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per prendere una decisione d'investimento e non va utilizzato per valutare i vantaggi dell'investimento in determinati titoli o prodotti. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili e di stabilire, con l'assistenza dei propri consulenti finanziari di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti agli obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di aver ottenuto tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e che il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti, possono subire oscillazioni a seconda delle condizioni di mercato e delle convenzioni tributarie e che il capitale restituito agli investitori può essere inferiore a quello inizialmente investito. I rendimenti e la performance pregressi non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali e futuri. 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 incorrere in perdite maggiori.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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.

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).

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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 i 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 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.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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.

© 2023 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

J.P.Morgan PRIVATE BANK