

PROSPETTIVE DI METÀ ANNO 2025

# Abituiamoci all'incertezza

Cinque domande fondamentali che  
possono aiutare gli investitori a scoprire  
opportunità in un periodo di incertezza







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

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



# Introduzione

I mercati sono in costante evoluzione e gli investitori devono fare i conti con questa incertezza. Di fatto, mentre ci avviciniamo al giro di boa di questo 2025, la profondità e la portata delle incertezze sono stupefacenti, anche per chi, come noi, ha vissuto molti cicli di mercato nel corso degli anni.

Nelle nostre Prospettive di metà anno, cerchiamo di dare una risposta a cinque interrogativi fondamentali che possono aiutare a trovare nuove opportunità. È una pubblicazione tempestiva e ci auguriamo che la troverà utile.

Nel breve periodo ci aspettiamo un rallentamento dell'economia globale. I rischi di recessione sono palesemente aumentati. In ultima analisi, però, riteniamo che con il sostegno di programmi di spesa pubblica favorevoli alla crescita, l'economia si dimostrerà resiliente e riuscirà ad assorbire l'aumento dei dazi. Naturalmente, è impossibile per chiunque prevedere con precisione la traiettoria che seguiranno le politiche statunitensi, e questo sarà un fattore determinante per i mercati di tutto il mondo.

Oggi, in presenza di un ventaglio più ampio di esiti economici e di mercato riteniamo che sia più che mai necessario prendere in considerazione soluzioni in grado di rendere il portafoglio resiliente e, di conseguenza, posizionarlo adeguatamente per realizzare gli obiettivi patrimoniali prefissati. Il nostro obiettivo finale è quello di costruire portafogli forti che non solo si allineino a quelli che sono i nostri principali giudizi, ma che siano anche in grado di affrontare diversi scenari di rischio.

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

Cordiali saluti,



**David Frame**  
CEO, U.S. Private Bank



**Adam Tejpaul**  
CEO, International Private Bank

# Punti salienti

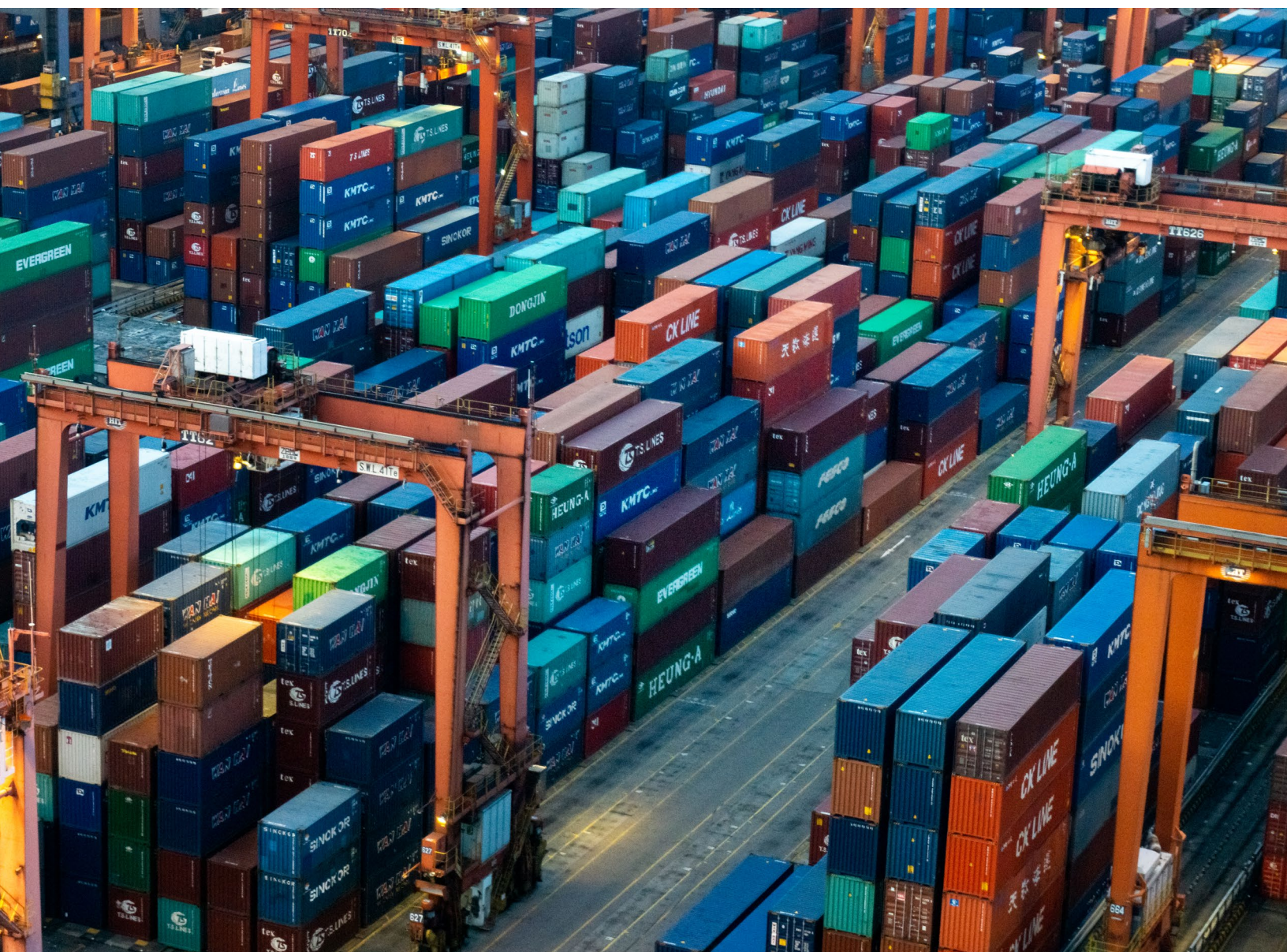
- ◆ Gli investitori devono festeggiare o temere la presidenza Trump 2.0?  
Riteniamo che nei prossimi 12 mesi i mercati azionari di Stati Uniti, Europa e Giappone possano toccare nuovi massimi.
- ◆ Il Suo portafoglio è abbastanza resiliente per far fronte all'aumento dei rischi?  
La gestione del rischio è fondamentale di fronte ai rischi legati alla crescita, all'inflazione e alla continua incertezza politica.
- ◆ Stiamo assistendo alla caduta del Dollaro statunitense?  
Il Dollaro sta perdendo terreno, ma riteniamo che rimarrà la valuta di riserva mondiale.
- ◆ Perché non si parla più di IA?  
La corsa all'intelligenza artificiale continuerà ad accelerare, sotto la spinta di costi più bassi e performance più elevate.
- ◆ Che cosa sta succedendo nelle operazioni di finanza straordinaria?  
L'invecchiamento degli asset e la crescita dei fondi evergreen creerà opportunità nei mercati privati.



# Indice

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introduzione                                                                        | 6  |
| 1 Gli investitori devono festeggiare o temere la presidenza Trump 2.0?              | 9  |
| 2 Il Suo portafoglio è abbastanza resiliente per far fronte all'aumento dei rischi? | 15 |
| 3 Stiamo assistendo alla caduta del Dollaro statunitense?                           | 20 |
| 4 Perché non si parla più di IA?                                                    | 24 |
| 5 Che cosa sta succedendo nelle operazioni di finanza straordinaria?                | 28 |
| Conclusione                                                                         | 32 |

# Introduzione





Gli investitori sono nervosi: come biasimarli? Gli elementi che avevano dato per scontati – la costanza dell'espansione economica, l'assenza o quasi di nuove barriere al commercio globale e la prosecuzione della spesa per l'intelligenza artificiale (AI) – sono stati improvvisamente messi in dubbio. Le grandi aspettative di inizio anno si sono scontrate con una realtà molto più dura.

“Incertezza” è la parola ormai sulla bocca di tutti: per le aziende che stanno valutando investimenti di capitale, per le famiglie che stanno pensando al prossimo grande acquisto, per le Banche Centrali che decidono le politiche sui tassi d'interesse e per gli investitori che stanno prendendo decisioni in termini di asset allocation.

Nelle nostre Prospettive di metà anno, cerchiamo di dare una risposta a cinque interrogativi fondamentali che possono aiutare a sbloccare le opportunità in un momento di profonda incertezza e a rimanere concentrati sul proprio piano patrimoniale.

1. Gli investitori devono festeggiare o temere la presidenza Trump 2.0?
2. Il Suo portafoglio è abbastanza resiliente per far fronte all'aumento dei rischi?
3. Stiamo assistendo alla caduta del Dollaro statunitense?
4. Perché non si parla più di IA?
5. Che cosa sta succedendo nelle operazioni di finanza straordinaria?

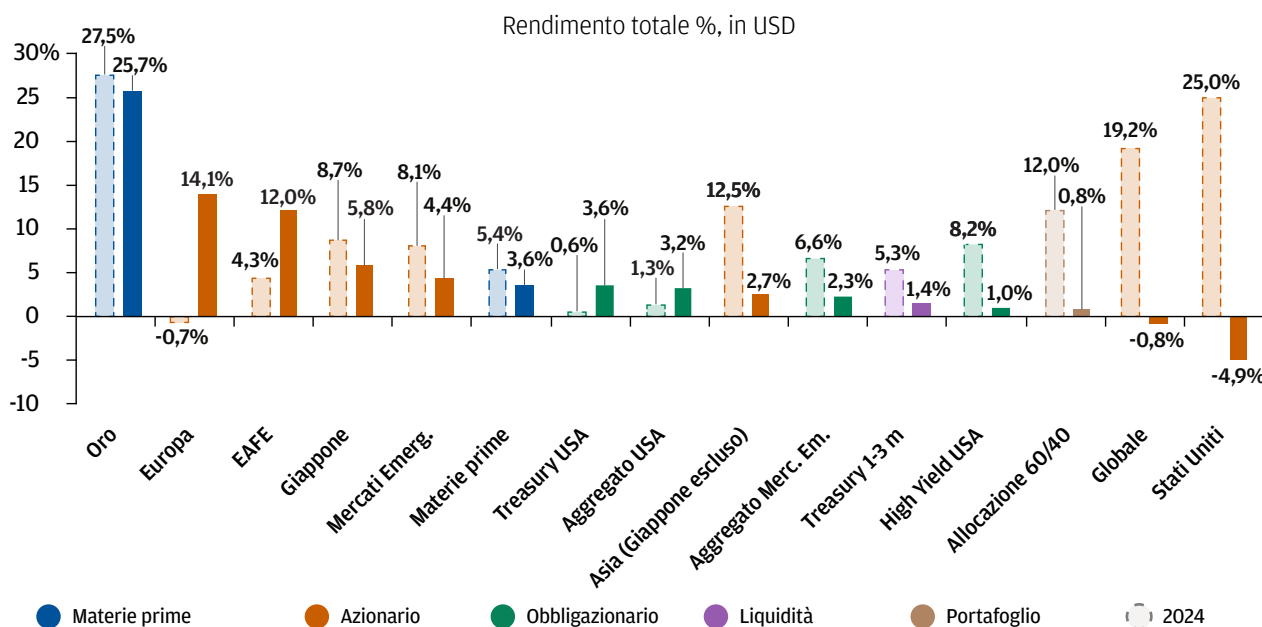
Contrariamente a quanto accade oggi, sei mesi fa gli investitori non si ponevano così tante domande. In molti, anzi, avevano inizialmente esultato per l'arrivo della nuova amministrazione statunitense, che ritenevano favorevole alla crescita e agli investimenti. Oggi, però, tale certezza non sembra più così granitica.

La sequenza delle politiche adottate è stata una sorpresa. In base all'opinione comune, l'agenda dell'amministrazione Trump sarebbe stata dominata da politiche favorevoli alla crescita. Al contrario, sono in corso di rapida attuazione politiche molto poco favorevoli ai mercati (aumento dei dazi, contenimento dell'immigrazione e austerità attraverso tagli alla spesa pubblica diretti dal Dipartimento per l'Efficienza Governativa o “DOGE”). Gli investitori si stanno concentrando principalmente sulla caotica strategia doganale dell'amministrazione e sulle ricadute dei dazi in termini di possibili limitazioni della crescita e aumento dell'inflazione.

Allo stesso tempo, il Congresso sta valutando una legge di bilancio che potrebbe incrementare di quasi 6.000 miliardi di dollari il disavanzo pubblico nei prossimi 10 anni. I benefici della deregolamentazione devono ancora manifestarsi. L'attività dei mercati dei capitali rimane perlopiù quiescente: in termini di valore e di volume, le IPO sono calate rispetto al 2024 e al 2023.

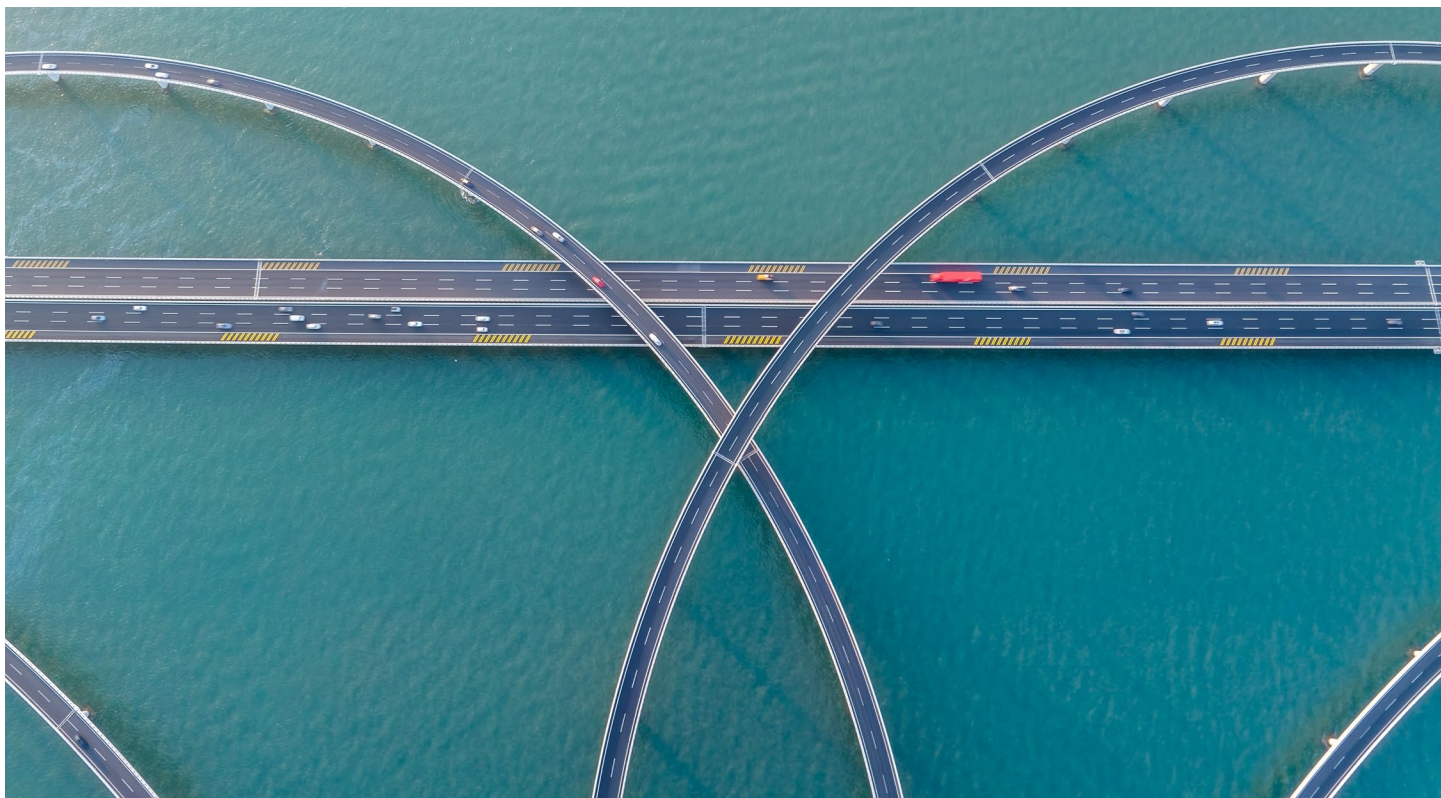
In altre parole, i vantaggi per il mercato deve ancora arrivare e in tutta la gamma degli attivi i rendimenti si presentano molto diversi da quelli dell'anno scorso.

## PER LA PRIMA VOLTA DOPO MOLTO TEMPO, I MERCATI NON STATUNITENSIS STANNO SOVRAPERFORMANDO L'AZIONARIO DEGLI STATI UNITI



Fonte: FactSet. Dati al 30 aprile 2025.

Nota: i settori mostrati sono rappresentati da: Mercati Emergenti: MSCI EM Index; Europa: Stoxx Europe 600; Asia, Giappone escluso: MSCI Asia ex-Japan Index; EAFE: MSCI EAFE Index; Globale: MSCI World Index; oro: NYGOLD-FDS (\$/ozt); Stati Uniti: S&P 500 Index; Giappone: MSCI Japan Index; High Yield USA: Bloomberg U.S. High Yield—Corporate Index; aggregato USA: Bloomberg Global U.S. Aggregate Bond Index; aggregato Mercati Emergenti: Bloomberg EM Aggregate Bond USD Index; Treasury USA: Bloomberg Global U.S. Treasury; e materie prime: Bloomberg Commodity Index. 60/40 rappresentato per il 60% dall'MSCI World Index per le azioni (rendimento totale lordo) e per il 40% dal Bloomberg Global Aggregate Bond Index per le obbligazioni. Liquidità statunitense rappresentata dal Bloomberg U.S. 1-3 Month Treasury Bills Index.



## Cosa ci riserva il futuro?

Per il momento i fondamentali economici appaiono solidi, anche se ci aspettiamo un indebolimento dell'economia globale nel breve periodo a causa delle politiche doganali. Chiaramente, i rischi di recessione sono più elevati rispetto all'inizio dell'anno. In tale contesto, rileviamo che le Banche Centrali, soprattutto fuori dagli Stati Uniti, restano propense all'adozione di politiche accomodanti e potrebbero abbassare i tassi in misura maggiore per compensare i danni derivanti da un brusco calo degli scambi commerciali e dei consumi a livello globale. Ad ogni modo, sembra che il picco delle incertezze dovute all'adozione dei dazi sia oramai alle spalle; l'aumento delle imposte doganali rallenterà la crescita, ma non la fermerà.

Gli investitori devono fare i conti con le incertezze sul fronte politico, con le valutazioni ancora elevate e con la concentrazione nei mercati azionari statunitensi, per non parlare della persistente volatilità. Fondamentali stabili nel presente, profonda incertezza per il futuro: lo scollamento è inevitabile.

Alla luce di questa realtà, è pensabile investire oggi denaro fresco nei mercati azionari globali?

È una domanda a cui è difficile rispondere, ma crediamo che la risposta sia sì. Riteniamo vi siano maggiori probabilità che nei prossimi 12 mesi i mercati azionari statunitensi, europei e giapponesi segnino nuovi massimi. Gli investitori potrebbero sottovalutare gli utili del settore tecnologico e l'effetto della deregolamentazione sui prestiti bancari.

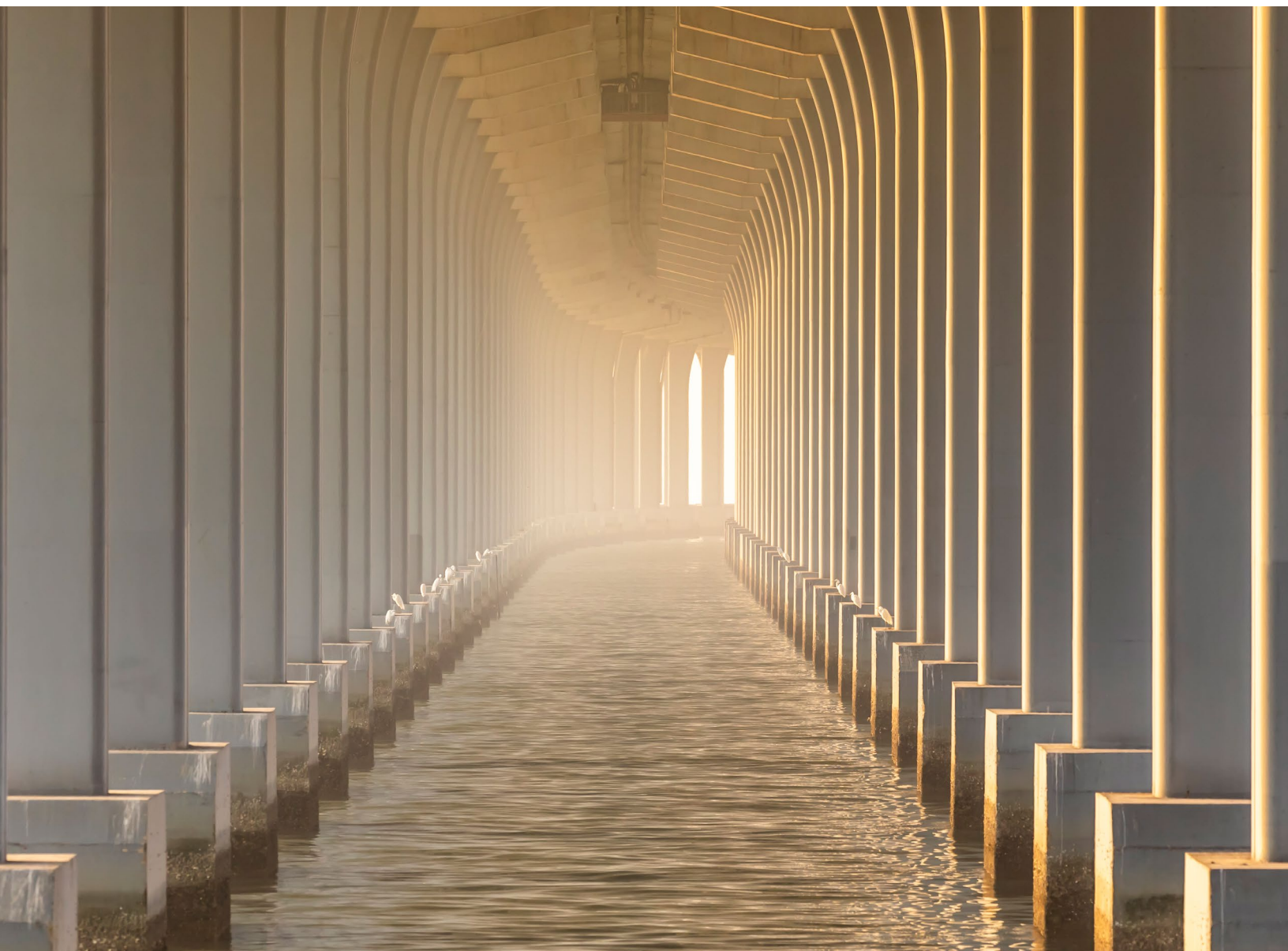
Guardando oltre l'azionario e considerando il panorama degli investimenti più in generale, riteniamo che gli investitori debbano prendere in considerazione strategie in grado di trarre vantaggio dall'incertezza e di garantire che i portafogli possiedano la resilienza necessaria per raggiungere gli obiettivi patrimoniali previsti in quello che oggi è uno spettro più ampio di esiti economici e di mercato, sia positivi che negativi. Per quanto la resilienza di portafoglio verta spesso sui potenziali rischi di ribasso, è necessario riconoscere anche le potenziali opportunità di rialzo.

**Da ultimo, se si considera il bilancio dei rischi e la probabilità di un andamento tendenzialmente ribassista del Dollaro statunitense, un portafoglio resiliente e diversificato a livello globale può contribuire a infondere la fiducia necessaria per continuare a seguire il proprio piano a lungo termine. È giunto il momento di abituarsi all'incertezza.**



1

# Gli investitori devono festeggiare o temere la presidenza Trump 2.0?





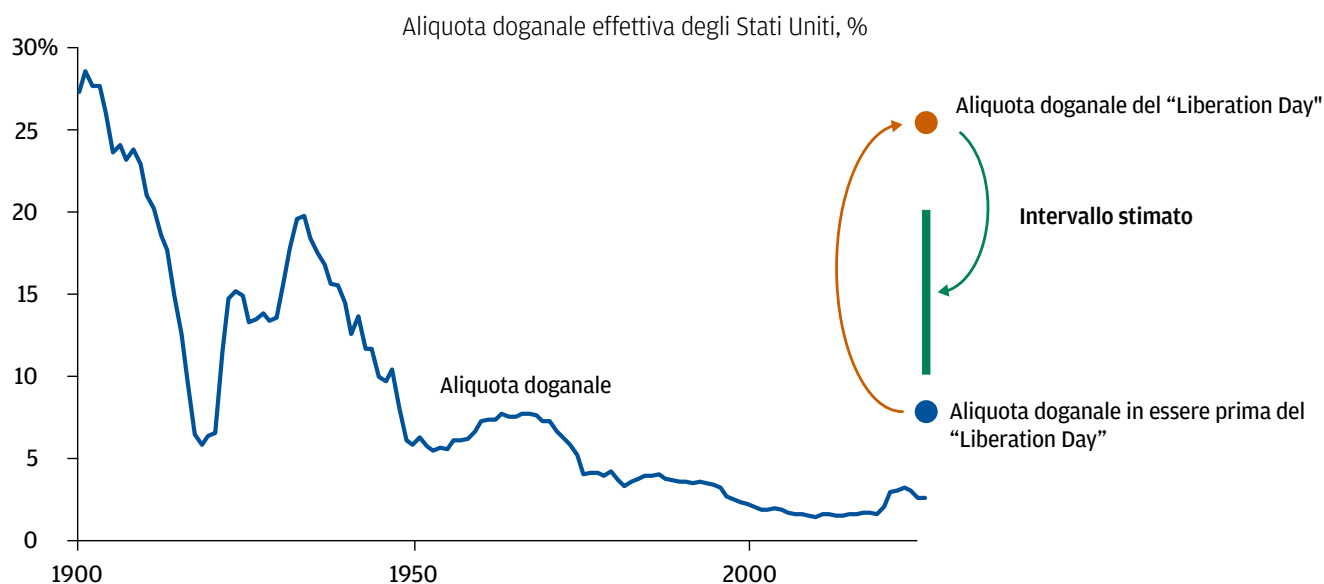
Come abbiamo detto - e come gli investitori ben sanno - le sofferenze inflitte da Trump 2.0 hanno colpito i mercati prima del previsto. Le incertezze suscitate dalle politiche statunitensi sono aumentate e la fiducia delle imprese e delle famiglie è crollata, soprattutto a causa del susseguirsi di annunci contraddittori in materia di dazi doganali. Allo stesso tempo, i benefici che secondo le attese avrebbero accompagnato il Trump 2.0 - vale a dire un aumento dell'attività di M&A e sui mercati dei capitali, ulteriori tagli alle imposte sulle imprese e una generalizzata deregolamentazione - non si sono finora concretizzati.

Nessuno è in grado di prevedere l'entità, la portata o la durata di futuri dazi, da parte degli Stati Uniti o dei rispettivi partner commerciali. Ma in linea generale si vedono chiari segnali di una brusca e caotica inversione di tendenza rispetto all'evoluzione verso il libero scambio del secondo dopoguerra. Tra tutte le politiche perseguite dall'amministrazione, quelle doganali sono la fonte di

maggior disagio per gli investitori. Questo perché, a parità di altre condizioni, dazi più alti comportano un rallentamento della crescita, un aumento dei prezzi e una riduzione degli utili societari.

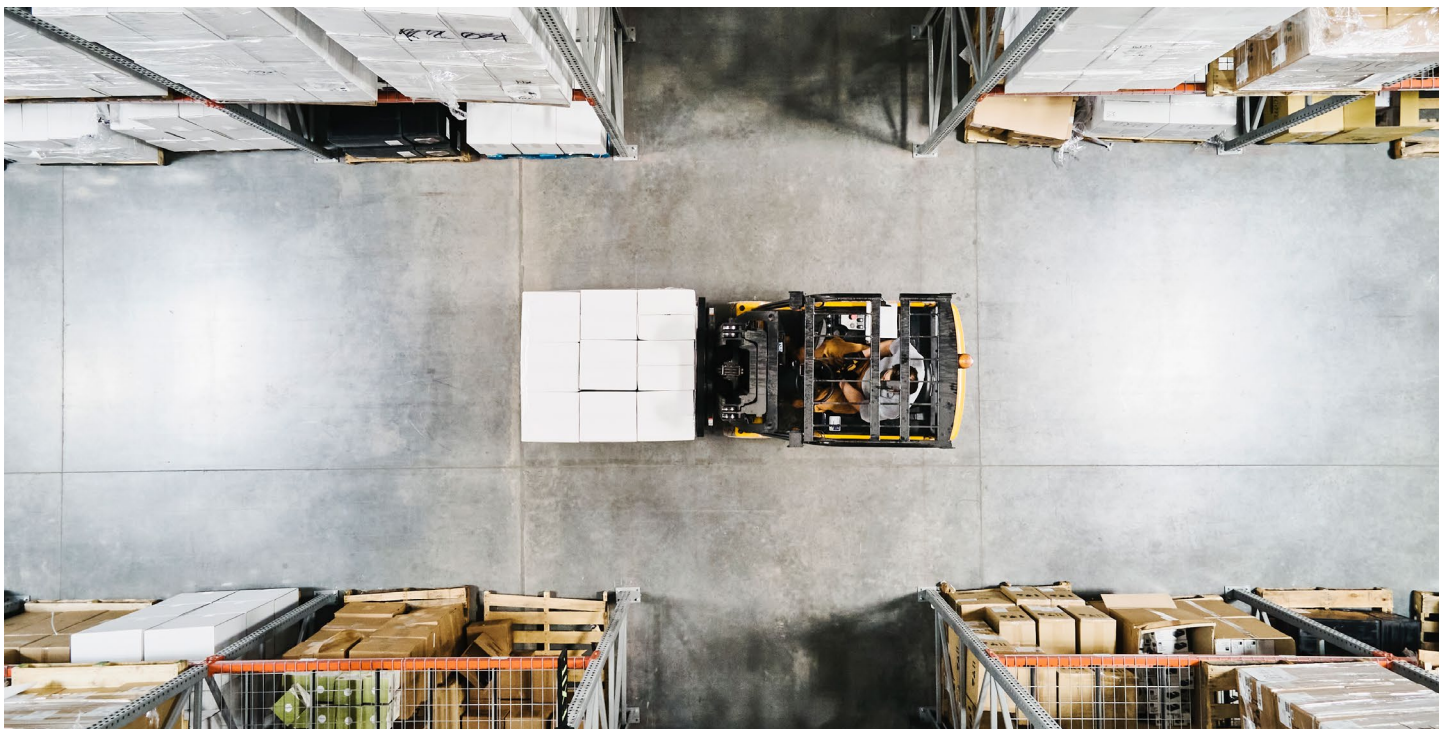
Secondo le nostre ultime riflessioni, l'aliquota doganale effettiva degli Stati Uniti (al netto degli accordi, delle esclusioni e degli effetti di sostituzione) si assesterà attorno al 15% circa. Si tratterebbe del livello più alto dall'epoca Smoot-Hawley, all'inizio degli anni '30 del secolo scorso. Nonostante i dazi, riteniamo che l'economia statunitense possa comunque riuscire a conseguire una crescita leggermente positiva, con un aumento degli utili societari per azione per i prossimi 12 mesi compreso mediamente tra il 4 e il 6%. Se i dazi decisi dagli Stati Uniti dovessero rimanere ai livelli iniziali del "Liberation Day" (il 2 aprile), sarebbero sufficienti a provocare una recessione dell'economia statunitense e probabilmente anche di quella mondiale per l'anno in corso.

## STIMIAMO CHE L'ALiquOTA DOGANALE EFFETTIVA DEGLI STATI UNITI SI ASSESTERÀ ATTORNO AL 15% CIRCA



Fonti: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, Tax Foundation, JPM Global Economics, GS Global Investment Research. Dati al 15 aprile 2025. L'aliquota doganale del "Liberation Day" si riferisce al 2 aprile e non include eventuali esclusioni o effetti di sostituzione. L'intervallo stimato delle aliquote doganali ipotizza un aumento universale del 10% e le esclusioni annunciate, con un margine del +/-5% per tenere conto delle incertezze. Le aliquote doganali in essere prima del Liberation Day includono: 25% sulle auto a livello globale; 20% sulla Cina; 25% su Canada e Messico non USMCA; 25% su acciaio e alluminio.





Durante la guerra commerciale condotta da Trump nel 2018, le società hanno aumentato i prezzi, modificato le filiere produttive e posto l'enfasi su prodotti a margine più elevato per proteggere gli utili. Ma nel 2025 un simile approccio sarà molto più impegnativo. I dazi proposti oggi dagli Stati Uniti sono quasi quattro volte quelli del 2018, se misurati come quota del PIL. Di fatto, i dazi annunciati rappresentano uno dei principali incrementi fiscali nella storia degli Stati Uniti in tempo di pace.<sup>1</sup>

La natura globale di questa guerra commerciale aumenta i rischi di ribasso. Quando gli Stati Uniti iniziano una guerra commerciale con un singolo partner commerciale, godono di un chiaro vantaggio in termini puramente quantitativi. Ad esempio, le esportazioni canadesi verso gli Stati Uniti rappresentano il 20% dell'economia nazionale, mentre le esportazioni statunitensi verso il Canada rappresentano solo l'1,2% di un'economia di dimensioni molto maggiori. Eppure le esportazioni statunitensi verso il resto del mondo rappresentano il 7% del PIL degli Stati Uniti, mentre le esportazioni del resto del mondo verso gli Stati Uniti sono solo il 4% del PIL del resto del mondo.

Questo passaggio di vulnerabilità alla guerra commerciale potrebbe essere un motivo importante per cui quest'anno gli attivi non statunitensi hanno sovraperformato quelli statunitensi.

Un altro motivo? In Europa, nel quadro di un'alleanza transatlantica ormai logora, molti Paesi si stanno muovendo per aumentare ulteriormente le proprie difese e la spesa per la sicurezza. Le politiche industriali della regione stanno creando opportunità di investimento strutturali per svariati megatrend, dall'elettificazione al reshoring del settore manifatturiero. Ad esempio, il governo tedesco ha operato una svolta radicale abbandonando decenni di restrizioni di bilancio e decidendo di finanziare la spesa per la difesa e le infrastrutture. Stimiamo che tale decisione possa incrementare la crescita annuale dell'Eurozona da un misero 0,5% nel 2025 a oltre l'1% nel 2026.

Le prospettive economiche dell'Europa stanno diventando più promettenti, poiché gli investitori si sono concentrati sulle difficoltà che ostacolano la crescita negli Stati Uniti. Gli interventi del DOGE per ridurre le dimensioni del governo federale hanno portato a più di 275.000 licenziamenti, tra cessazioni effettive e licenziamenti annunciati.<sup>2</sup> Un altro freno alla crescita dell'occupazione e alla spesa è il calo dell'80% dell'immigrazione netta dopo il picco del 2023.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Kasman, B. (2025). J.P. Morgan.

<sup>2</sup> Challenger, Gray & Christmas, Inc. (marzo 2025). *Federal cuts dominate March 2025 total: 275,240 announced job cuts, 216,670 from DOGE actions.*

<sup>3</sup> Congressional Budget Office (2025). *The Demographic Outlook: 2025 to 2055.*

## Una svolta del mercato grazie agli sgravi fiscali?

Al Congresso i Repubblicani stanno cercando di convergere su un piano di modifica e proroga del Tax Cuts and Jobs Act del 2017. L'ultima serie di istruzioni del Senato per il processo di riconciliazione del bilancio, che consente ai legislatori di approvare leggi in materia tributaria e di spesa con una semplice maggioranza alla Camera e al Senato, prevede un aumento cumulativo del deficit di bilancio pari a quasi 6.000 miliardi di dollari nei prossimi 10 anni.

Un simile aumento supererebbe quello determinato in origine dal Tax Cuts and Jobs Act, dal CARES Act, dall'American Rescue Plan e dall'Infrastructure Investment and Jobs Act considerati nel loro insieme.

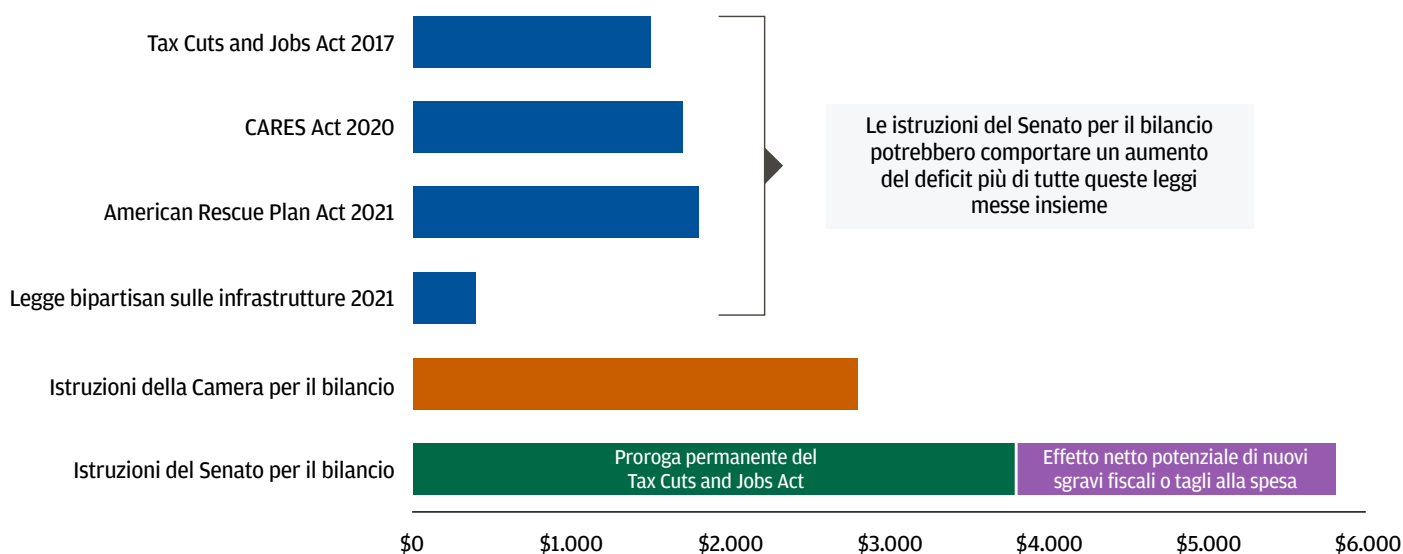
Gli investitori azionari possono tirare un sospiro di sollievo, dato che il disegno di legge potrebbe tradursi in circa 100-200 miliardi di dollari l'anno in nuovi incentivi fiscali, anche se la maggior parte dei costi deriverebbe da una proroga delle attuali politiche tributarie. Gli investitori obbligazionari potrebbero vederla diversamente.

Considerato che i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono prossimi ai massimi di ciclo, gli investitori stanno valutando la remunerazione necessaria per finanziare questo massiccio indebitamento.

Il Congresso potrebbe autorizzare ulteriori tagli alla spesa, a vantaggio dei mercati obbligazionari. Ma non è affatto garantito, soprattutto perché con ogni probabilità la maggior parte dei tagli riguarderebbe il programma Medicaid. I precedenti tentativi di tagliare i benefici previsti dal programma Medicaid (in particolare la legge Graham-Cassidy del 2017) hanno incontrato una forte resistenza politica. L'abolizione di alcune parti dell'Inflation Reduction Act (ad esempio, i crediti d'imposta per i veicoli elettrici) potrebbe contribuire a compensare parte dei costi derivanti dagli sgravi fiscali. Anche tenendo conto di questi potenziali tagli alla spesa, il deficit sembra destinato a crescere: l'unica domanda è di quanto.

### LE ISTRUZIONI DEL SENATO PER IL PROCESSO DI RICONCILIAZIONE DEL BILANCIO POTREBBERO AUMENTARE SENSIBILMENTE IL DEFICIT

Miliardi di dollari nei prossimi 10 anni



Fonti: Congressional Budget Office, stime CRFB, House Budget Committee, Senate Budget Committee. Dati al 4 aprile 2025.

Nota: le istruzioni della Camera per il bilancio indicano 2.800 miliardi di dollari, che potrebbero però arrivare a 3.300 miliardi in assenza di ulteriori tagli alla spesa. Si ipotizzano 3.800 miliardi di dollari per la proroga del Tax Cuts and Jobs Act e 2.000 miliardi per nuove spese in conto deficit.



## La deregolamentazione bancaria cambierà qualcosa nell'economia reale?

Anche se verosimilmente il processo legislativo del Congresso sarà impegnativo, la deregolamentazione sta silenziosamente producendo ricadute positive sul settore bancario. Siamo dell'avviso che gli investitori possano sottovalutarne i vantaggi.

Attualmente, le grandi banche statunitensi hanno accumulato capitale in eccesso per più di 200 miliardi di dollari rispetto agli obblighi in vigore. Ora che le norme sul capitale saranno probabilmente rese più flessibili, questa eccedenza sarà probabilmente impiegata in tre canali: crescita dei finanziamenti al settore privato, buyback azionari e consolidamento del settore bancario.

Il primo canale, la crescita dei finanziamenti al settore privato, è una priorità del Segretario del Tesoro americano Scott Bessent. Prima dello shock causato dall'imposizione dei dazi, la domanda di prestiti commerciali e industriali stava registrando una crescita e l'amministrazione Trump vorrebbe accelerarne il ritmo. Sul fronte dei buyback, nel 1° trimestre Goldman Sachs ha annunciato un piano di riacquisto azionario pari al 26% della sua capitalizzazione di mercato.

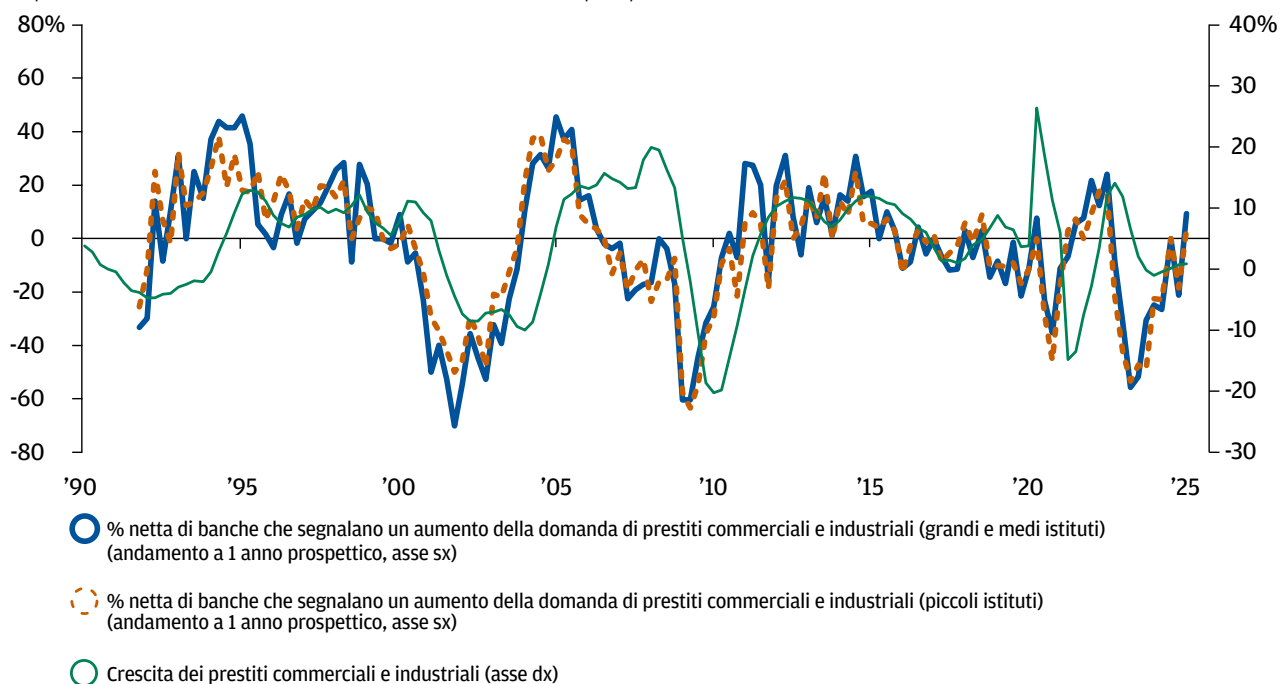
Inoltre, ci aspettiamo che le sinergie di costo, i benefici derivanti dall'aumento delle esigenze tecnologiche per assicurare la conformità alle regole e la diversificazione geografica stimolino un ulteriore consolidamento del settore bancario. Le autorità di regolamentazione statunitensi hanno recentemente autorizzato l'acquisto di Discover da parte di Capital One, un evento che potrebbe essere di buon auspicio per le attività di fusione e acquisizione bancarie.

I titoli azionari bancari saranno presumibilmente avvantaggiati nel medio termine mentre le azioni privilegiate circolanti potrebbero essere sostenute da un calo dell'offerta futura. Infatti, se nel secondo semestre del 2025 l'amministrazione Trump inizierà a concentrarsi sui punti della sua agenda favorevoli alla crescita, i titoli bancari potrebbero rientrare tra i maggiori beneficiari.

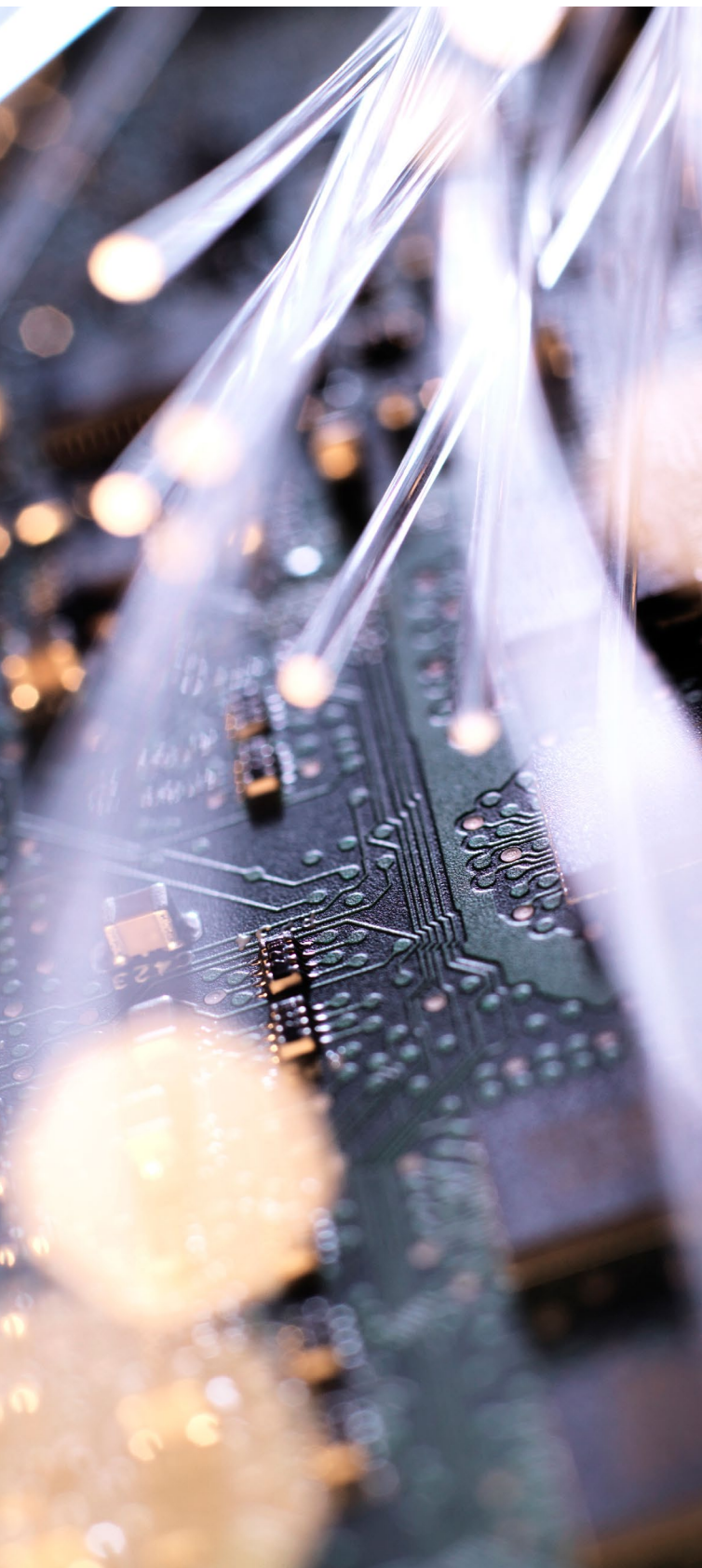
### LE INDAGINI CONDOTTE TRA I RESPONSABILI DEI FINANZIAMENTI EVIDENZIANO UN'ACCELERAZIONE DELLA DOMANDA DI PRESTITI COMMERCIALI E INDUSTRIALI

Percentuale netta di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti commerciali e industriali, andamento a 1 anno prospettico

Crescita dei prestiti commerciali e industriali, %



Fonti: Federal Reserve Board, Haver Analytics. Dati al 31 marzo 2025.



## Una seconda vita per i titoli tecnologici?

I titoli tecnologici e quelli ad essi collegati hanno un'influenza esagerata sull'andamento del mercato azionario statunitense. Al 9 maggio, il settore tecnologico aveva perso oltre l'8% e i titoli dei Magnifici 7 (Mag 7) erano scesi di oltre il 12% da inizio anno.

Ma i titoli tecnologici potrebbero avere una seconda vita: gli utili societari sono elevati e le valutazioni non sono eccessive. Inoltre, crediamo molto nel potenziale a lungo termine dell'IA, come vedremo in una sezione successiva.

Secondo le attese, nel 2025 i Magnifici 7 dovrebbero registrare una crescita degli EPS pari al 15%, a fronte di una crescita dell'8% per il resto del mercato. Dall'inizio dell'anno, le star del settore tecnologico hanno sottoperformato il resto dell'S&P 500, poiché gli investitori hanno temuto che i piani di investimento di queste società fossero troppo aggressivi.

Sul piano delle valutazioni, con un multiplo prezzo-utili a 26x (a fronte del 20x del mercato generale) i titoli azionari dei Mag 7 non appaiono convenienti. Ma le valutazioni rispetto al resto del mercato sono ai minimi degli ultimi 10 anni. Un altro segnale positivo è rappresentato dalla decisione dell'amministrazione Trump di esentare, per ora, i semiconduttori e altri prodotti elettronici dai dazi. Di fatto, gli Stati Uniti godono di un enorme vantaggio comparativo in termini di innovazione tecnologica. Per come la vediamo noi, sarebbe un errore erodere una simile posizione di forza aumentando il costo degli input tecnologici.

Ma, tornando alla nostra domanda iniziale, gli investitori devono festeggiare o temere la presidenza Trump 2.0? Le politiche doganali e l'incertezza da esse generata metteranno sotto pressione la crescita economica e gli utili aziendali per buona parte dell'anno prossimo, a nostro avviso. Questo, tuttavia, potrebbe non bastare ad arrestare un mercato rialzista. Le proposte dell'amministrazione più favorevoli agli investitori (come la riduzione dei tassi di interesse, un abbassamento dei prezzi dell'energia e un ridimensionamento della regolamentazione) potrebbero concretizzarsi nel secondo semestre del 2025.

Gli investitori dovrebbero abituarsi all'incertezza e alla volatilità. **Le turbolenze di mercato potrebbero durare ancora per qualche tempo, ma i principali mercati azionari dei Paesi Sviluppati (Stati Uniti, Europa, Giappone) dovrebbero toccare nuovi massimi per la metà dell'anno prossimo.** Del resto, i mercati azionari amano scalare il proverbiale "wall of worry".



2

Il Suo portafoglio è  
abbastanza resiliente per far  
fronte all'aumento dei rischi?

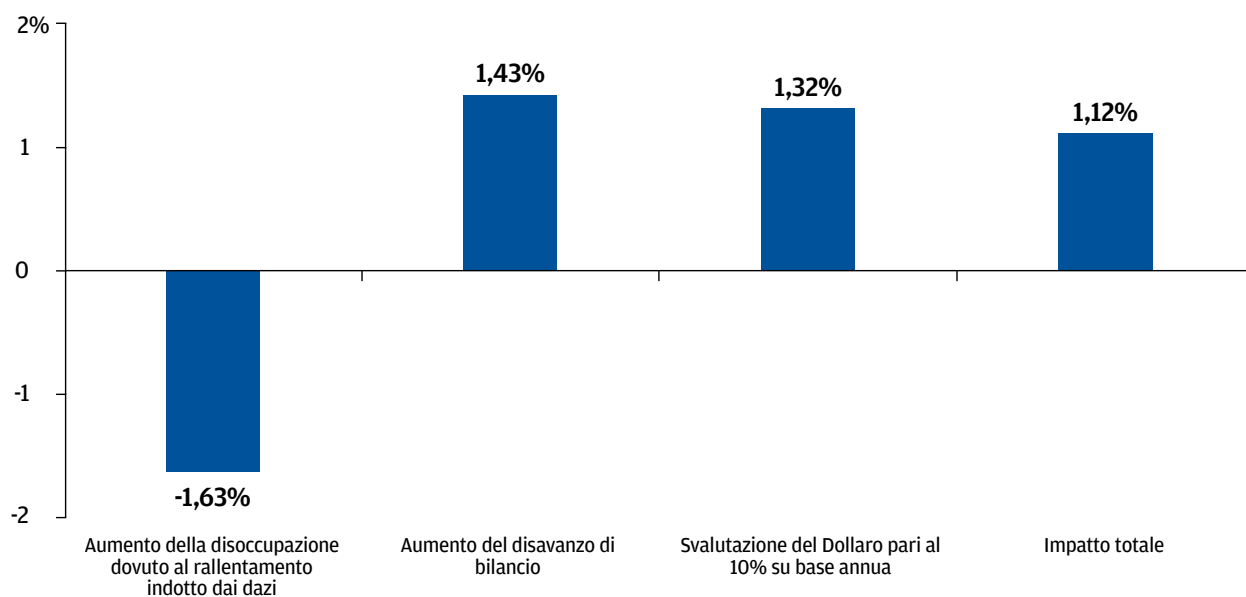




Gli investitori stanno valutando rischi contrastanti per la crescita e l'inflazione. Un aumento delle barriere commerciali potrebbe comportare un aumento dei prezzi, un rallentamento della crescita e un calo delle valutazioni azionarie. Per contro, politiche di bilancio espansive da parte di Stati Uniti, Cina ed Europa potrebbero spingere al rialzo i rendimenti obbligazionari. È difficile formulare previsioni sull'impatto netto di tutti questi fattori. La nostra analisi però suggerisce che se la legislazione finale del Congresso finirà per coincidere con le istruzioni del Senato e se la debolezza del Dollaro dovesse continuare, l'inflazione potrebbe aumentare nel corso del prossimo anno.

### L'INDEBOLIMENTO DEL DOLLARO E L'AUMENTO DEL DISAVANZO DI BILANCIO POTREBBERO DETERMINARE UN AUMENTO DELL'INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI

Impatto % stimato di diversi fattori sull'inflazione PCE core, annualizzato



Fonti: J.P. Morgan Wealth Management Solutions, Federal Reserve Bank. Dati al 22 aprile 2025.

Nota: per valutare l'impatto inflazionistico di diversi fattori chiave, questo grafico utilizza il modello macroeconomico FRB/U.S. della Fed, ivi comprese le ipotesi previsionali.

1) Ipotizziamo che il pacchetto di riconciliazione fiscale approvato quest'anno rispetti l'impatto massimo cumulativo sul disavanzo (5.800 miliardi di dollari) come indicato nelle istruzioni della risoluzione di bilancio del Senato. 2) Ipotizziamo un impatto del 2% sul PIL reale da parte dei dazi annunciati da inizio anno, pari a un aumento del tasso di disoccupazione di poco inferiore all'1%. 3) Ipotizziamo una svalutazione del 10% del tasso di cambio effettivo reale del Dollaro statunitense.



Che l'inflazione, la crescita o i mercati si muovano al rialzo, al ribasso o lateralmente, la resilienza del portafoglio, tema chiave delle nostre prospettive per il 2025, può aiutare i clienti a raggiungere gli obiettivi patrimoniali fissati.

Prima di addentrarci nei dettagli della resilienza del portafoglio, facciamo un passo indietro e prendiamo in considerazione una prospettiva più a lungo termine. Nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale (GFC) (all'incirca tra il 2009 e il 2020), i portafogli si sono orientati verso attivi - principalmente l'azionario statunitense - che esibivano una buona performance in un contesto di bassa inflazione, bassi tassi d'interesse e volatilità modesta. Oggi gli investitori si trovano di fronte a rischi sul versante sia della crescita che dell'inflazione e a una persistente incertezza sul piano delle politiche. Si tratta di un cambiamento di regime che ha importanti ricadute sulla costruzione di portafogli resilienti.

Come consideriamo la resilienza del portafoglio nel contesto attuale? A nostro avviso, un portafoglio resiliente è composto da attivi con correlazioni reciproche basse o negative, ognuno dei quali è intrinsecamente in grado di sovraperformare la liquidità. Nel loro insieme, questi attivi offrono la possibilità di ridurre l'intensità dei ribassi a livello di portafoglio. Naturalmente, l'obbligazionario core rimane la principale fonte di resilienza di un portafoglio durante le fasi di contrazione della crescita. Le strategie opportunistiche di credito possono trarre vantaggio da periodi di difficoltà dell'economia.

In questa sede analizziamo quattro interessanti tipologie di attivi che possono contribuire a migliorare la resilienza dei portafogli nei confronti di questi rischi: obbligazioni strutturate equity-linked, Hedge Funds, infrastrutture e oro.

Siamo dell'avviso che le obbligazioni strutturate equity-linked possano offrire una buona performance nel contesto attuale, per gli investitori che soddisfano i requisiti. I nostri clienti sembrano concordare: rispetto al 2024, il numero di chi utilizza obbligazioni strutturate quest'anno è raddoppiato.

Molte obbligazioni strutturate equity-linked pagano una cedola, periodicamente o alla scadenza. Questa cedola dipende dalla volatilità implicita del mercato azionario e dai tassi di interesse. Riteniamo che entrambi rimarranno elevati rispetto al recente passato, offrendo una maggiore protezione potenziale dai ribassi, cedole potenzialmente più elevate o entrambe le cose.

Le obbligazioni strutturate equity-linked offrono agli investitori qualificati un'altra leva per generare reddito non correlato ai mercati obbligazionari. Infatti, le obbligazioni strutturate equity-linked possono generare un potenziale di rendimento più elevato con una gamma più ristretta di esiti possibili rispetto ad attivi con volatilità simile, come le azioni privilegiate e le obbligazioni high yield. Le circostanze variano a livello individuale, ma gli investitori che soddisfano i requisiti possono prendere in considerazione l'idea di inserire in portafoglio le obbligazioni strutturate, magari iniziando con un'allocatione modesta.

## Investimenti alternativi che possono contribuire a rafforzare la resilienza del portafoglio

Gli Hedge Funds sono un'altra tipologia di attivo che può contribuire a rafforzare la resilienza del portafoglio per gli investitori idonei. Tra dicembre 2019 e agosto 2024, quasi l'80% dei portafogli composti di Hedge Funds generati casualmente ha sovraperformato un semplice mix azionario/obbligazionario su base corretta per il rischio.<sup>4</sup> In futuro, ci aspettiamo che le strategie di Hedge Funds diversificati offrano rendimenti e volatilità leggermente superiori a quelli dell'obbligazionario core (rappresentato qui dall'indice Bloomberg U.S. Aggregate), con una correlazione molto ridotta con quest'ultimo.<sup>5</sup>

Le valutazioni dei titoli azionari e creditizi rimangono elevate in un momento di incertezza sui futuri sviluppi sul fronte delle politiche, della crescita e dell'inflazione. Probabilmente ciò comporterà livelli di volatilità e dispersione più elevati ma sostenibili tra le diverse classi di attivo e all'interno di esse. In questo contesto, privilegiamo soprattutto gli Hedge Funds con minore correlazione (ad esempio quelli relative value e macro), concepiti per sfruttare le dislocazioni che si creano durante le fasi di turbolenza dei mercati.

Infine, per gli investitori statunitensi i rendimenti degli Hedge Funds hanno una buona tenuta al netto delle imposte. Gli operatori di mercato spesso partono dal presupposto che gli Hedge Funds generino guadagni a breve termine che erodono i rendimenti al netto delle imposte. Noi invece abbiamo osservato che, su base triennale, quinquennale e decennale, i portafogli che includono gli Hedge Funds hanno sovraperformato quelli che non li includono, anche al netto delle imposte.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Per un'analisi e una metodologia completa, rimandiamo al numero di *Eye On The Market "It's Mostly a Paper Moon"* di Michael Cembalest.

<sup>5</sup> J.P. Morgan Asset Management (settembre 2024). *Long-Term Capital Market Assumptions 2025*.

<sup>6</sup> Performance calcolata utilizzando vari indici (azionario: MSCI World, obbligazionario: Bloomberg 1-17 Year Muni, Hedge Funds: Pivotal Path). Poiché gli indici non distribuiscono plusvalenze, per calcolare le distribuzioni delle plusvalenze tra azioni e obbligazionario sono stati utilizzati gli ETF (azionario: UARTH, obbligazionario: MUB). Le ipotesi fiscali per gli Hedge Funds si basano sulle distribuzioni realizzate tratte dalla Hedge Fund Multi-Strategy di J.P. Morgan Private Bank. Per questa analisi, le aliquote fiscali sono state ipotizzate al 23,8% per le plusvalenze a lungo termine e al 43,4% per le plusvalenze a breve termine.

Per garantire la resilienza di portafoglio, abbiamo analizzato anche gli investimenti infrastrutturali. In questo caso, gli investitori beneficiano di contratti a lungo termine che spesso prevedono una protezione dall'inflazione. Inoltre, oltre il 40% dei rendimenti passati degli investimenti infrastrutturali è stato determinato dal reddito. La generazione di reddito attraverso le infrastrutture può essere particolarmente interessante (per gli investitori idonei) in un mondo caratterizzato da un'elevata volatilità dei mercati obbligazionari. Dal secondo trimestre del 2008, le infrastrutture hanno generato rendimenti totali a due cifre su base annua.<sup>7</sup>

**Per finire, osserviamo che un cambiamento strutturale in direzione di una maggiore domanda di energia elettrica e di infrastrutture digitali può creare nuove opportunità nel settore delle infrastrutture.** Inoltre, shock climatici e meteorologici più gravi e più frequenti accentuano la crescente domanda di infrastrutture resilienti.

---

<sup>7</sup> J.P. Morgan Asset Management (febbraio 2025). *Guide to Alternatives*.





## È oro tutto ciò che luccica?

Secondo il nostro giudizio, l'oro potrebbe offrire una certa protezione contro ulteriori rischi geopolitici e la debolezza del Dollaro.

Per quanto elevato sia stato il rialzo del prezzo dell'oro negli ultimi anni, riteniamo che il trend possa continuare. Molte Banche Centrali (come quelle di Arabia Saudita, Taiwan, Giappone, Cina, Singapore, Brasile e Corea) detengono meno del 7% delle riserve estere in oro. A titolo di confronto, Germania e Stati Uniti detengono ciascuno oltre il 75% delle proprie riserve in oro.<sup>8</sup>

Gli entusiasti non sono d'accordo, ma noi nutriamo un certo scetticismo sul fatto che il Bitcoin e le altre cripto-valute abbiano la capacità di migliorare la resilienza dei portafogli. Nonostante le basse correlazioni con gli attivi tradizionali, in passato le cripto-valute hanno reso i portafogli più fragili.

Le criptovalute sono inoltre molto più volatili dell'oro.

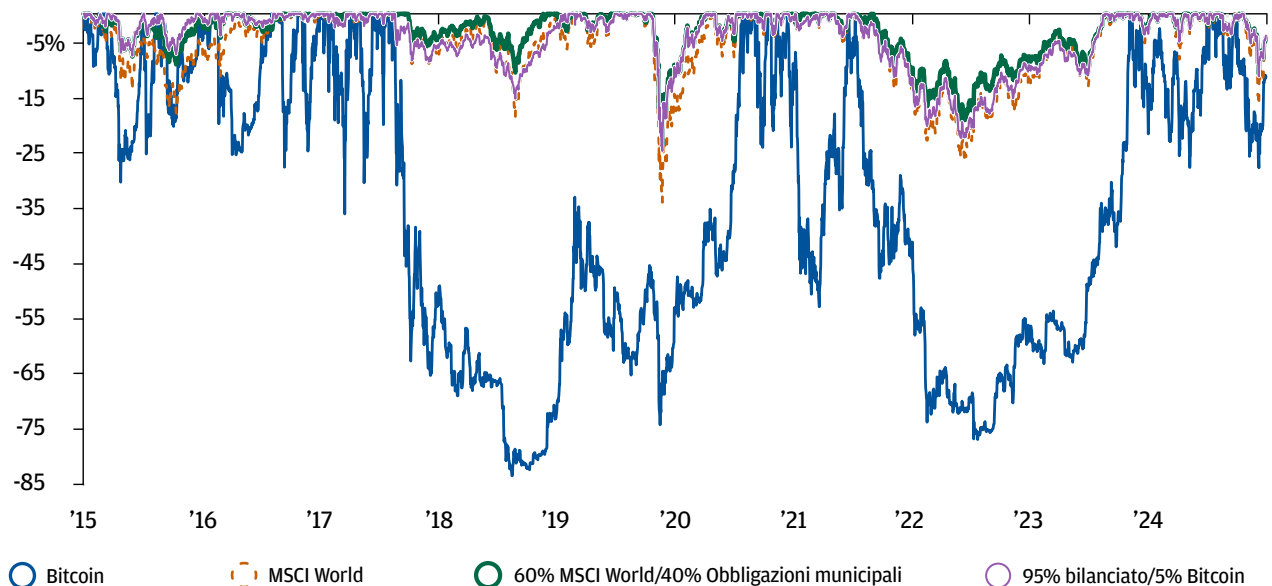
Un'aggiunta del 5% in criptovalute a un portafoglio bilanciato può contribuire al rischio in misura significativamente più elevata rispetto a un'aggiunta del 5% in oro. Sicuramente le criptovalute potrebbero presto beneficiare di un regime normativo più favorevole, ma difficilmente questo cambierà le caratteristiche fondamentali di questa classe di attivo, quantomeno nel breve periodo.

A prescindere da ciò che accade nei mercati, una corretta "manutenzione" migliora la resilienza del portafoglio. Prendiamo in considerazione il "drift" dei portafogli. Un portafoglio creato nel 2020 con il 60% di azioni e il 40% di obbligazionari è oggi passato a un rapporto più vicino al 75/25%.

Inoltre, data la sovraperformance degli attivi statunitensi negli ultimi cinque anni, i portafogli potrebbero essersi evoluti in direzione di un'eccessiva concentrazione in attivi denominati in dollari. Un portafoglio resiliente affronta tempestivamente gli scostamenti del mercato.

### I RIBASSI DEL BITCOIN SALTANO ALL'OCCHIO

Ribasso dal picco, in %



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Morningstar Direct. Dati al 30 aprile 2025.

Nota: Portafoglio bilanciato = 60% MSCI World NR USD e 40% Bloomberg Muni 1-17 Year, ribilanciato su base trimestrale.

<sup>8</sup> World Gold Council (2025).

# 3

Stiamo assistendo alla caduta del Dollaro statunitense?





La recente flessione del Dollaro statunitense ha scatenato un acceso dibattito. La debolezza del Dollaro mette in discussione il suo ruolo di valuta di riserva mondiale e, più in generale, l'egemonia statunitense nell'economia globale? Oppure la flessione è il segnale di un cambiamento significativo ma non fondamentale?

Propendiamo per la seconda ipotesi, come illustriamo di seguito.

Il Dollaro statunitense svolge da tempo il ruolo di valuta di riserva mondiale e per un buon motivo. Gli Stati Uniti vantano l'economia più grande<sup>9</sup> e più stabile del mondo, nonché i mercati finanziari più profondi e dotati di maggiore liquidità. Hanno uno stato di diritto consolidato e omogeneo, istituzioni forti, elezioni libere ed eque, processi politici aperti e trasparenti, regimi normativi e fiscali relativamente uniformi e una cultura improntata all'innovazione e all'imprenditorialità. Le forze armate statunitensi sono la colonna portante della sicurezza che sostiene il sistema economico globale.

Detto questo, ogni valuta di riserva, dal Galeone spagnolo alla Sterlina britannica, alla fine ha perso la propria posizione dominante. Oggi il Dollaro sembra dover affrontare un maggior numero di potenziali rischi di ribasso rispetto agli ultimi decenni. Da inizio anno, il Dollaro si è svalutato rispetto a tutte le altre principali valute. I nuovi dazi e le incertezze sul versante delle politiche commerciali hanno contribuito. Gli investitori però temono anche le prospettive fiscali del Paese, in considerazione di una possibile legislazione del Congresso suscettibile di aumentare in misura sostanziale il deficit di bilancio.

Per i mercati il rischio è che le autorità commettano gli stessi errori dei leader latinoamericani del passato, come l'ex presidente argentino Juan Perón: protezionismo, mancanza di indipendenza della Banca Centrale e un generalizzato spregio della stabilità macroeconomica. Paradossalmente, proprio in un momento di incertezza sulla credibilità economica degli Stati Uniti, molte economie latinoamericane hanno compiuto progressi sostanziali in questi ambiti.

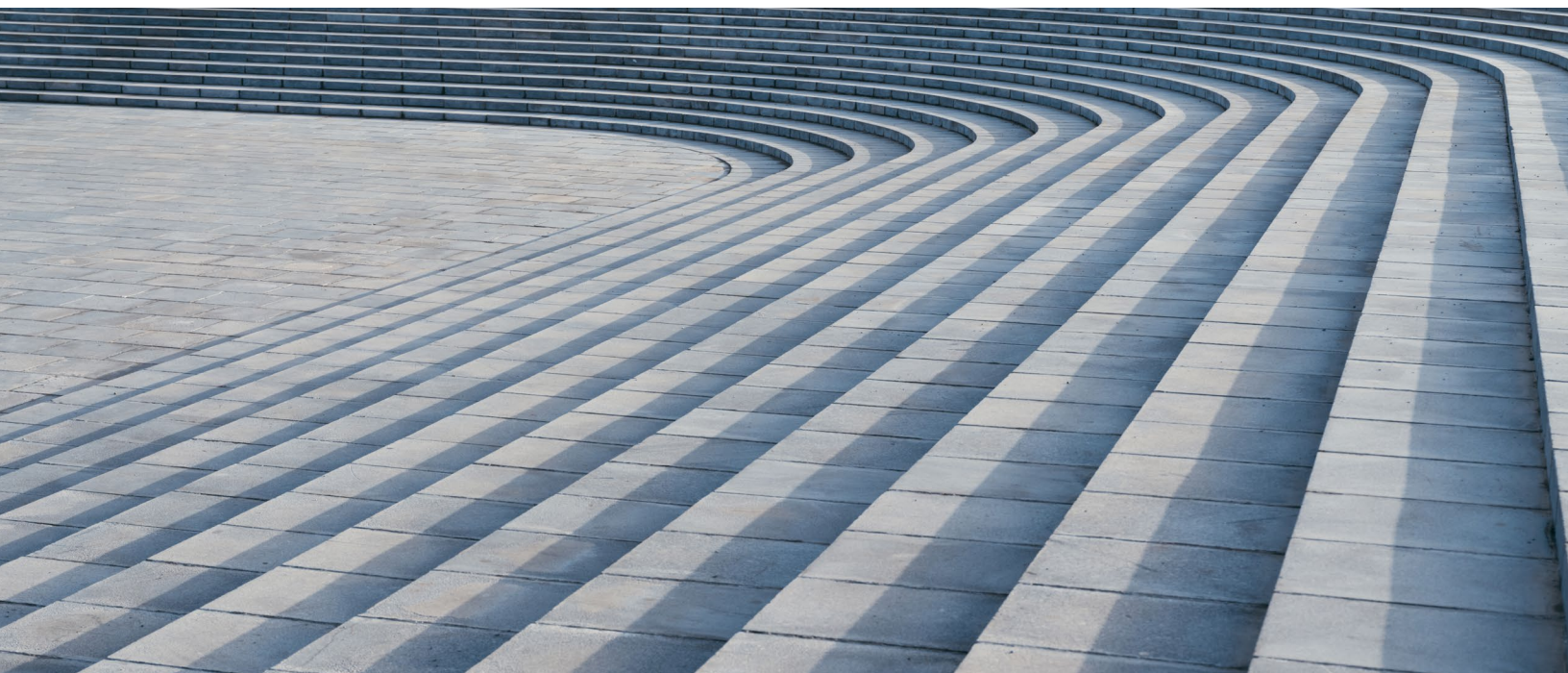
**Siamo tuttavia dell'avviso che tali rischi si manifesteranno sotto forma di un'erosione più graduale del valore del Dollaro e non di un crollo improvviso.** Oggi il Dollaro costituisce il 60% delle riserve valutarie, il 65% del debito internazionale e quasi l'85% dei regolamenti SWIFT per il finanziamento degli scambi commerciali. Il "network effect" è molto efficace. Il passaggio a una nuova moneta per il commercio e il finanziamento internazionale difficilmente si verificherà in tempi brevi. La seconda valuta più utilizzata, l'Euro, rappresenta solo il 6% dei regolamenti SWIFT.<sup>10</sup>

La supremazia del Dollaro sembra duratura, ma a margine è possibile che la percezione del valore del Dollaro da parte degli investitori stia subendo un cambiamento. Quasi il 70% degli investitori intervistati ritiene che il Dollaro sia "sopravvalutato" e il 61%, la percentuale più alta dal 2006, si aspetta che continui a svalutarsi.<sup>11</sup> Il nostro scenario di base prevede che il Dollaro perda ancora qualche punto percentuale di qui a fine anno nei confronti delle principali valute, con rischi tendenti al ribasso.

<sup>9</sup> Se misurata ai tassi di cambio attuali.

<sup>10</sup> Chang, C., Rana, V., Gupta, Z., & Rezvijs, V. (20 agosto 2024). *Saudi-China Ties and Renminbi-Based Oil Trade*.

<sup>11</sup> Bank of America Merrill Lynch (2024). *BAML Fund Manager Survey*.



I precedenti storici di prolungata debolezza del Dollaro (1970-1980, 1985-1992 e 2002-2008) hanno comportato una svalutazione dello stesso pari al 40% circa nell'arco di 5-10 anni. Secondo alcune stime accademiche, gli investitori non statunitensi detengono il 30% circa dei titoli obbligazionari e azionari (pubblici e privati) emessi negli Stati Uniti.<sup>12</sup> Anche solo un rimpatrio limitato potrebbe comportare un cambiamento significativo nelle valutazioni relative tra gli attivi statunitensi e quelli del resto del mondo.

**La diversificazione dell'esposizione valutaria può moderare le potenziali perdite associate alla svalutazione del Dollaro. Ci concentriamo su Euro, Yen giapponese e oro** per via delle loro dimensioni, della loro liquidità e del loro ruolo storico di attivi di riserva alternativi. Le Banche Centrali, con quasi 13.000 miliardi di dollari di riserve, hanno già aumentato le allocazioni in queste valute, rispecchiandone la profondità e la liquidità del mercato e il potenziale di conservazione del potere d'acquisto. L'Euro e lo Yen presentano inoltre una minore correlazione con la crescita globale e ciò ne riduce l'esposizione ciclica all'interno di un portafoglio.

La diversificazione valutaria è probabilmente più naturale per gli investitori che operano fuori dagli Stati Uniti che per quelli che operano al loro interno. La linea di minor resistenza per gli

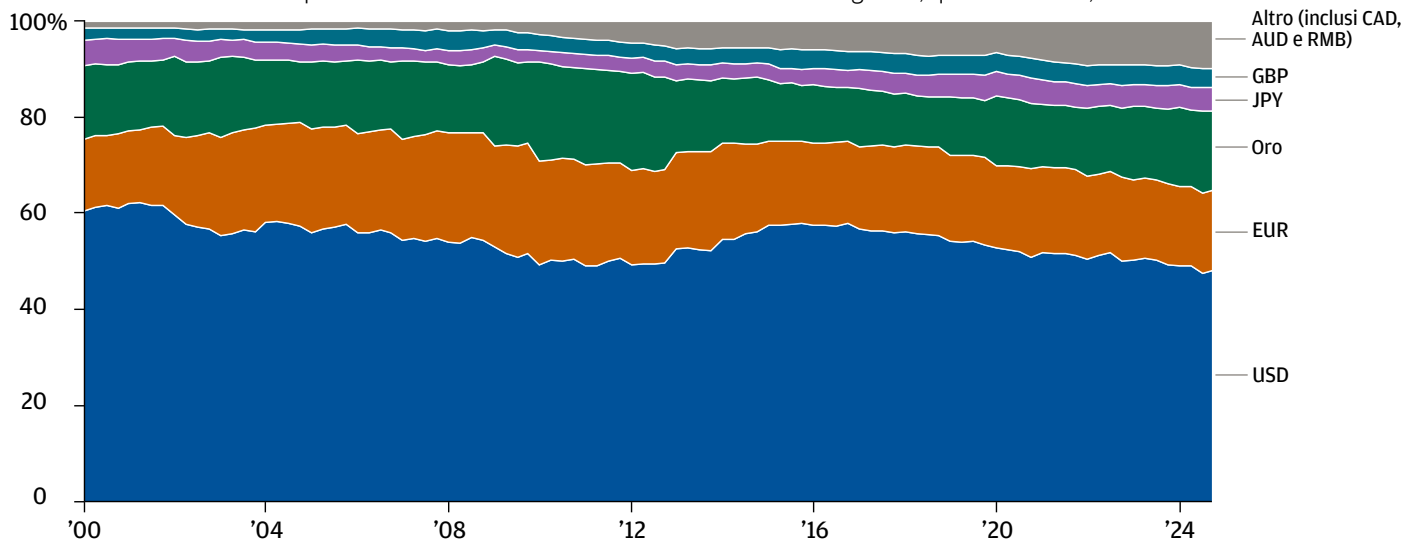
investitori statunitensi potrebbe essere l'esposizione a titoli azionari denominati in Euro e Yen. Di fatto, secondo le Long-Term Capital Market Assumptions di J.P. Morgan Asset Management per il 2025, nei prossimi 10-15 anni la svalutazione del Dollaro statunitense aggiungerà l'1-2% annuo ai rendimenti totali degli investimenti azionari europei e giapponesi denominati in questa valuta.

Cosa importante, è prevedibile che questi mercati azionari sovraperformino gli Stati Uniti anche su base assoluta. Anche investire nel private equity può essere un modo per diversificare l'esposizione geografica e valutaria. L'azionario statunitense costituisce il 70-75% dei benchmark azionari di borsa, ma rappresenta solo la metà dei volumi di buyout globali.<sup>13</sup>

Gli investitori possono anche prendere in considerazione le obbligazioni denominate in valuta estera, ma devono comprendere i rischi che ne derivano. Negli ultimi 20 anni, un investitore che usa come valuta di riferimento il Dollaro statunitense e ha investito in un portafoglio obbligazionario aggregato non statunitense senza copertura ha conosciuto una volatilità quasi doppia rispetto a quella di un portafoglio obbligazionario nazionale denominato in dollari.

## IL DOLLARO STATUNITENSE È ANCORA PREDOMINANTE NELLE RISERVE VALUTARIE DELLE BANCHE CENTRALI

Composizione delle riserve valutarie delle Banche Centrali globali, quota sul totale, %



Fonti: FMI, J.P. Morgan. Dati aggiornati al 31 dicembre 2024. Dati relativi a 123 banche centrali che riportano i dati al FMI.

<sup>12</sup> Du, W., & Huber, A. W. (2023). Dollar Asset Holding and Hedging Around the Globe. Wharton School della University of Pennsylvania.

<sup>13</sup> Bain & Company (2025). Global Private Equity Report 2025 (Relazione globale sul private equity 2025).

## Monitoraggio della percezione del Dollaro da parte del mercato

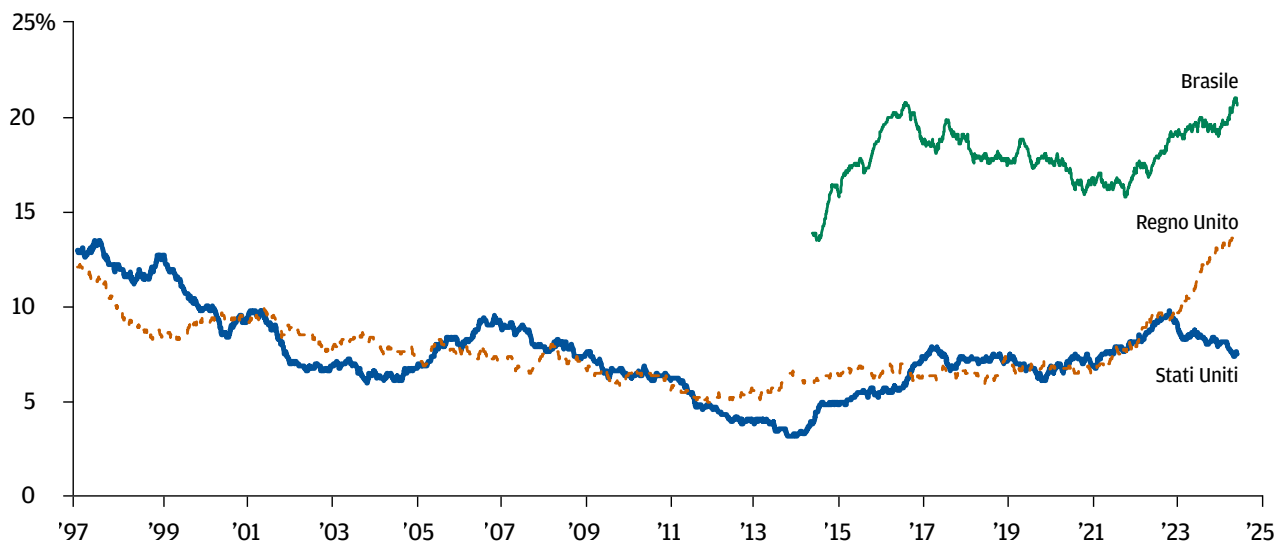
Per valutare il rischio che le autorità statunitensi perdano credibilità nei confronti dei mercati, utilizziamo un semplice parametro: la percentuale delle giornate di negoziazione durante le quali l'azionario, l'obbligazionario e il Dollaro statunitense perdono valore. Negli ultimi tre anni gli attivi statunitensi hanno registrato questi cali simultanei nel 7,5% circa delle giornate di negoziazione. In Brasile, questa proporzione è superiore al 20% delle giornate di negoziazione. Il mercato sviluppato più in difficoltà è il Regno Unito, le cui politiche fiscali sembrano ormai aver disilluso gli investitori. Nel 2025, il clamore a proposito del Dollaro è stato superiore alle tensioni di mercato, nonostante le fortissime oscillazioni di metà aprile. Da inizio 2025, solo il 5% dei giorni di negoziazione ha visto cali simultanei di azionario, obbligazionario e Dollaro statunitensi.

In breve, lo status del Dollaro statunitense come valuta di riserva mondiale non è destinato a scomparire all'improvviso. Tuttavia, il rischio di un lungo periodo di declino per il Dollaro è elevato. Gli investitori hanno ancora tempo per limitarne gli effetti sui loro portafogli.



### NEGLI ULTIMI ANNI, GLI INVESTITORI HANNO VENDUTO ATTIVI BRITANNICI MOLTO PIÙ SPESSO CHE NON ATTIVI STATUNITENSIS

% di giorni di negoziazione con calo simultaneo nei mercati azionari, obbligazionari e valutari (su 3 anni mobili, dal 1997 a oggi)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 aprile 2025.



4

## Perché non si parla più di IA?





Le incertezze riguardanti le politiche doganali hanno distolto l'attenzione degli investitori da un altro importante trend strutturale: l'intelligenza artificiale.

Già nel mese di marzo, prima del “Liberation Day”, i titoli collegati all'IA avevano subito una battuta d'arresto durante la fase di ribasso dei mercati azionari statunitensi. Venti società - quasi due terzi delle quali esposte all'IA - hanno contribuito all'80% delle perdite da inizio anno dell'S&P 500 prima del 2 aprile.

La causa scatenante del tracollo dell'azionario legato all'IA non è sfuggita a nessuno: il lancio di un nuovo modello di intelligenza artificiale da parte della startup cinese DeepSeek. (Due rapide definizioni: i modelli sono un tipo di software, mentre i chip a semiconduttori su cui girano i modelli sono hardware.)

DeepSeek ha messo in discussione buona parte delle ipotesi prevalenti tra gli investitori circa le risorse necessarie per sviluppare modelli di IA ad alte prestazioni (ad esempio, capitali, chip a semiconduttore all'avanguardia e fabbisogno energetico). In altre parole, DeepSeek ha dimostrato di poter fare molto e a un costo molto inferiore rispetto alla concorrenza.

Sulla scia delle notizie riguardanti DeepSeek, gli investitori si sono chiesti se i cosiddetti hyperscaler (fornitori di cloud computing e operatori di data center) avrebbero continuato a investire in modo aggressivo e se, e quando, tali investimenti avrebbero dato i loro frutti.

Secondo gli analisti di Wall Street, nel 2025 dobbiamo aspettarci dai quattro principali hyperscaler, tra cui figurano Amazon e Meta, una crescita della spesa Capex pari a quasi il 33%, anziché al 20% come era stato stimato all'inizio dell'anno.<sup>14</sup>

## Fiducia in un aumento della produttività grazie all'IA

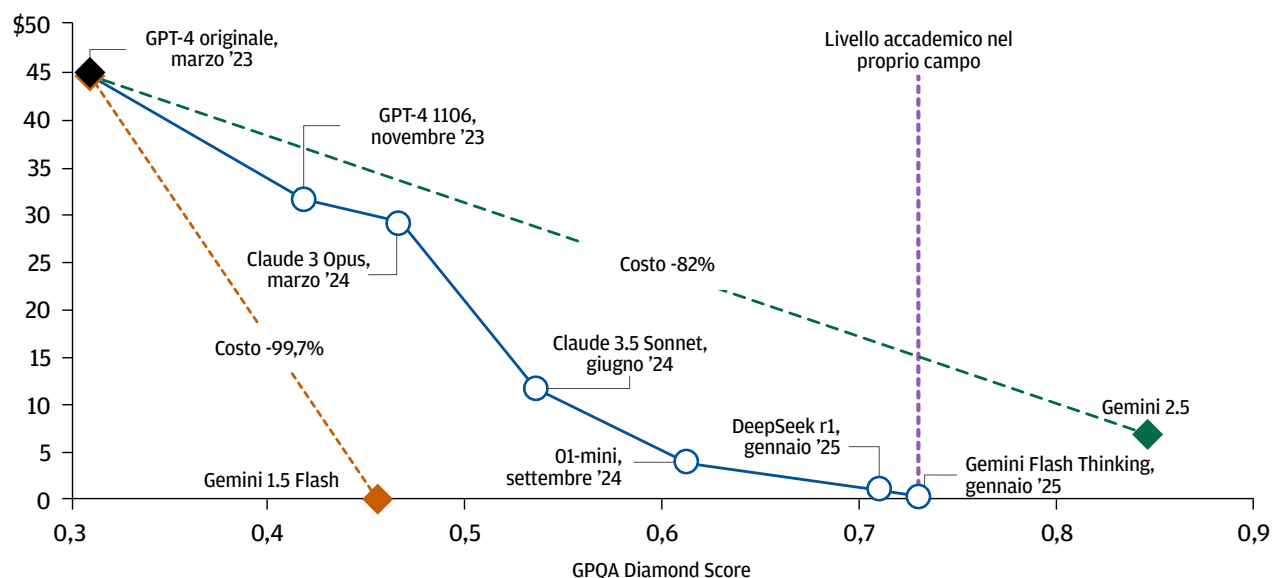
Siamo convinti che l'IA catalizzerà un sostanziale aumento della produttività per le imprese, i consumatori e l'economia nel suo complesso. I “Large Language Models” (LLM) possono ora fornire output di livello accademico, mentre il loro costo è calato in misura compresa tra l'80% e il 99%. Gli utenti sono inoltre sempre più abili a ottimizzare il mix costi/prestazioni. La storia dell'economia è ricca di esempi di tecnologie che hanno conosciuto una rapida adozione quando i costi sono diminuiti drasticamente (ad esempio, il processo Bessemer per la produzione in massa di acciaio dal ferro fuso, i viaggi aerei, i personal computer e i semiconduttori, i telefoni cellulari).

<sup>14</sup> Empirical Research Partners (2025). *Hyperscalers, Hyperspenders, Hyperextended*.



## I “LARGE LANGUAGE MODELS” (LLM) POSSONO FORNIRE OUTPUT DI LIVELLO ACCADEMICO E UN CALO DEI COSTI SUPERIORE ALL’80%

Modello di IA, costo per milione di token, USD



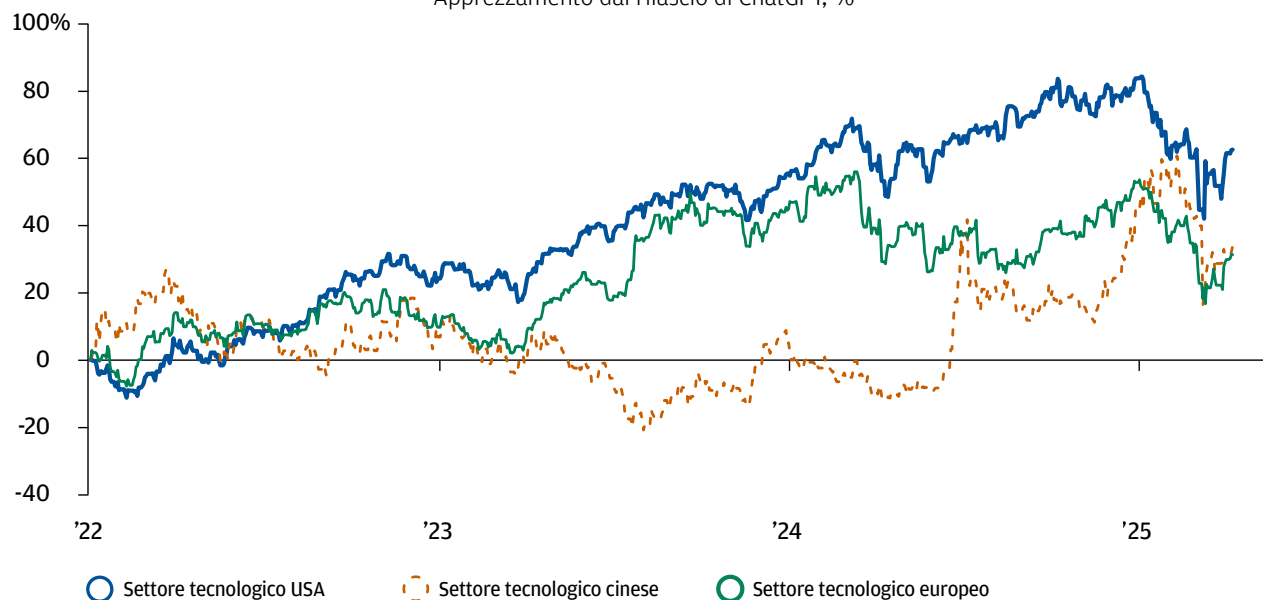
Fonte: One Useful Thing. Dati ad aprile 2025.

Nota: Il test Graduate-Level Google-Proof Q&A (GPQA) è costituito da una serie di problemi a scelta multipla, molto difficili, ideati per mettere alla prova le conoscenze avanzate.

Il costo per milione di token è il costo di utilizzo del modello (i costi di Gemini Flash Thinking sono una stima).

## L’INTELLIGENZA ARTIFICIALE STA SPINGENDO I GUADAGNI DEL SETTORE TECNOLOGICO IN TUTTI I MERCATI GLOBALI

Apprezzamento dal rilascio di ChatGPT, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 aprile 2025.

Nota: Settore tecnologico USA: Nasdaq 100 Index; Settore tecnologico cinese: Hang Seng Tech Index; Settore tecnologico europeo: STOXX Tech Index.





Come ha dichiarato l'autorevole analista del settore tecnologico Ben Thompson, la corsa all'intelligenza artificiale è giunta a un punto di svolta interessante. I principali laboratori di ricerca sono tuttora incentivati a raccogliere fondi e a investire in nuovi modelli: sono in gara per sviluppare un modello in grado di migliorarsi da solo. Allo stesso tempo, la concorrenza potrebbe far scendere i prezzi, incoraggiando la differenziazione e l'ulteriore adozione.<sup>15</sup>

Riteniamo probabile che i programmi di IA agentica, in grado di operare con un livello di intelligenza e indipendenza simile a quello umano, domineranno la prossima ondata di software. I leader di mercato offriranno ai consumatori un'esperienza migliore e aumenteranno la produttività delle imprese in ogni settore e ogni area geografica.

Di fatto, i settori tecnologici europeo e cinese stavano colmando il divario di performance con le aziende tecnologiche statunitensi già dopo il rilascio di ChatGPT nel novembre 2022 e prima che lo shock dei dazi colpisse i mercati. Da ultimo, l'esposizione al mercato privato è fondamentale per sfruttare il trend di espansione dell'IA. Su circa 100.000 società di software investibili, solo 4.000 circa sono quotate in borsa.<sup>16</sup>

I vincitori finali della corsa all'intelligenza artificiale potrebbero non essere ancora emersi. L'ascesa del cloud computing e il passaggio alla telefonia mobile nel secondo decennio degli anni 2000 videro nascere più di 30 imprese con un fatturato annuo superiore a 1 miliardo di dollari (per un totale di oltre 1.900 miliardi di dollari di capitalizzazione di borsa).<sup>17</sup> Il mercato totale investibile per le applicazioni collegate all'IA potrebbe superare sia quello della transizione al cloud sia quello della transizione alla telefonia mobile, soprattutto perché l'obiettivo finale sono i costi di retribuzione dei dipendenti.

Gli scettici del boom dell'IA ricordano la bolla delle dot-com sul finire degli anni '90 del secolo scorso. Prima che la bolla scoppiasse, nel 2000, molte società presentavano valutazioni eccessive basate su modelli di business che si rivelarono poi inadeguati o inesistenti. E persino le società con modelli di business validi faticavano a giustificare le valutazioni quando toccarono il picco massimo. Le società di telecomunicazione statunitensi ed europee che hanno costruito la maggior parte delle infrastrutture di comunicazione odierne (reti mobili, a banda larga e in fibra ottica) non hanno mai raggiunto i picchi del 2000. Eppure gli abbonamenti ai servizi di telefonia mobile sono più che decuplicati.

A nostro avviso, né il livello degli investimenti aziendali per l'IA né le valutazioni azionarie fanno pensare a una bolla dell'IA. I prezzi delle azioni sono aumentati di pari passo con gli utili e gli investimenti non sono stati finanziati con l'emissione di titoli azionari o di debito. Ad ogni modo, stiamo monitorando attentamente il recupero dei costi dei progetti per l'intelligenza artificiale e l'eccessiva euforia (nelle valutazioni e/o nei livelli degli investimenti) in settori come quello dei data center.

**I più recenti dati sugli utili indicano che l'IA sta iniziando a produrre risultati per le aziende e gli investitori.** La domanda di IA ha contribuito per quasi la metà alla crescita del 35% registrata dalla divisione cloud computing di Microsoft, che ha elaborato oltre 100 trilioni di token IA nel primo trimestre, con un aumento di 5 volte rispetto all'anno passato.

Continueremo a concentrarci sulle società e sui settori posizionati per beneficiare della riduzione dei costi e dell'aumento della produttività grazie alla tecnologia IA (ad esempio, software e finanza). Cercheremo anche opportunità promettenti nel settore delle applicazioni aziendali.

**Forse non si parla più di IA, ma bisognerebbe farlo.**

<sup>15</sup> Thompson, B. (25 febbraio 2025). *AI Promise and Chip Precariousness*.

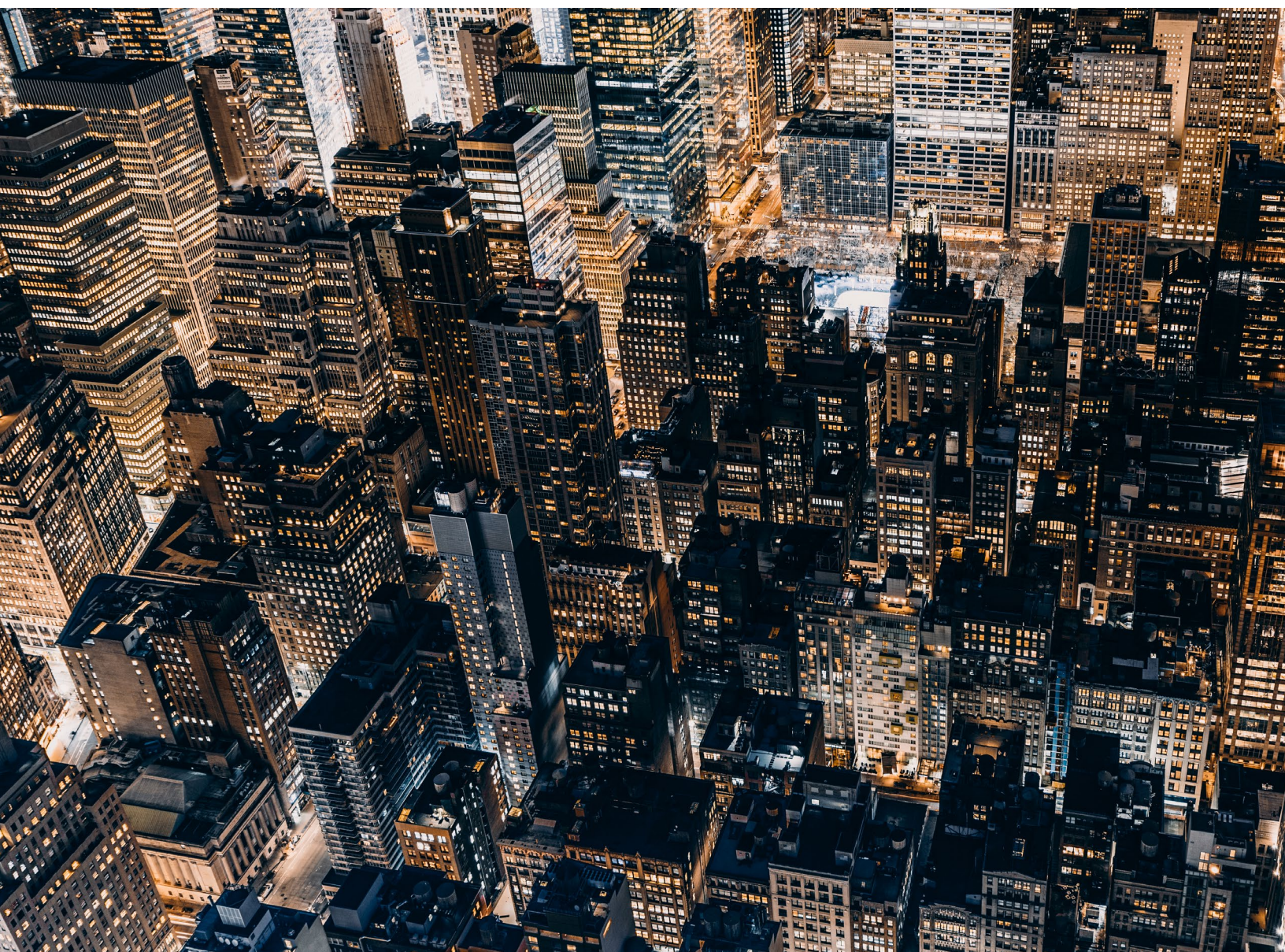
<sup>16</sup> Vista Equity Partners (marzo 2025).

<sup>17</sup> Huang, S. e Grady, P. (9 ottobre 2024). *Generative AI's Act 01*. Società utilizzate per questa statistica (elenco non completo): Airbnb, Atlassian, Cloudflare, CrowdStrike, Datadog, Docusign, Doordash, Dropbox, Dynatrace, Elastic, Lyft, MongoDB, Okta, Palantir, Paloalto, Paycom, Paylocity, Pinterest, Playtika, Robinhood, Salesforce, Shopify, Snapchat, Snowflake, Spotify, Thetradedesk, Twilio, Uber, Unity, Workday, Zoom, Zoominfo, Zscaler.



# 5

## Che cosa sta succedendo nelle operazioni di finanza straordinaria?





A Wall Street, sulla scia della vittoria elettorale di Donald Trump, la maggioranza si aspettava un'immediata ripresa delle operazioni di finanza straordinaria e dell'attività del mercato dei capitali. Dalla serata elettorale alla fine di gennaio, il sottosettore dei mercati dei capitali (che comprende le banche d'investimento e i gestori patrimoniali alternativi) ha registrato una crescita del 10%, il doppio rispetto al mercato generale, che ha guadagnato il 5%.

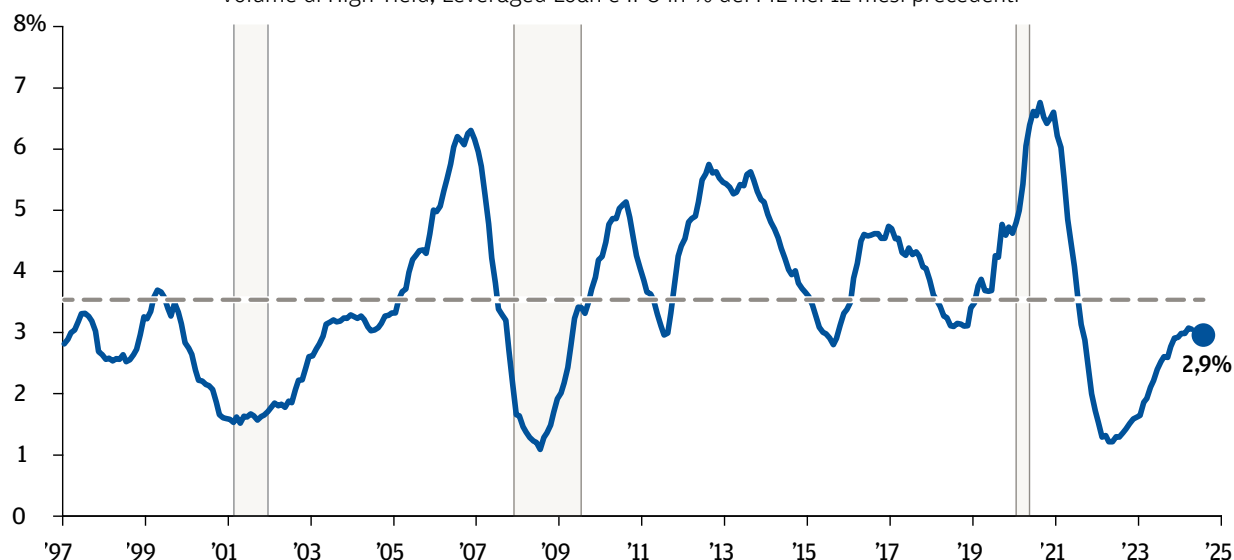
Le speranze di un boom delle operazioni di finanza straordinaria si sono presto scontrate con la realtà dell'incertezza determinata dall'imposizione dei dazi, dal livello ancora elevato dei tassi d'interesse e dalle turbolenze dei mercati azionari. Mentre sul mercato privato le operazioni di finanza straordinaria continuano a ritmi ragionevoli, il mercato pubblico (in particolare le IPO) è stato molto tranquillo.

Il settore dei mercati dei capitali ha perso gran parte dei guadagni post-elettorali e le aspettative di crescita dell'attività di M&A negli Stati Uniti sono state riviste al ribasso, passando da un incremento del 25% a un aumento del 7% soltanto.<sup>18</sup> All'inizio dell'anno abbiamo notato alcuni segnali di ripresa (le attività di fusione e acquisizione a livello mondiale sono aumentate del 17% rispetto al primo trimestre, grazie alle attività sostenute da sponsor). Tuttavia, le prospettive di un'incertezza prolungata hanno creato perplessità sul ritmo delle operazioni di finanza straordinaria, quantomeno nel breve periodo.



## LA LIQUIDITÀ DEL MERCATO PUBBLICO È LIMITATA, MA LE PROSPETTIVE STANNO LENTAMENTE MIGLIORANDO

Volume di High Yield, Leveraged Loan e IPO in % del PIL nei 12 mesi precedenti



Fonti: J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Dati al 30 aprile 2025.

Nota: per liquidità si intende l'emissione di IPO, obbligazioni High Yield e Leveraged Loan. La linea tratteggiata rappresenta la media.

<sup>18</sup> Goldman Sachs (14 marzo 2025). L'incertezza politica e la volatilità dei mercati mettono a rischio la tanto attesa ripartenza dell'attività dei mercati dei capitali.

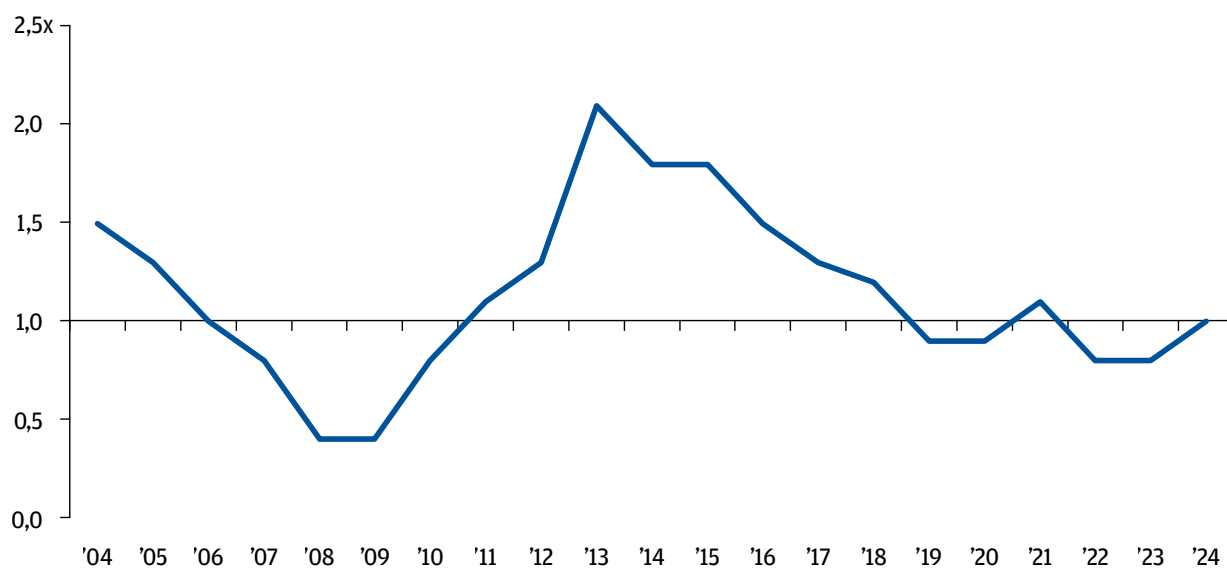
Come abbiamo trattato nelle nostre Prospettive per il 2025, resta da vedere quanto la nuova leadership della Federal Trade Commission (FTC) si dimostrerà favorevole al mercato. Il presidente della FTC, Andrew Ferguson, ha scelto di mantenere in vigore le linee guida sulle fusioni dell'era Biden, deludendo gli operatori del mercato che speravano in un cambiamento. Dall'altro lato, la FTC di Ferguson sembra incentrare l'applicazione delle regole sul benessere dei consumatori, un approccio più favorevole al mercato rispetto al predecessore di Ferguson, Lina Khan, che mirava a correggere gli squilibri delle quote di mercato. Sul tema specifico (e controverso) delle Big Tech, la FTC di Trump sembra destinata a mantenere una posizione conflittuale.<sup>19</sup>

Per quanto il contesto delle operazioni di finanza straordinaria possa apparire in rallentamento, **vediamo alcuni segnali che indicano il passaggio verso un ecosistema di private equity più equilibrato.** Nel 2022 e nel 2023, i richiami di capitale hanno superato le distribuzioni nel settore, determinando una situazione di flusso di cassa negativo per gli investitori. Nel 2024, i richiami di capitale erano in linea con le distribuzioni.



### PROSPETTIVE PIÙ ROSEE PER I BUYOUT A LIVELLO GLOBALE: IL CASH FLOW NETTO È ORA IN PARI DOPO DUE ANNI IN TERRITORIO NEGATIVO

Rapporto distribuzioni/contributi



Fonte: Bain & Company Global Private Equity Report. Dati al 30 settembre 2024.

<sup>19</sup> Stratmann, T. (31 marzo 2025). *Trump Tweaks Instead of Tearing Up Biden's Antitrust Policies.*





Il rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria tradizionali (IPO, operazioni di M&A strategiche) e l'invecchiamento degli asset nei portafogli di private equity esistenti potrebbero creare un'interessante serie di opportunità per i gestori secondari che acquistano partecipazioni esistenti da altri sponsor. In passato, il mercato secondario si è rivelato interessante per diversi motivi.

In primo luogo, attenua l'effetto "J curve" insito nei fondi drawdown (rendimenti negativi iniziali durante i richiami di capitale, seguiti da rendimenti positivi durante la distribuzione del capitale). In secondo luogo, i fondi secondari offrono agli investitori visibilità sugli attivi sottostanti di una strategia (attenuando il rischio di blind pooling) e offrono una significativa diversificazione tra gli anni del vintage e gestori. Il potenziale fabbisogno di liquidità dei fondi di dotazione universitari è un altro potenziale catalizzatore che potrebbe portare alla scoperta di opportunità tra i fondi secondari.

La struttura dei fondi evergreen probabilmente comporterà un'alterazione del panorama del mercato privato. Solo quest'anno, oltre 4.500 clienti hanno investito per la prima volta in strutture evergreen. Attualmente i fondi evergreen rappresentano il 5% dell'intero mercato privato e, secondo alcune stime, tale quota potrebbe crescere fino al 20% nel decennio a venire.<sup>20</sup> Con la maturazione dei mercati privati, ci aspettiamo che i titolari di attivi trovino maggiori opportunità per raccogliere liquidità in aggiunta ai canali tradizionali delle IPO e delle fusioni e acquisizioni strategiche.

Gli investitori che partecipano solo ai mercati pubblici devono rendersi conto che oggi le società rimangono private più a lungo.

Attualmente, le società che sbarcano in borsa hanno in media quasi 14 anni di vita. Dieci anni fa, l'età media per una IPO era inferiore a 11 anni.<sup>21</sup> Negli Stati Uniti, l'87% di tutte le aziende che superano i 100 milioni di dollari di fatturato annuo sono private.<sup>22</sup>

Un'importante indicazione per gli investitori: l'esposizione ai mercati privati può essere fondamentale per assicurare un'adeguata esposizione all'economia nel suo complesso.

Con il progressivo bilanciamento dell'ecosistema del private equity, il panorama degli investimenti nel settore sportivo si presenta come un evidente punto di forza. In questo segmento di mercato le transazioni hanno continuato a crescere sia in termini numerici che quantitativi. La vendita dei Boston Celtics ha stabilito un record per la valutazione delle transazioni mentre Omaha Productions, la società di Peyton Manning che si occupa di sport, è stata recentemente valutata oltre 800 milioni di dollari.<sup>23</sup> Riteniamo che l'ecosistema sportivo possa offrire l'opportunità di generare flussi di rendimento meno correlati, nell'ambito degli investimenti sia in titoli di debito che in titoli azionari.

**Il panorama del mercato privato continua a evolversi, spinto dall'invecchiamento degli asset e dalla crescita dei fondi evergreen.** Nel costruire portafogli di private equity, gli investitori dovrebbero puntare a mantenere un equilibrio tra le strutture drawdown e quelle evergreen, esplorando anche la possibilità di investimenti in fondi secondari e attività sportive.

<sup>20</sup> Hamilton Lane (2025).

<sup>21</sup> Ritter, J. R. (2025). *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. Warrington College of Business, University of Florida.

<sup>22</sup> Sløk, T. (20 aprile 2024). *Many More Private Firms in the US*.

<sup>23</sup> Fischer, S. (27 marzo 2025). *Peyton Manning's Omaha Productions raises series B from Patrick Whitesell and Silver Lake*.



# Conclusione

L'incertezza si tocca con mano. Molti investitori riconoscono la probabilità di una persistente fluttuazione del mercato, ma non sanno bene come agire. Forse il modo più efficace per chiarirsi le idee in un mondo afflitto dalla volatilità è definire i traguardi che si vogliono raggiungere per il proprio capitale e comprendere il contesto in cui si colloca il proprio piano patrimoniale (cioè la propria capacità di affrontare i rischi e la propria tolleranza al rischio). In questo modo, si può essere più tranquilli che le decisioni di asset allocation consentano di avvicinarsi al conseguimento degli obiettivi fissati.

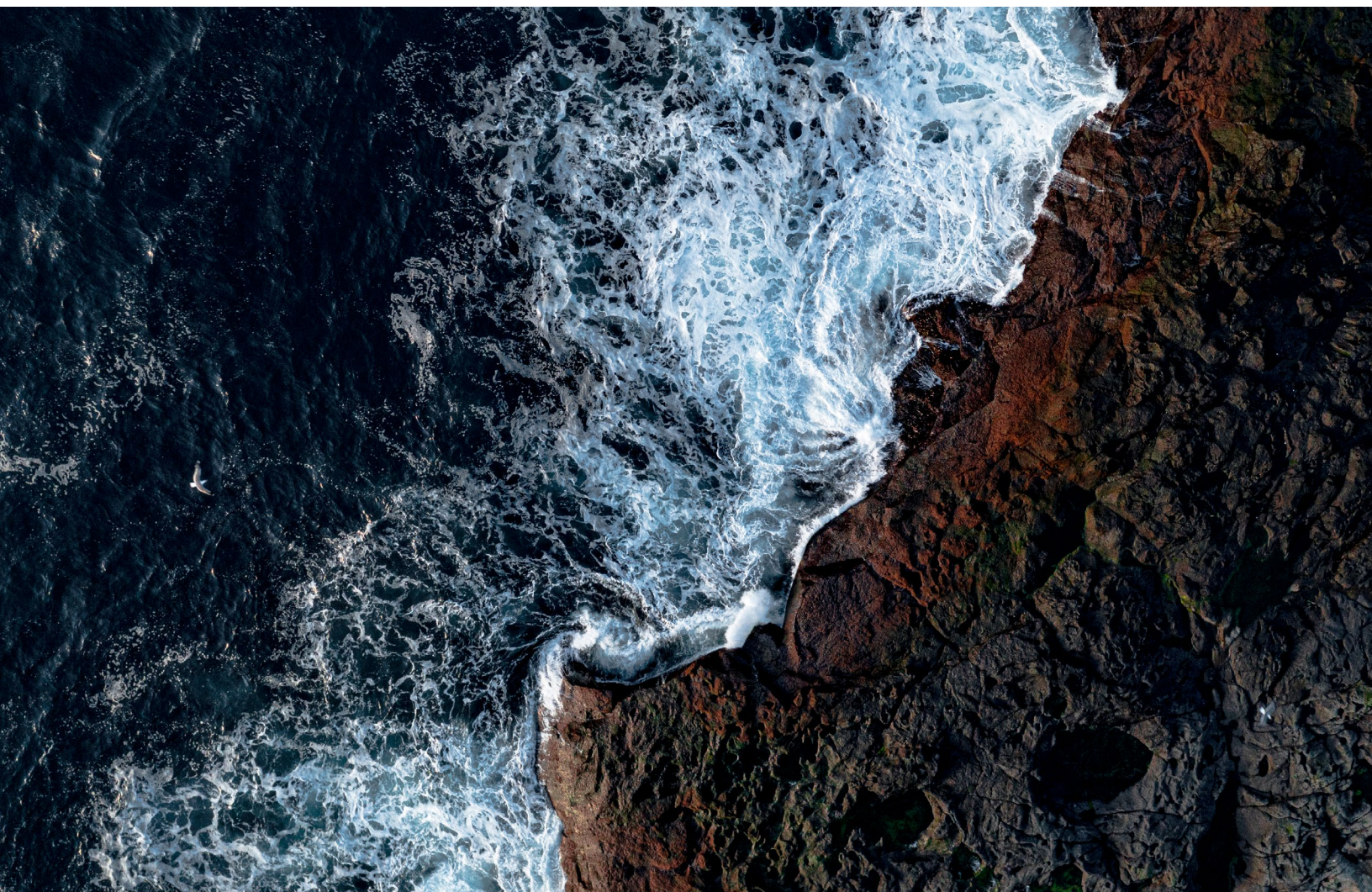
Ci auguriamo che le nostre risposte alle cinque domande essenziali possano contribuire a sbloccare le opportunità in un clima di profonda incertezza e che le implicazioni per il portafoglio di cui parliamo offrano ai clienti il conforto necessario per continuare a perseguire il loro piano patrimoniale.





# 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 SPONSORS

**Clay Erwin**

Global Head of Investments Sales & Trading

**Stephen Parker**

Co-Head of Global Investment Strategy

**Grace Peters**

Co-Head of Global Investment Strategy

**Anton Pil**

Head of Global Alternative Investment Solutions

## 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

**Aaron Goldstein**

Head of Digital Investment Strategy

**Stephen Jury**

Global Commodity Strategist

**Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

**Joe Seydl**

Senior Markets Economist

**Sitara Sundar**

Head of Alternative Investment Strategy

**Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

**Erik Wytenus**

Head of EMEA Investment Strategy

**Samuel Zief**

Head of Global FX Strategy



## Definizioni degli indici e glossario

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.

**Bloomberg Commodity Index:** indice che fornisce una misura generale della performance dei mercati globali delle materie prime, includendo un'ampia gamma di commodity, come energia, metalli e prodotti agricoli. L'indice è concepito come un benchmark liquido e diversificato per gli investimenti in materie prime, che rispecchia i movimenti e le tendenze di prezzo delle principali materie prime.

**Bloomberg Emerging Markets Aggregate Bond USD Index:** indice che replica la performance delle obbligazioni denominate in dollari statunitensi emesse da entità sovrane, quasi sovrane e societarie dei Mercati Emergenti. L'indice comprende specificamente titoli obbligazionari emessi in dollari statunitensi, offrendo agli investitori indicazioni sulle opportunità presenti nell'obbligazionario e sulle dinamiche del credito nei Mercati Emergenti, eliminando la complessità aggiuntiva rappresentata dal rischio valutario.

**Bloomberg Global U.S. Treasury Index:** indice che replica la performance dei Treasury Usa, cioè le obbligazioni e i titoli emessi dal governo degli Stati Uniti. Questo indice fornisce una panoramica completa del mercato delle obbligazioni governative statunitensi, abbracciando un ampio ventaglio di scadenze e rispecchiando il contesto dei tassi d'interesse e le condizioni economiche degli Stati Uniti.

**Bloomberg Municipal 1-17 Year Index:** indice che replica la performance delle obbligazioni municipali statunitensi con scadenza compresa tra uno e 17 anni. Queste obbligazioni sono generalmente emesse da amministrazioni locali e statali e offrono un reddito esente da imposte.

**Bloomberg U.S. 1-3 Month Treasury Bills Index:** indice che misura la performance dei Treasury Usa con scadenza compresa tra uno e tre mesi. Questo indice fornisce un benchmark per gli investimenti a breve termine e privi di rischio, rispecchiando il contesto dei tassi d'interesse e le condizioni di liquidità del mercato delle obbligazioni governative statunitensi.

**Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index:** benchmark completo che misura la performance del mercato obbligazionario statunitense Investment Grade, denominato in dollari, a tasso fisso e soggetto a imposizione fiscale. Questo indice comprende un'ampia gamma di tipologia di obbligazioni come Treasury, titoli governativi e societari, titoli garantiti da ipoteca, titoli garantiti da collaterale e titoli garantiti da ipoteca commerciale.

**Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield Index:** indice che replica la performance delle obbligazioni societarie High Yield a tasso fisso denominate in dollari statunitensi. Include titoli con rating Ba1/BB+/BB+ o inferiore secondo le agenzie Moody's, Fitch e S&P, ma esclude le obbligazioni di emittenti classificati come Mercati Emergenti da Bloomberg.

**Spese in conto capitale (capex):** indica i fondi che un'azienda destina all'acquisto o all'ammodernamento di beni fisici come immobili, fabbricati industriali o attrezzature. Queste spese vengono spesso destinate all'avvio di nuovi progetti o investimenti, che accrescono il valore a lungo termine dell'impresa.

**Dazio effettivo:** l'aliquota effettiva dei dazi applicati alle importazioni, tenendo conto di tutti gli adeguamenti come gli accordi commerciali, le esclusioni e gli effetti di sostituzione, che rispecchiano gli effetti reali sui costi commerciali.

**Obbligazioni strutturate equity-linked:** strumenti finanziari che offrono rendimenti basati sulla performance di specifici titoli azionari o di uno specifico indice azionario, combinando elementi propri dei titoli obbligazionari con l'esposizione al mercato azionario, e spesso emessi da istituzioni finanziarie.

**PIL (Prodotto interno lordo):** il valore monetario totale di tutti i beni e servizi prodotti entro i confini nazionali di un Paese in un determinato periodo di tempo, che funge da indicatore chiave dell'attività economica e della ricchezza.

**Hang Seng Tech Index:** indice che replica la performance delle principali società tecnologiche quotate sull'Hong Kong Stock Exchange. Include società attive principalmente nei settori Internet, fintech, cloud, e-commerce e tecnologia digitale.

**IPO (Initial Public Offering, Offerta pubblica iniziale):** il processo tramite il quale una società privata offre per la prima volta azioni al pubblico e raccoglie così capitali da investitori pubblici. L'IPO segna il passaggio di status di una società da privata a pubblica, consentendole di operare in borsa e fornire liquidità ai propri azionisti.

**M&A (Mergers and Acquisitions, Fusioni e acquisizioni):** attività imprenditoriale che prevede il consolidamento di società o di beni attraverso diverse tipologie di operazione finanziaria, tra cui fusioni, acquisizioni, consolidamenti e buyout.

**MSCI Asia ex-Japan Index:** indice che misura la performance delle società large cap e mid cap dei Mercati Sviluppati ed Emergenti dell'Asia, Giappone escluso. Questo indice include paesi come Cina, India, Corea del Sud, Taiwan e altri, che rappresentano circa l'85% della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante di ciascun Paese.

**MSCI EAFE Index:** indice che misura la performance del mercato azionario dei Paesi Sviluppati esclusi gli Stati Uniti e il Canada, ma inclusi l'Europa, l'Australasia e l'Estremo Oriente. Grazie all'ampia presenza di società large e mid cap, l'indice MSCI EAFE rappresenta l'85% circa della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante di ciascun mercato preso in considerazione.

**MSCI Emerging Markets (EM) Index:** indice creato per misurare la performance delle società large cap e mid cap dei Mercati Emergenti a livello globale. Include paesi come Cina, India, Brasile, Corea del Sud, Taiwan e molti altri ancora. L'indice MSCI EM rappresenta l'85% circa della capitalizzazione di mercato di ciascuno di questi Mercati Emergenti, fornendo agli investitori indicazioni sulle dinamiche economiche e sulle performance azionarie delle regioni in via di sviluppo.

**MSCI Japan Index:** indice che misura la performance dei segmenti large e mid cap in Giappone, con una copertura dell'85% circa della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante del mercato azionario giapponese.

**MSCI World Index:** indice che misura la performance dei titoli large cap e mid cap di 23 Paesi Sviluppati di tutto il mondo. Coprendo l'85% circa della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante di ciascun Paese, l'indice MSCI World fornisce una visione completa della performance dell'azionario dei Mercati Sviluppati di tutto il mondo.

**MSCI World NR USD:** indice che rappresenta la performance dei titoli large cap e mid cap di 23 Paesi Sviluppati a livello globale, con rendimenti calcolati in dollari statunitensi e comprensivi del reinvestimento dei dividendi netti.

**NASDAQ-100 Index:** indice del mercato azionario che comprende 100 delle principali società non finanziarie quotate al NASDAQ Stock Exchange, noto per la sua piattaforma di trading elettronico e per l'enfasi posta sulla tecnologia e sulle società con orientamento alla crescita.

**NYGold-FDS Index:** indice creato per replicare il prezzo a pronti dell'oro scambiato sul mercato di New York, che fornisce agli investitori informazioni sulla performance e sull'andamento del corso di questo metallo.

**Russell 3000 Index:** indice del mercato azionario che misura la performance delle 3.000 principali società quotate in borsa negli Stati Uniti, cioè il 98% circa del mercato azionario statunitense investibile.

**S&P 500®:** generalmente considerato il principale indicatore del mercato azionario statunitense, questo indice comprende 500 società leader nei principali settori industriali, concentrandosi sul segmento large cap. Rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato totale, il che lo rende un indicatore chiave della performance complessiva del mercato.

**STOXX Europe 600 Index:** indice che replica la performance di 600 società large cap, mid cap e small cap di 17 Paesi europei. Oltre a offrire una panoramica generale di vari settori, comprende società dell'Eurozona e di Paesi non appartenenti a quest'area, fornendo così una panoramica completa dei mercati azionari europei.

**STOXX Tech Index:** indice che replica la performance delle società tecnologiche all'interno della più ampia famiglia degli indici STOXX, abbracciando vari segmenti del settore tecnologico in Europa. Comprende aziende che operano nel settore del software, dell'hardware, delle telecomunicazioni e di altri settori tecnologici.



# Informazioni importanti

## 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 comportano commissioni più elevate rispetto agli investimenti tradizionali e possono inoltre fare un elevato ricorso alla leva finanziaria e impegnarsi in tecniche di investimento speculative, che possono aumentare il potenziale di perdita o guadagno dell'investimento. Il valore degli investimenti può aumentare così come diminuire e gli investitori potrebbero recuperare una somma inferiore all'importo inizialmente investito.

Gli investimenti nelle **materie prime** possono presentare una maggiore volatilità rispetto agli investimenti in titoli tradizionali, in particolare se gli strumenti comportano il ricorso alla leva. Il valore degli strumenti derivati legati alle 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. Il ricorso a strumenti derivati con leva finanziaria collegati alle commodity offre l'opportunità di aumentare i rendimenti ma, allo stesso tempo, comporta la possibilità di subire perdite maggiori.

Gli investimenti nei  **Mercati Emergenti** potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I Mercati Emergenti 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 Emergenti tendono a risentire di maggiore volatilità.

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

L'investimento in prodotti a **reddito fisso** è soggetto a determinati rischi, tra cui i rischi relativi a tasso di interesse, credito, inflazione, call, rimborso anticipato e reinvestimento. Qualsiasi titolo a reddito fisso venduto o rimborsato prima della scadenza può essere soggetto a sostanziali guadagni o perdite.

Come promemoria, gli **Hedge Funds** (o fondi di Hedge Funds), i fondi di private equity e i fondi immobiliari spesso adottano la leva finanziaria e altre pratiche di investimento speculativo che possono far aumentare il rischio di perdita dell'investimento. Questi investimenti possono essere estremamente

illiquidi e i gestori non sono tenuti a fornire agli investitori informazioni periodiche su prezzi o valutazioni e possono comportare strutture fiscali complesse e ritardi nella distribuzione di importanti informazioni fiscali. Questi investimenti non sono soggetti agli stessi requisiti normativi dei fondi comuni di investimento e spesso applicano commissioni elevate. Inoltre possono sussistere diversi conflitti d'interesse nell'ambito della gestione e/o dell'operatività di tali fondi. Per informazioni complete, si prega di fare riferimento al memorandum di offerta applicabile.

Le **obbligazioni High Yield** sono titoli speculativi non Investment Grade soggetti a maggiori rischi d'insolvenza o ad altri eventi creditizi avversi e sono adatte unicamente agli investitori con un'elevata propensione al rischio.

Non tutte le **strategie su opzioni** sono adatte a tutti gli investitori. Alcune strategie possono esporre gli investitori a rischi e perdite potenziali significativi. Per maggiori informazioni sui rischi, rimandiamo all'opuscolo "Characteristics and Risks of Standardized Options" ("Caratteristiche e rischi delle opzioni standardizzate"): <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>.

Consigliamo agli investitori di rivolgersi ai propri consulenti fiscali e legali per conoscere le implicazioni fiscali di queste strategie. Si invitano gli investitori a valutare con attenzione se le opzioni o i prodotti o le strategie ad esse correlati siano adeguati alle loro esigenze.

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

L'investimento in **obbligazioni strutturate** comporta una serie di rischi significativi. Di seguito riportiamo alcuni fattori di rischio e altre considerazioni riguardanti l'investimento. Non tutti gli investimenti sono adatti a tutti gli investitori (o nel loro migliore interesse). È Sua responsabilità analizzare le obbligazioni strutturate in base alle Sue specifiche circostanze, tenendo conto di fattori quali gli obiettivi di investimento, la tolleranza al rischio e il fabbisogno di liquidità.

J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) non approva, né fornisce consulenza, emette, svolge attività di intermediazione, mining o custodia, archivia, amministra, trasmette, scambia, controlla, vende o effettua transazioni dirette in alcun tipo di valuta virtuale o attivo digitale. Ciò non include gli strumenti finanziari che derivano valore da valuta virtuale che JPMS può rendere disponibile per l'acquisto o la vendita.

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

Il presente materiale 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. Se Lei è una persona con disabilità e ha bisogno di ulteriore supporto per accedere a questo materiale, contatti il suo team J.P. Morgan o ci scriva all'indirizzo [accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com) per ricevere assistenza. **Si prega di leggere tutte le informazioni importanti.**

## RISCHI E CONSIDERAZIONI GENERALI

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

## LIBERATORIA

Si ritiene che le informazioni contenute nel presente materiale siano affidabili; tuttavia, JPM non ne attesta né garantisce l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza e declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti o indiretti) derivanti dall'uso totale o parziale del presente materiale. Non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia riguardo a calcoli, grafici, tabelle, diagrammi o commenti contenuti nel presente materiale, che vengono forniti esclusivamente a scopo illustrativo/di riferimento. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti nel presente materiale si basano sul nostro giudizio delle condizioni di mercato attuali e possono variare senza preavviso. JPM non si assume alcun obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nel presente materiale in caso di eventuale variazione delle stesse. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti in questa sede possono essere diversi da quelli espressi da altre divisioni di JPM o da pareri espressi per altri fini o in altri contesti; **il presente materiale non deve essere considerato un rapporto di ricerca.** I rischi e i risultati indicati si riferiscono unicamente agli esempi ipotetici citati; i rischi e i risultati effettivi variano in base alle circostanze specifiche. Le affermazioni prospettiche non dovrebbero essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri.

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

## INFORMAZIONI IMPORTANTI SUGLI INVESTIMENTI E SU POTENZIALI CONFLITTI D'INTERESSE

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

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

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

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

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



**INFORMAZIONI SU ENTITÀ GIURIDICHE, NORMATIVE E MARCHI**

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

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

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

In **Italia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Succursale di Milano**, sede legale in Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Succursale di Milano è anche sottoposta alla vigilanza della Banca d’Italia e della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); è iscritta presso la Banca d’Italia come succursale di J.P. Morgan SE al numero 8076; numero di iscrizione presso la Camera di commercio di Milano: REA MI - 2536325. Nei **Paesi Bassi**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch**, con sede legale presso il World Trade Centre,

Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Paesi Bassi, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch è inoltre autorizzata e supervisionata da De Nederlandsche Bank (DNB) e dell’Autoriteit Financiële Markten (AFM) nei Paesi Bassi. Registrata presso la Kamer van Koophandel come filiale di J.P. Morgan SE. con il numero 72610220. In **Danimarca**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, con sede legale presso Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danimarca, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland è anche soggetta alla supervisione di Finanstilsynet (l’autorità di vigilanza finanziaria danese) ed è registrata presso Finanstilsynet come filiale di J.P. Morgan SE con il numero 29010. In **Svezia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, con sede presso Hamngatan 15, Stoccolma, 11147, Svezia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della BaFin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial è inoltre soggetta alla supervisione di Finansinspektionen (l’autorità di vigilanza finanziaria svedese) ed è registrata presso Finansinspektionen come filiale di J.P. Morgan SE. In **Belgio**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Filiale di Bruxelles** con sede legale al 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelles, Belgio, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Bruxelles è inoltre supervisionata dalla Banca Nazionale del Belgio (NBB) e dall’Autorità per i Servizi e i Mercati Finanziari (FSMA) in Belgio; registrata presso la NBB con il numero di registrazione 0715.622.844. In **Grecia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Filiale di Atene**, con sede legale in 3 Haritos Street, Atene, 10675, Grecia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Atene è anche supervisionata dalla Banca di Grecia; registrata presso la Banca di Grecia come filiale di J.P. Morgan SE con il codice 124; numero di registrazione della Camera di Commercio di Atene 158683760001; numero di partita IVA 99676577. In **Francia**, il presente materiale è distribuito da **JPMorgan SE – Filiale di Parigi**, con sede legale in 14, Place Vendôme, Parigi 75001, Francia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE) con il codice 842 422 972; JPMorgan SE – Filiale di Parigi è inoltre supervisionata dalle autorità bancarie francesi. l’Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e l’Autorité des Marchés Financiers (AMF). In **Svizzera**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan (Suisse) SA**, disciplinata in Svizzera dall’Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con sede legale in rue du Rhône, 35, 1204, Ginevra, Svizzera, autorizzata e supervisionata dall’Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), come banca e gestore titoli in Svizzera.

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

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

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

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

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

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

Di conseguenza:

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

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

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.



