

An aerial photograph of a large body of water, likely a lake or a wide river, with a small boat moving across it, leaving a white wake. In the background, there is a forested island or peninsula. The sky is a soft, hazy blue, suggesting a clear day. The overall scene is serene and scenic.

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

Prospettive per il 2022  
Prepararsi a un ciclo  
economico vivace

## AUTORI

---

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## CONTRIBUTI

---

### **Christopher Baggini, CFA**

Global Head of Equity Strategy

### **Jeff Eshleman**

Global Markets Research,  
Chief Investment Office

### **Madison Faller, CFA**

EMEA Investment Strategist

### **Stephanie Roth**

Senior Markets Economist

### **Ian Schaeffer**

U.S. Investment Strategist

### **Olivia Schwern**

U.S. Investment Strategist

### **Joe Seydl**

Senior Markets Economist

### **Dr. David Stubbs**

Global Head of Thematic Investing

### **Desmond Supple**

Fixed Income Portfolio Manager,  
Chief Investment Office

### **Franco Uccelli**

Senior Emerging Markets Economist

# Introduzione

---

Dopo la confusione del 2020, il 2021 ha portato un po' di chiarezza: le economie hanno dato prova di buona tenuta e i mercati hanno ripreso quota.

Con l'avvicinarsi del Nuovo Anno permangono alcuni rischi da gestire: inflazione, carenze di manodopera e una pandemia globale persistente. A livello fondamentale, tuttavia, siamo ottimisti. Riteniamo che vi siano tutti i presupposti per un ciclo economico vivace in futuro.

Come sempre, restiamo focalizzati su ciò che conta di più: gli obiettivi dei nostri clienti. Siamo convinti che una profonda comprensione delle priorità finanziarie dei nostri investitori ci permetta di costruire portafogli in grado di resistere a qualsiasi tempesta nel lungo periodo.

Nell'ambito del nostro processo, facciamo affidamento sul nostro Global Investment Strategy Group di eccellenza per identificare i rischi e le opportunità che gli investitori potrebbero trovarsi ad affrontare. Leggendo le nostre Prospettive, consideratele nel contesto dei vostri obiettivi finanziari a lungo termine. Rivolgetevi al vostro consulente J.P. Morgan per valutarne le potenziali implicazioni per voi e per la vostra famiglia.

Vi ringraziamo per la continua fiducia che riponete in J.P. Morgan.

Cordiali saluti,

**David Frame**

CEO, U.S. Private Bank

**Martin Marron**

CEO, International Private Bank



# Prepararsi a un ciclo economico vivace

Nel 2021 la maggior parte dei mercati ad alto rischio ha archiviato risultati straordinari grazie alla continua ripresa dell'economia globale dalla pandemia di coronavirus. Ciò nonostante, negli ultimi mesi gli investitori si sono focalizzati sui potenziali rischi sia per la crescita economica che per i rendimenti di mercato. L'inflazione sta complicando la politica delle banche centrali, le strozzature dell'offerta frenano la produzione economica e il COVID-19 rimane un motivo di preoccupazione per consumatori, imprese e investitori.

Al contempo, la crisi globale ha chiaramente modificato le priorità dei policy maker, consolidato i bilanci delle famiglie e delle imprese e accelerato l'innovazione. Questa nuova realtà potrebbe gettare le basi per un contesto economico molto più vivace rispetto alla crescita sottotono e alla produttività stagnante che hanno caratterizzato gran parte degli anni 2010. I cambiamenti potrebbero avere conseguenze importanti per gli investitori, specialmente per quanti sono ancora posizionati in vista di una ripetizione del ciclo precedente.

A ben vedere, le correnti trasversali non mancano. A livello globale, è probabile che l'evoluzione del virus continui a incidere sensibilmente sull'economia. Negli Stati Uniti, la risposta delle autorità monetarie alle spinte inflazionistiche e le condizioni del mercato del lavoro rivestiranno notevole importanza per i mercati. Infine, la transizione in atto in Cina comporta un rischio di ribasso a breve termine. Nel lungo periodo l'economia globale potrebbe doversi adattare a una crescita strutturalmente più lenta nella seconda economia mondiale.



Alla luce dell'interazione delle economie e dei mercati, ravvisiamo un buon potenziale di rendimento per i portafogli di classi di attivo più rischiose allineati a determinati obiettivi. È probabile che la crescita degli utili spinga i mercati azionari del mondo sviluppato verso nuovi massimi. Un contesto di espansione persistentemente sostenuta e inflazione elevata giocherà probabilmente a sfavore delle obbligazioni. Tuttavia, data l'incertezza sottostante, cerchiamo di mantenere un equilibrio all'interno del nostro posizionamento ampiamente ottimista.

Mentre leggete le nostre *Prospettive*, ricordate che il posizionamento del vostro portafoglio dovrebbe riflettere gli obiettivi del vostro piano, il vostro quadro d'investimento e la vostra tolleranza al rischio.

Prima di valutare quali potrebbero essere i cambiamenti più indicati per il vostro portafoglio, vi raccomandiamo di considerare attentamente il vostro attuale posizionamento e di fare chiarezza sui risultati che il vostro portafoglio deve produrre per voi, la vostra famiglia e la vostra comunità.

Il vostro patrimonio è destinato a finanziare il vostro stile di vita? A produrre un lascito per i vostri discendenti? A crescere in eterno? O avrete bisogno di attingere ad esso nel breve termine? Tenete a mente le risposte a queste domande mentre leggete i nostri pareri sulle economie e sui mercati e prendete decisioni sulla costruzione del vostro portafoglio.

# In questo modo, dovrete riuscire a trarre il massimo profitto dal 2022.

Ecco i temi fondamentali che a nostro avviso detteranno l'andamento dei mercati il prossimo anno:

## IL QUADRO PIÙ AMPIO

Le basi per un ciclo economico vivace

08–18

Il cambiamento delle priorità politiche

19–28

La solidità di imprese e consumatori

29–35

L'innovazione persistente

## PREOCCUPAZIONI PRINCIPALI

Monitorare le correnti trasversali

37–44

La risposta delle autorità monetarie alle spinte inflazionistiche e al mercato del lavoro

45–50

Il delicato compito della Cina in ambito economico

51–56

La transizione da pandemia a malattia endemica

# Le basi per un ciclo economico vivace

La crisi globale ha cambiato le priorità dei policy maker, consolidato i bilanci delle famiglie e delle imprese e accelerato l'innovazione. Questo dovrebbe favorire negli anni 2020 una crescita economica più robusta rispetto a quella osservata nel decennio precedente.

IL QUADRO PIÙ AMPIO

---

# Il cambiamento delle priorità politiche

# Finita l'emergenza, il sostegno fiscale ha ora un obiettivo diverso

Il sostegno fiscale potrebbe aver superato un picco, ma ora si concentra sui piani di spesa a lungo termine, come nel caso delle infrastrutture

---

## STATI UNITI

L'amministrazione di Biden intende stanziare migliaia di miliardi di dollari per la spesa in infrastrutture, reti Internet ad alta velocità e stazioni di ricarica per i veicoli elettrici, e a supporto di altre priorità come la produzione di semiconduttori e la mitigazione dei cambiamenti climatici. Il pacchetto finale, comprese le potenziali implicazioni fiscali, non è chiaro

---

## EMEA

Il piano europeo per la ripresa e la transizione verde, che prevede un esborso di fondi per la maggior parte di questo decennio, si concentra su ricerca e innovazione, digitalizzazione, modernizzazione e ripresa, e introduce standard rigorosi per affrontare e contrastare i problemi climatici.

---

## AMERICA LATINA

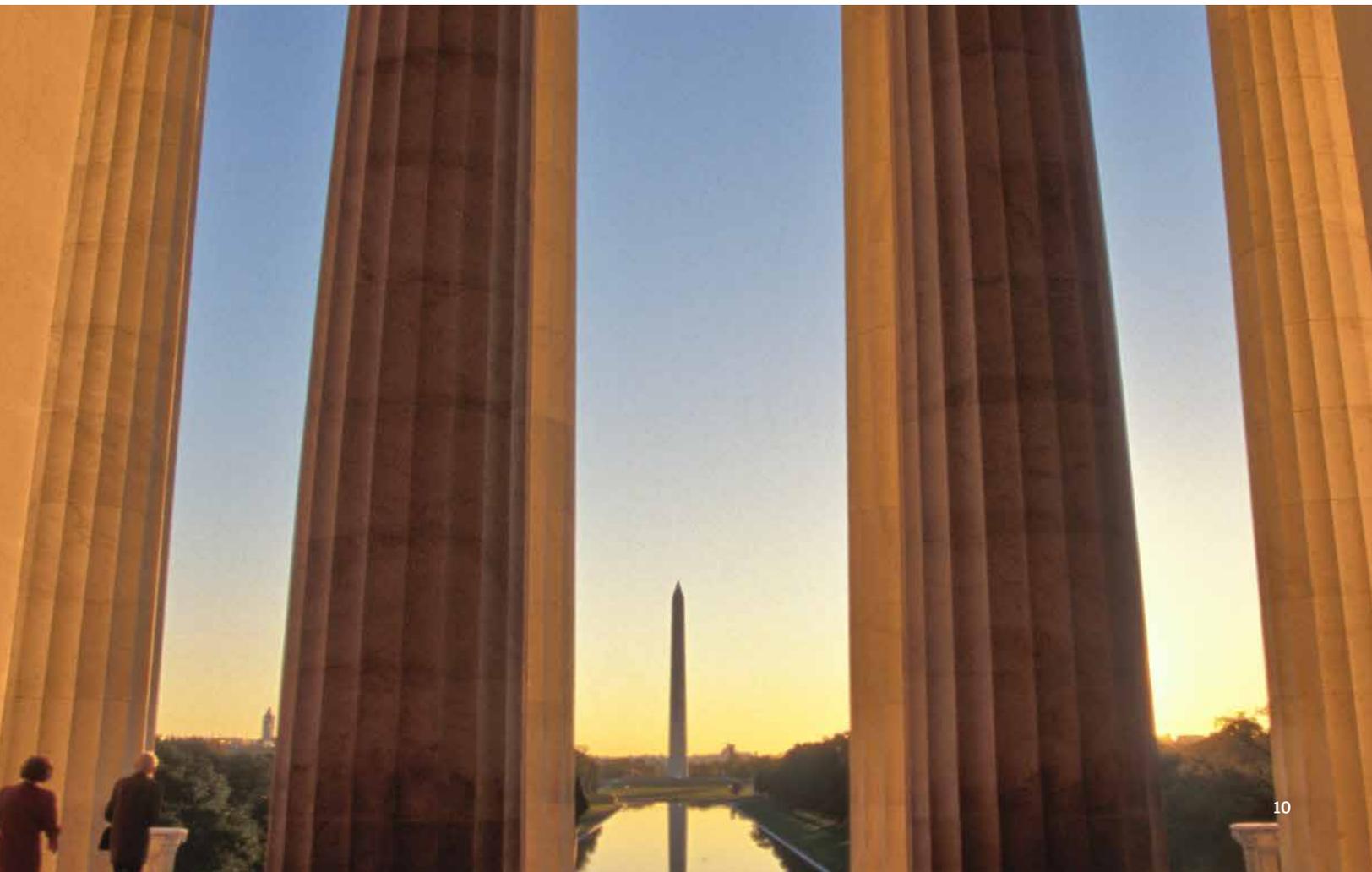
Dopo aver quasi esaurito i margini di manovra fiscale per contrastare la crisi del COVID, i governi hanno generalmente stretto i cordoni della borsa. Anche la politica monetaria è in modalità restrittiva a causa delle elevate pressioni inflazionistiche.

---

## ASIA

Il sostegno fiscale è eterogeneo, poiché molte economie in via di sviluppo hanno spazi di manovra limitati, mentre quelle sviluppate hanno varato significative misure espansive. La Cina, il principale motore di crescita della regione, ha attuato una stretta fiscale per ridurre la dipendenza del sistema economico dagli investimenti immobiliari.

Per molti versi, la crisi del COVID-19 è stata più simile a una guerra o a un disastro naturale che a una recessione economica, e i policy maker hanno reagito con determinazione. A livello globale gli impegni di spesa assunti a fronte della pandemia si sono attestati a quasi 20.000 miliardi di dollari, ossia al livello più elevato dalla Seconda guerra mondiale in percentuale del PIL.



# Stati Uniti

---

**Per i prossimi 10 anni, a Capitol Hill si discute di altri**

2.000  
miliardi  
di dollari

**In risposta alla pandemia, il Congresso e la Casa Bianca hanno stanziato più di**

4.000  
miliardi  
di dollari

Negli Stati Uniti il Congresso e la Casa Bianca hanno stanziato più di 4.000 miliardi di dollari in risposta alla pandemia e attualmente i politici stanno esaminando un altro pacchetto di spesa da 2.000 miliardi di dollari da sborsare nei prossimi 10 anni. L'ambizioso programma del presidente Joe Biden - quand'anche fosse attuato solo in parte - avrebbe conseguenze economiche importanti. Mentre scriviamo, l'agenda "Build Back Better" dell'attuale amministrazione stimolerebbe la spesa per le infrastrutture fisiche e l'attività di ricerca e sviluppo in ambito tecnologico (ad esempio robotica, intelligenza artificiale e biotecnologie), sovvenzionerebbe la produzione nazionale di semiconduttori e sosterrrebbe lo sviluppo di tecnologie pulite. Benefici economici a lungo termine potrebbero giungere anche da altre misure nel campo dell'istruzione, dell'assistenza all'infanzia e delle filiere produttive.

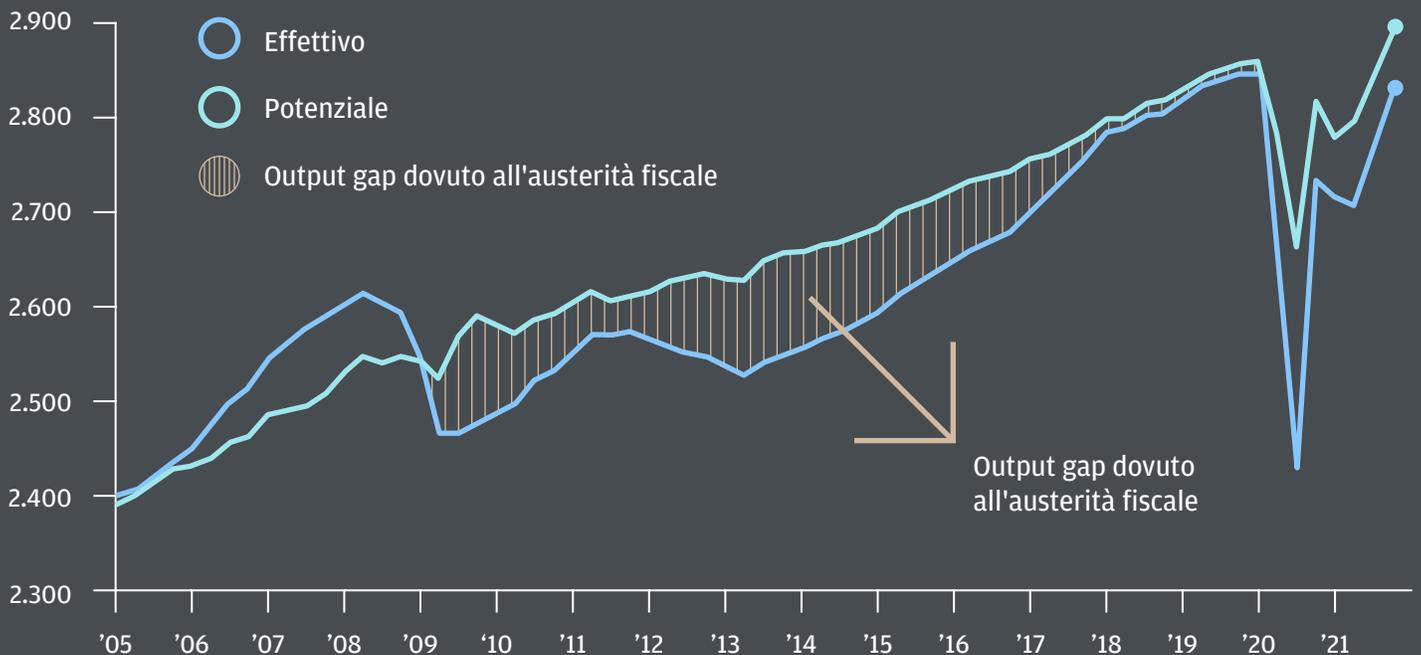
Queste politiche saranno finanziate in parte da un aumento delle imposte. Le aliquote fiscali per le famiglie ad alto reddito sono probabilmente destinate a salire, rendendo più importante la strutturazione e la pianificazione patrimoniale. Anche se l'aliquota legale dell'imposta sulle società potrebbe rimanere invariata, le modifiche dell'imposta globale sui redditi da beni immateriali e una "minimum tax" sugli utili societari graverebbero probabilmente sui profitti. Tuttavia, le modifiche dell'imposizione fiscale sulle imprese non saranno probabilmente sufficienti a compensare la crescita degli utili che ci aspettiamo dal miglioramento delle vendite e della leva operativa. Inoltre, l'aumento del carico fiscale non dovrebbe frenare gli investimenti aziendali.

# Europa

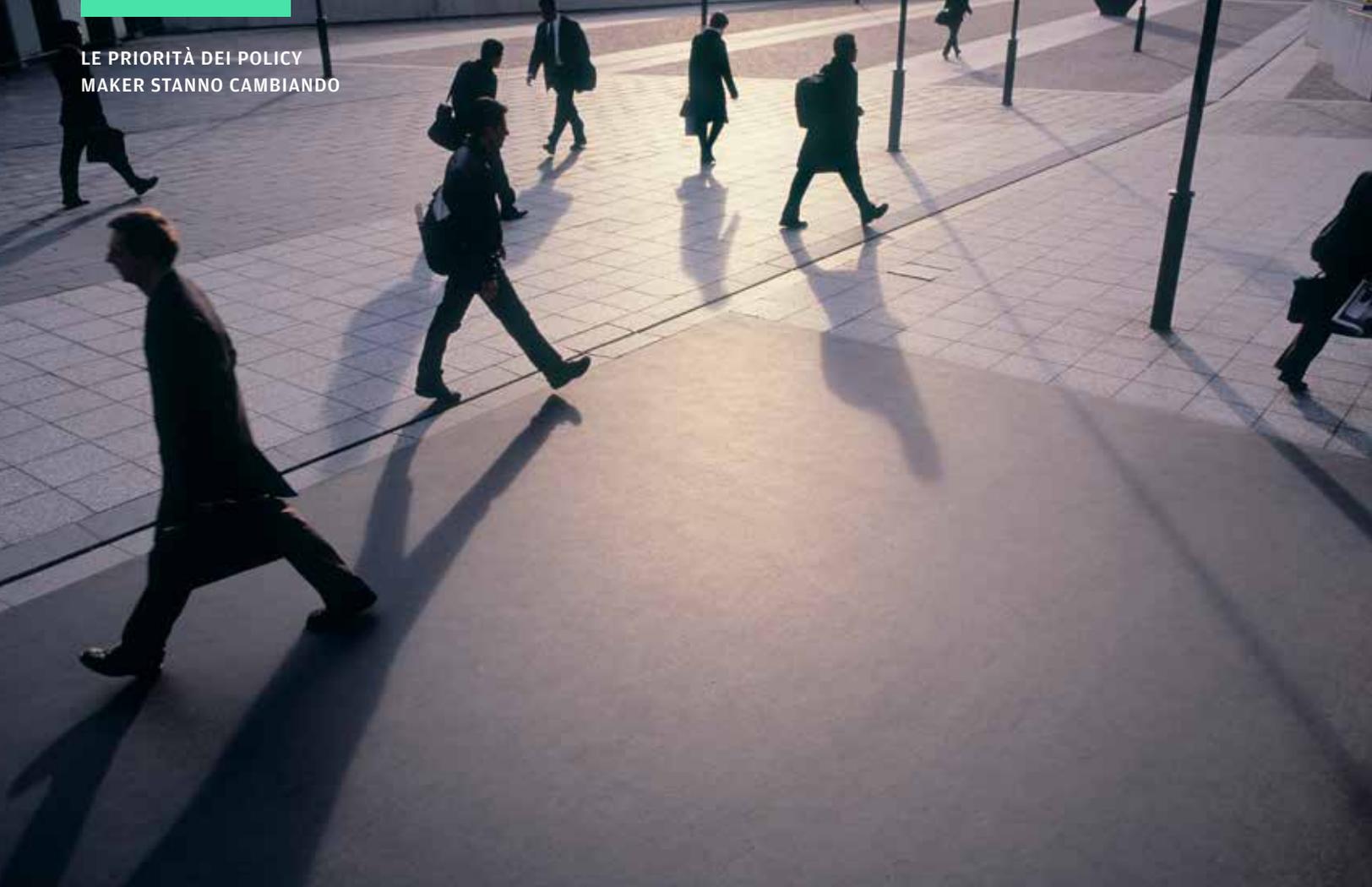
Riteniamo che lo stimolo fiscale continuerà a esercitare un'influenza poderosa, in netto contrasto con i primi anni 2010, quando l'austerità ha penalizzato alcune economie già deboli.

## L'AUSTERITÀ IN EUROPA HA COMPORTATO UNA DEBOLE RIPRESA NEGLI ANNI 2010

Prodotto reale e potenziale dell'area euro, miliardi di EUR



Fonte: Oxford Economics, Haver Analytics. T2 2021.



Dopo la crisi finanziaria globale, la produzione effettiva non è mai tornata al livello potenziale (il prodotto interno lordo teorico a lungo termine del sistema economico). L'Unione Europea ha stanziato più di 2.000 miliardi di euro, da spendere entro il 2027, per la ricostruzione post pandemia. Le aree di interesse dell'UE comprendono l'innovazione digitale, la ricerca, il clima e i piani di risposta alle pandemie. A copertura dei costi si prevedono imposte sulle transazioni finanziarie, tasse sul digitale e "contributi finanziari" da parte delle imprese. Ciononostante, crediamo che la spesa avrà un effetto netto positivo sull'economia e sui mercati.

Le rigide regole fiscali dell'UE sono state sospese per due anni ed è probabile che subiscano modifiche permanenti. Non ci sono validi motivi economici per mantenere un bilancio in pareggio se i costi di finanziamento sono negativi. Tuttavia, il continuo sostegno della Banca Centrale Europea sembra essenziale per assicurare che tali costi rimangano gestibili per le economie periferiche. Mentre l'unione monetaria continua a risentire dei soliti problemi strutturali, la pandemia ha condotto a una maggiore integrazione del continente europeo e ad un orientamento di politica fiscale molto più favorevole al mercato.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Il disavanzo fiscale dell'Eurozona in percentuale del PIL (una misura del sostegno fiscale all'economia) è tuttora più ampio di quanto non fosse al picco della crisi finanziaria globale, anche se questa volta il rimbalzo della crescita è stato molto più rapido. Ciò suggerisce un orientamento fiscale molto più espansivo rispetto al passato, anche se i deficit sono in definitiva destinati a ridursi.

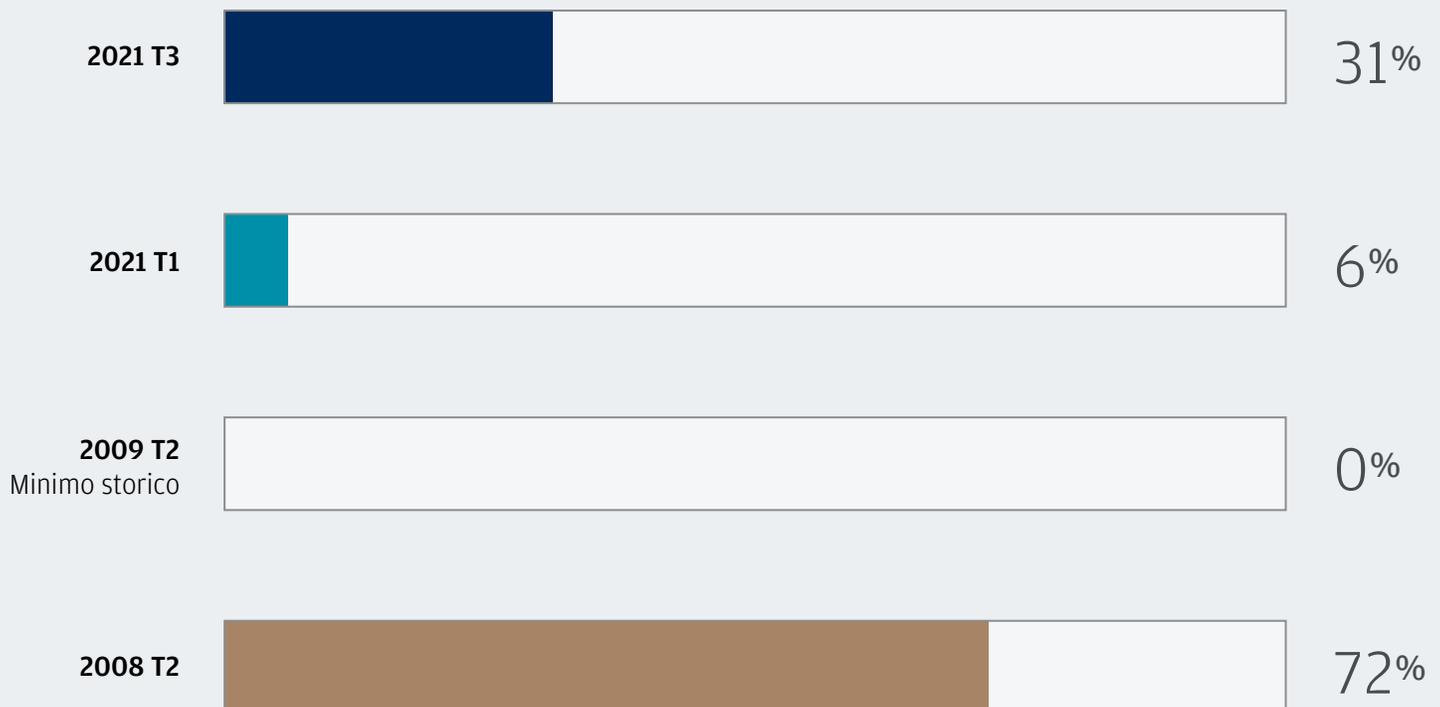
**LE PRIORITÀ DEI POLICY  
MAKER STANNO CAMBIANDO**

Sul fronte monetario, sia la Federal Reserve (Fed) che la Banca Centrale Europea (BCE) sono impegnate a generare al contempo un aumento dell'inflazione e una maggiore occupazione. Il nuovo regime di politica monetaria della Fed, basato sul perseguimento flessibile di un obiettivo medio d'inflazione, suggerisce la disponibilità dell'istituto a tollerare uno sfioramento del target per sostenere il mercato

del lavoro. Riteniamo che la Fed sarà restia ad attuare una stretta monetaria aggressiva, anche di fronte all'inflazione più elevata dell'ultimo decennio. Analogamente, la BCE ha rivelato una nuova strategia che dovrebbe rimuovere l'ipotesi per cui il target del 2% costituirebbe un tetto all'inflazione e non un obiettivo simmetrico.

**A LIVELLO GLOBALE È IN ATTO UN CICLO DI INASPRIMENTO...**

% di banche centrali il cui ultimo intervento è stato un aumento dei tassi



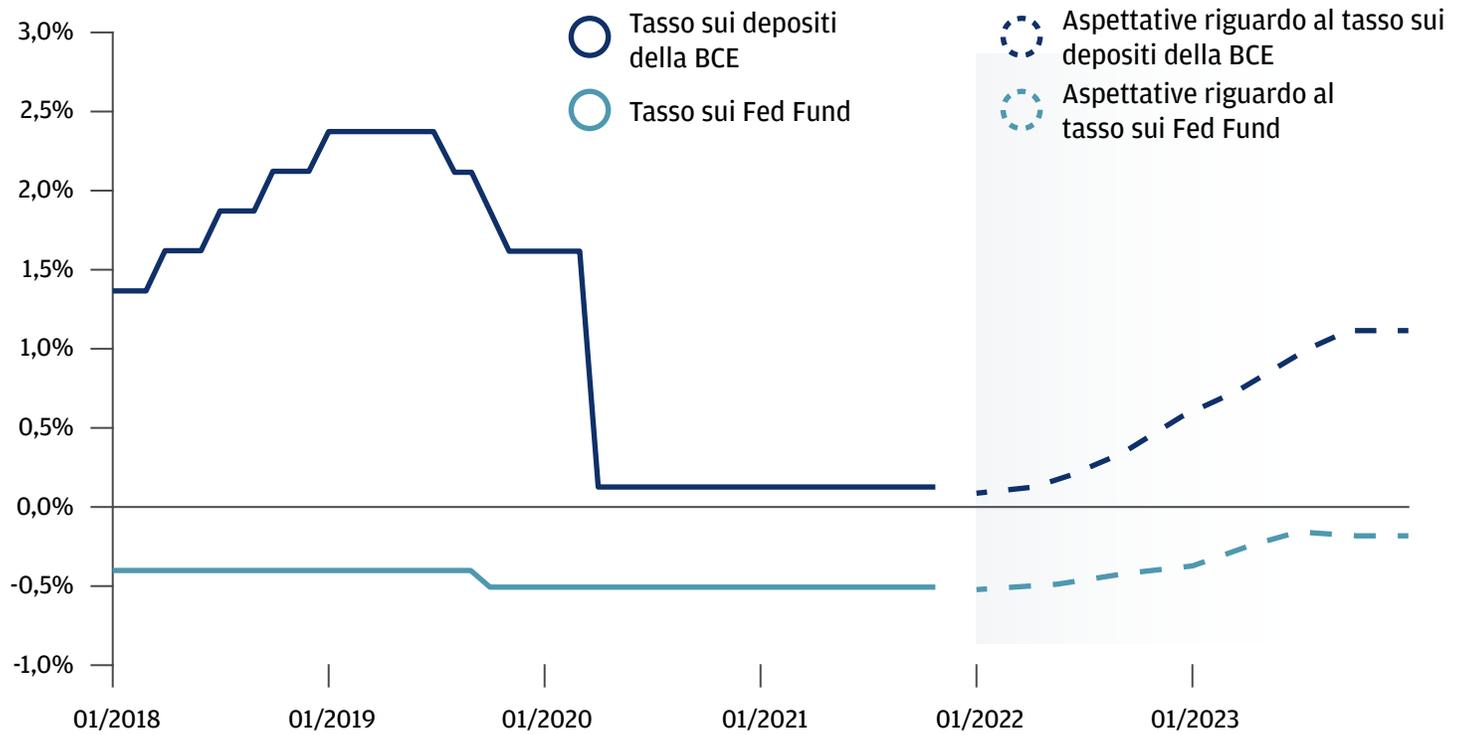
Fonte: FactSet. Dati al 31/10/2021. Campione di 33 banche centrali.

Il mutato orientamento di queste due banche centrali dovrebbe sostenere i mercati nel 2022 e oltre.

Altri istituti di emissione procedono in ordine sparso. Le banche centrali di alcuni mercati sviluppati, come Norvegia, Nuova Zelanda, Canada e Regno Unito, hanno mosso qualche passo in direzione di una stretta monetaria. Le traiettorie politiche divergenti potrebbero dar luogo a opportunità tattiche a livello di regioni e mercati valutari, ma per le classi di attivo globali più rischiose ciò che conta di più, plausibilmente, sono le decisioni della Fed e della BCE (insieme alla People's Bank of China).

### ... MA I MERCATI SI ASPETTANO ULTERIORE PAZIENZA DA FED E BCE

Tasso ufficiale, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. 21/11/2021.

# Mercati emergenti



Nei mercati emergenti, l'orientamento delle politiche economiche è decisamente meno favorevole per gli investitori.

Le autorità cinesi sono impegnate da tempo a riequilibrare i motori di crescita e a ristrutturare l'economia. Le iniziative adottate a tale scopo comprendono una nuova stretta sul settore immobiliare, norme volte a regolamentare un settore Internet in rapida evoluzione, ambiziosi obiettivi sul fronte dei cambiamenti climatici e nuove campagne sociali su disuguaglianza e valori familiari. I policymaker appaiono disposti a perseguire riforme e priorità a lungo termine a scapito della crescita a breve termine. Nel medio periodo, gli investitori dovranno probabilmente confrontarsi con le implicazioni di una crescita strutturale più lenta in Cina. Questo scenario potrebbe rivelarsi più sostenibile, ma la transizione comporta rischi a breve termine.

In America Latina, la potenziale diffusione di tendenze populistiche potrebbe avere gravi implicazioni economiche per la regione.

Le recenti elezioni hanno dato finora risultati contrastanti in un contesto di crescente malcontento sociale per la gestione della pandemia e della conseguente crisi economica da parte dei governi. Alcuni Paesi, come il Cile, hanno bocciato alle urne le alternative populiste, mentre altri, come il Perù, hanno votato a favore.

I candidati di sinistra sono in testa nei sondaggi preliminari in vista delle elezioni presidenziali in programma nel 2022 in importanti economie regionali come Brasile e Colombia. La possibilità che l'incertezza elettorale incida negativamente su consumi e investimenti è motivo di crescente apprensione.





---

Nel complesso, le implicazioni per gli investimenti derivanti dal contesto politico globale sembrano chiare. Preferiamo le classi di attivo più rischiose come le azioni e il credito ad alto rendimento rispetto all'obbligazionario core. Inoltre, preferiamo i mercati sviluppati a quelli in via di sviluppo, ma, soprattutto, ci concentriamo sui fattori determinanti dei ricavi e sulla qualità degli utili più che sulla giurisdizione. In tutte le regioni, i settori che beneficiano del supporto politico, tra cui semiconduttori, energia pulita e veicoli di nuova generazione, dovrebbero evidenziare un andamento sostenuto.



IL QUADRO PIÙ AMPIO

---

Le famiglie  
sono pronte a  
spendere,  
le aziende a  
beneficiarne

A photograph of an open door, slightly ajar, with a silver handle. The door is set against a wall. On the wall behind the door, there are several dark silhouettes of people, some appearing to be in motion or dancing. The lighting is warm and golden, creating a soft glow. The floor is dark and reflective.

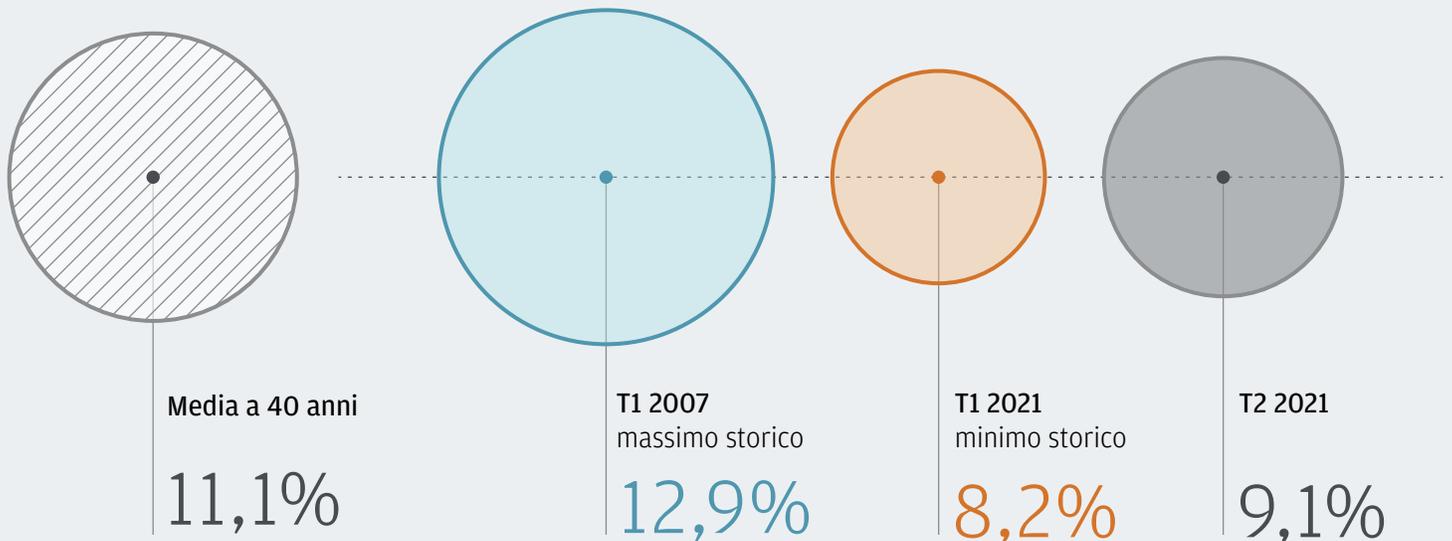
L'energica risposta politica alla pandemia ha scongiurato una spirale recessiva e ha sostenuto i bilanci di famiglie e imprese. In prospettiva, prevediamo una persistente solidità finanziaria per entrambe.

Il patrimonio netto delle famiglie si colloca sui massimi storici, gli oneri di servizio del debito sono ai minimi storici e il sentiment dei consumatori può ancora migliorare. In tutto il mondo sviluppato, i risparmi delle famiglie sono elevati. I consumatori statunitensi hanno risparmiato quasi 2.500 miliardi di dollari in più rispetto al trend pre-pandemico. Questo è in netto contrasto con l'esperienza del periodo successivo alla crisi finanziaria globale, quando il calo dei prezzi delle case e la flessione dei corsi azionari eroserono la ricchezza delle famiglie.

Suggeriamo di impiegare in modo intenzionale i risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia, definendo la propria quota di liquidità e investendo il resto in linea con i propri obiettivi a lungo termine.

### SERVIZIO DEL DEBITO DELLE FAMIGLIE AI MINIMI STORICI

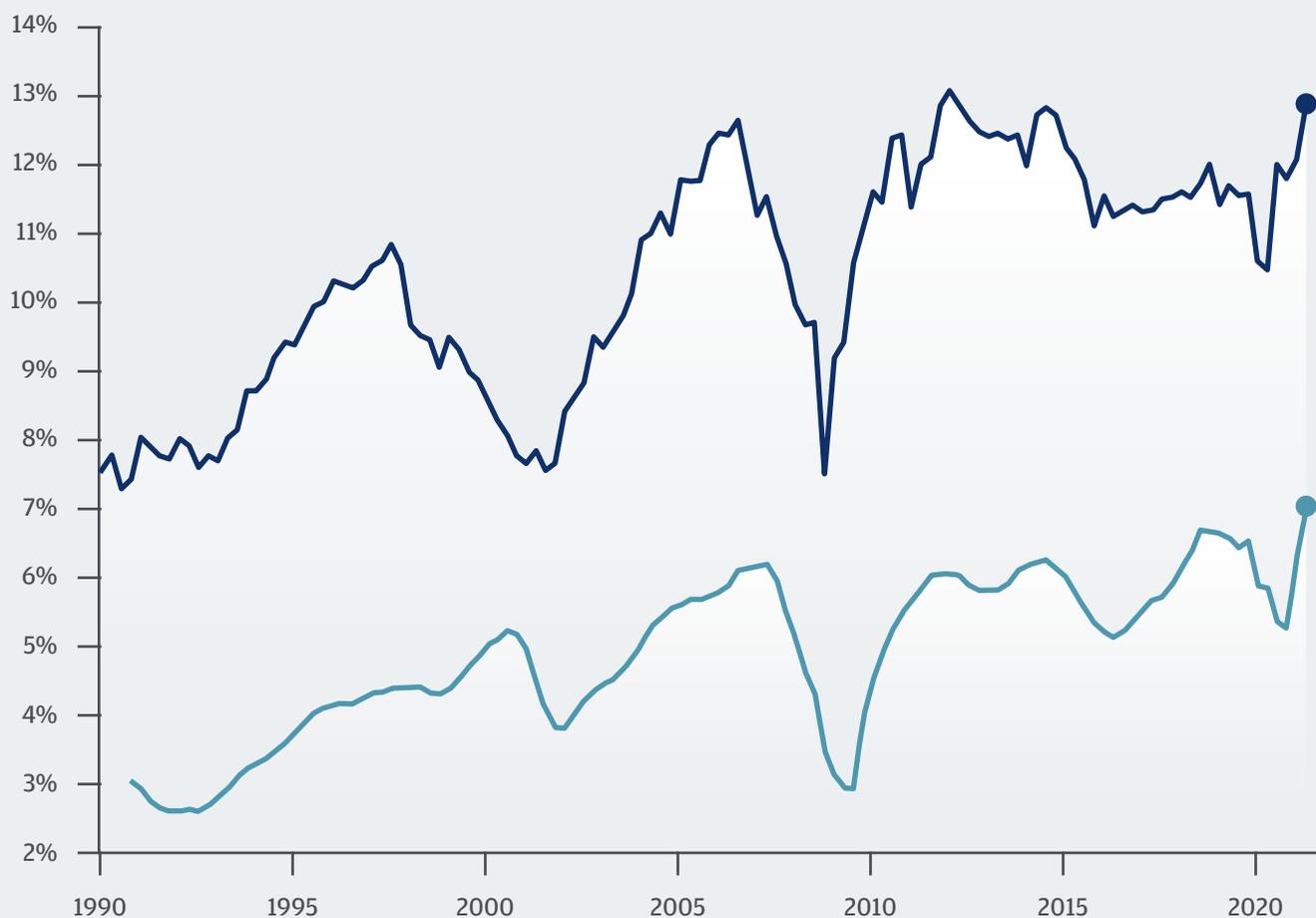
Oneri di servizio del debito in % del reddito disponibile



Fonte: Federal Reserve Board. T2 2021.

## UTILI SOCIETARI STATUNITENSIVI VICINI AI MASSIMI STORICI

Percentuale del PIL (%)



**Profitti aziendali a livello di intera economia**  
(miliardi di USD, tasso annuo  
destagionalizzato)



**S&P 500, utili operativi nei quattro  
trimestri precedenti**  
(miliardi di USD)

Fonte: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Dati al T2 2021.



Le famiglie appartenenti al primo quartile di reddito sono state le più fortunate.

Tra dicembre 2019 e la metà del 2021, il primo 20% dei percettori di reddito ha incrementato il proprio patrimonio netto di ben 17.000 miliardi di dollari. Tuttavia, anche le coorti centrali in termini di ricchezza e reddito hanno migliorato notevolmente le proprie condizioni. Per le persone comprese tra il 20° e l'80° percentile di reddito la ricchezza netta è cresciuta di oltre 6.000 miliardi, e le passività in relazione al patrimonio si collocano sui minimi dai primi anni '90.

I posti di lavoro disponibili sono numerosi e i datori di lavoro sono disposti a pagare salari più alti per attrarre i lavoratori.



Il tasso di dimissioni negli Stati Uniti si attesta al livello più elevato dall'inizio della serie storica nel 2000, il che suggerisce una domanda di lavoro robusta (di solito le persone lasciano il posto di lavoro quando sono fiduciose di riuscire a trovarne un altro). Nel complesso, i salari hanno registrato un aumento del 4-5% su base annua, il più elevato a partire dalla metà degli anni 2000, e una quota quanto mai elevata di piccole imprese prevede di incrementare le retribuzioni. Soprattutto, la crescita dei salari è più sostenuta per le fasce di reddito più basse.

Questa sembra essere una tendenza globale. Nel Regno Unito, ad esempio, il rapporto tra posti di lavoro vacanti e posti occupati ha raggiunto il livello più alto mai registrato. Nel complesso, i lavoratori vantano un potere negoziale sui salari che non avevano dagli anni '90. Per quanto vi siano motivi per credere che il ritmo di crescita dei salari sia destinato a rallentare, l'aumento delle retribuzioni proseguirà probabilmente a un tasso molto più elevato di quello rilevato nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale.

---

4-5%

**I salari hanno registrato un aumento del 4-5% su base annua, il più elevato a partire dalla metà degli anni 2000.**

## ECCESSO DI RISPARMIO DELLE FAMIGLIE

% del reddito familiare, risparmio  
cumulativo effettivo dal T4 2019

 T4 2020

 T4 2021

Totale MS\*\*



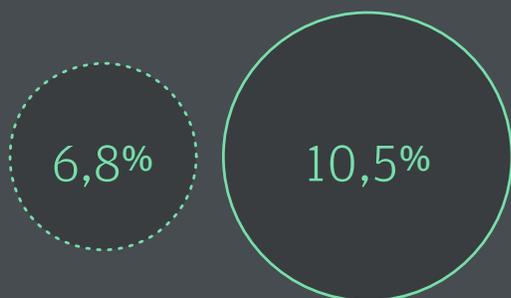
Stati Uniti



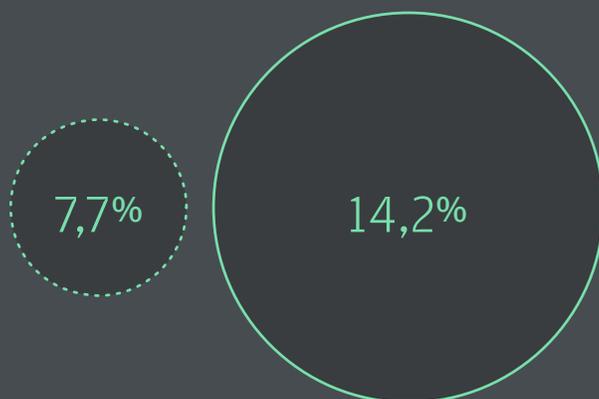
Unione Economica e Monetaria Europea



Regno Unito



Giappone



\*Stati Uniti, Unione Economica e Monetaria Europea, Regno Unito, Giappone.  
Fonte: J.P. Morgan. 28/10/2021.



Dato questo punto di partenza, prevediamo che i consumatori dei Paesi sviluppati saranno il motore della domanda e della crescita economica nel 2022 e oltre.

I settori rimasti indietro durante la ripresa dalla crisi finanziaria, come l'edilizia e l'automotive, potrebbero trovarsi in posizione di leadership nel ciclo attuale. Oggi il patrimonio immobiliare statunitense non è affatto sufficiente a soddisfare la domanda. I prezzi delle case sono aumentati, ma i bassi tassi ipotecari e la crescita dei redditi favoriscono l'accessibilità abitativa.<sup>2</sup> Il passaggio a modalità di lavoro più flessibili dovrebbe permettere alle persone di trasferirsi dalle città e dai vicini sobborghi verso quartieri residenziali periferici meno costosi. Al tempo stesso, l'innovazione nel settore automobilistico, comprese l'elettrificazione e la guida assistita, potrebbe condurre a un ciclo prolungato di rinnovamento del parco auto negli Stati Uniti e nel resto del mondo.

<sup>2</sup> Secondo l'indice di accessibilità degli alloggi compilato dalla National Association of Realtor, che tiene conto del reddito mediano e dei tassi ipotecari in essere, gli immobili residenziali occupati dai proprietari sono attualmente più accessibili che in qualsiasi momento del decennio 2000-2010.

## Sul fronte delle imprese, il punto di partenza è altrettanto straordinario.

Gli utili e i margini sono ai massimi storici, gli spread delle obbligazioni investment grade sono ai minimi storici e la domanda è robusta. Nel mondo sviluppato, il settore finanziario sembra solido e propenso a concedere prestiti. Nel 2021 le società dell'S&P 500 hanno tradotto un'espansione economica globale del 6% circa e un aumento delle vendite del 15% in una crescita degli utili del 45%. Una leva operativa così elevata ha sorpreso gli investitori e ha spinto al rialzo del 25% circa le quotazioni dell'indice.

I risultati delle imprese europee sono stati ancora più ragguardevoli (anche se a partire da una base più bassa). Un aumento delle vendite del 10% ha dato luogo a una crescita degli utili del 64% nella regione, e le azioni europee hanno tenuto il passo con le omologhe statunitensi in termini di valuta locale per la prima volta dal 2018. Benché ci aspettiamo una decelerazione nel 2022, gli utili possono ancora riservare sorprese al rialzo.



---

## Nel medio termine, l'economia globale dovrebbe provvedere a risolvere i problemi emersi nel 2021.

La domanda di beni durevoli è aumentata, prendendo alla sprovvista i produttori e causando tensioni lungo le filiere produttive. La necessità di rafforzare le catene di produzione dovrebbe sfociare in ulteriori investimenti. Le scorte sono prossime all'esaurimento e dovranno essere ricostituite. Nell'insieme questa spesa dovrebbe sostenere i nuovi ordini, l'occupazione, la produzione manifatturiera, il commercio e, in definitiva, le vendite e gli utili. Infine, con l'affievolimento della pandemia, la spesa per consumi dovrebbe spostarsi nuovamente verso i servizi, alleggerendo ulteriormente le pressioni sulle filiere produttive che in caso contrario potrebbero non avere molta tregua.

Mentre nei Paesi in via di sviluppo la pandemia ha lasciato cicatrici più profonde, nelle economie sviluppate le imprese e le famiglie dovrebbero essere in grado di capitalizzare i guadagni che hanno realizzato durante la pandemia.

IL QUADRO PIÙ AMPIO

---

Una nuova era  
di innovazione  
dà impulso  
alla creazione  
di valore

La pandemia ha consolidato alcuni importanti megatrend: trasformazione digitale, innovazione sanitaria e sostenibilità.

---

Come si possono dimensionare correttamente gli investimenti nei principali megatrend? Questi investimenti sono particolarmente indicati per realizzare obiettivi di lungo periodo, destinando le maggiori allocazioni agli attivi con gli orizzonti temporali più lunghi e le maggiori capacità di rischio.

## L'economia mondiale è diventata ancora più digitale.

L'innovazione sanitaria ha consentito di produrre vaccini molto efficaci a una velocità stupefacente. I policy maker e le imprese rimangono impegnate a investire nella mitigazione dei cambiamenti climatici.

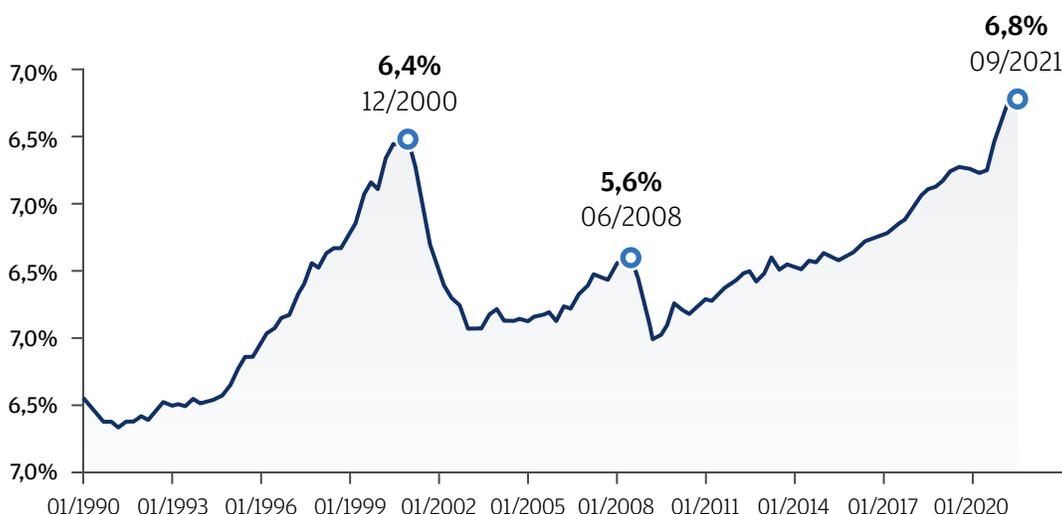
Riteniamo che queste tendenze continueranno a dettare l'andamento dell'attività di ricerca e sviluppo, degli investimenti e della creazione di valore.

Negli ultimi anni sono emerse innovazioni nell'e-commerce, nell'hardware tecnologico, nel cloud computing e nella sicurezza informatica. La spesa per l'e-commerce ha superato del 20% il livello precedente alla pandemia, e nel 2021 la spesa globale per la sicurezza informatica legata al cloud computing è cresciuta a un ritmo del 40%. Tutti questi settori hanno beneficiato dell'aumento del tempo trascorso dalle persone online.<sup>3</sup>

Nei prossimi anni la trasformazione digitale dell'economia dovrebbe proseguire a un ritmo sostenuto: l'automazione nella produzione di beni e nella prestazione di servizi tenderà probabilmente ad aumentare, possibilmente catalizzata dalle penurie nel mercato del lavoro. L'intelligenza artificiale e l'apprendimento automatico continueranno ad abilitare nuove tecnologie, come gli assistenti vocali e la guida autonoma.

### LE IMPRESE INVESTONO NELL'INNOVAZIONE

Spesa per software, elaborazione delle informazioni e ricerca e sviluppo in % del PIL USA



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office. T3 2021.

<sup>3</sup> Un altro esempio: la penuria di semiconduttori è stata realmente determinata dall'impennata della domanda di beni da parte dei consumatori. Quasi tutti gli oggetti al giorno d'oggi contengono un semiconduttore.

# Trasformazione digitale



Nel settore automotive - per molti versi l'epicentro dell'innovazione dirompente - l'elettrificazione del parco auto globale si dimostrerà una forza significativa.

Un dato a tal riguardo è particolarmente eloquente: i veicoli elettrici hanno un contenuto di semiconduttori almeno quattro volte più elevato di quello delle auto tradizionali con motore a combustione interna.

Oltre che nel comparto dell'automotive, la trasformazione digitale è sempre più frequente in una varietà di settori, dalla finanza (pagamenti e blockchain) al commercio al dettaglio (realtà aumentata), dall'intrattenimento (algoritmi di preferenza) alla sanità (medicina predittiva alimentata dall'intelligenza artificiale). Il metaverso potrebbe comportare, nel bene e nel male, la digitalizzazione della maggior parte delle nostre vite.

Il cloud computing continua ad accelerare. Prima della pandemia, il 20-30% del lavoro veniva eseguito nel cloud. I dirigenti delle imprese pensavano che ci sarebbero voluti 10 anni per portare quella percentuale all'80%; adesso potrebbero bastarne appena tre. Per alcuni investitori, le criptovalute potrebbero rappresentare un'interessante opportunità a lungo termine nel contesto di più ampi portafogli basati su obiettivi.

# Innovazione sanitaria

Nel settore sanitario, i ricercatori stanno cercando di stabilire se la tecnologia dell'mRNA alla base degli efficaci vaccini di ultima generazione può essere usata per trattare altre malattie.

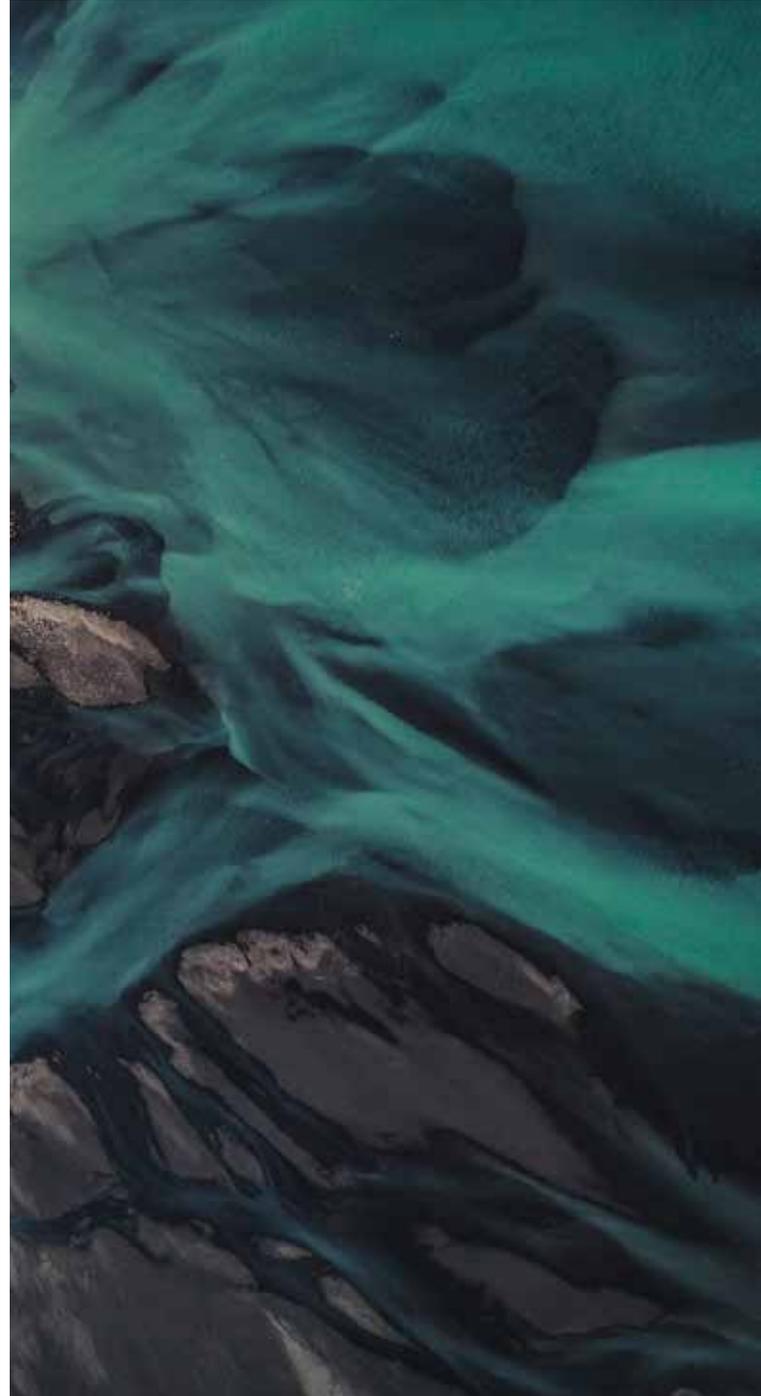
Vista la futura accelerazione dell'innovazione sanitaria, riteniamo che il settore diventerà probabilmente più personalizzato, focalizzato sulla prevenzione e digitale. Altre aree che offrono notevoli opportunità d'investimento sono quelle dei dispositivi indossabili, della telemedicina e dell'editing genico.



# Sostenibilità

Quanto al megatrend della sostenibilità, il sostegno politico proveniente da Stati Uniti, Europa e Cina, nonché la crescente frequenza e gravità dei disastri naturali richiamano l'attenzione sulla necessità di investimenti sostenibili.

Il sostegno politico proveniente da Stati Uniti, Europa e Cina, nonché la crescente frequenza e gravità dei disastri naturali richiamano l'attenzione sulla necessità di investimenti sostenibili. Secondo alcune stime, per decarbonizzare l'economia globale serviranno 4.000-6.000 miliardi di dollari all'anno nel corso di questo decennio. Per raggiungere l'obiettivo del presidente Biden di decarbonizzare la rete elettrica entro il 2035, gli Stati Uniti dovranno investire fino a 90 miliardi di dollari all'anno in nuova capacità di generazione eolica e solare. Nonostante le valutazioni equilibrate, scorgiamo opportunità nelle tecnologie pulite come la cattura del carbonio, lo stoccaggio delle batterie, le fonti di energia rinnovabile e l'efficienza energetica. Altre aree d'interesse sono l'economia circolare e la tecnologia agricola. Gli investitori tattici potrebbero trovare opportunità anche nei mercati delle compensazioni del carbonio.



---

Nel valutare le opportunità offerte dai nostri tre megatrend, riteniamo imprescindibile differenziare tra regioni, stili d'investimento e settori. Possiamo anche focalizzarci sui fattori abilitanti dei megatrend: cybersecurity, intelligenza artificiale, cloud computing e semiconduttori. Una nuova era di automazione promette di premiare i portafogli ben posizionati, ma potrebbe anche stimolare la crescita della produttività nell'intero sistema economico.

# Monitorare le correnti trasversali

Benché intravediamo la chiara possibilità di un ciclo economico più vivace, il contesto è interessato anche da molte correnti trasversali. Siamo fiduciosi che l'espansione economica proseguirà fino al 2022, ma il suo vigore sarà probabilmente determinato dalla risposta delle banche centrali all'inflazione, dal relativo successo delle autorità cinesi nel riequilibrare il sistema economico e dalla velocità della transizione da pandemia a endemia.

PREOCCUPAZIONI PRINCIPALI

---

# Inflazione e politica monetaria

Alcune banche centrali globali hanno già avviato un ciclo di innalzamento dei tassi. Gli investitori cominciano a domandarsi quando la Fed farà altrettanto.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> In Brasile, ad esempio, la banca centrale ha aumentato i tassi di riferimento del 4,25% da marzo, e la Bank of England, la Bank of Canada e altri istituti sembrano pronti a intraprendere un energico ciclo di inasprimento. Nonostante i rialzi dei tassi, l'inflazione in Brasile si attesta ancora al 10%, per cui non è chiaro in che misura una stretta monetaria potrebbe risolvere i problemi di inflazione in atto a livello globale.

Il mercato prevede attualmente che il primo rialzo dei tassi della Fed avverrà a metà del prossimo anno, e che i tassi a breve termine si avvicineranno all'1% entro la fine del 2022.

Noi ci aspettiamo una Fed più paziente su questo fronte. Un contesto d'inflazione in via di attenuazione (il nostro scenario di riferimento) dovrebbe dare all'istituto centrale USA la possibilità di attendere che i mercati del lavoro completino la ripresa verso il trend pre-pandemico.

L'elevata inflazione di fondo (che esclude i prezzi di generi alimentari ed energia) registrata negli Stati Uniti nel 2021 è stata causata dal brusco aumento della domanda di beni. Ciò ha messo a dura prova le filiere produttive, che negli ultimi anni si sono adattate a un periodo prolungato di attività economica sottotono, a una domanda piuttosto fiacca e all'incertezza suscitata dalle tensioni commerciali USA-Cina.

Oggi, tuttavia, la spesa per l'acquisto di beni in termini reali supera del 15% il livello pre-pandemico. Le importazioni dalla Cina e dal resto dell'Asia sono cresciute, ma l'offerta ha stentato a tenere il passo con la domanda, soprattutto a causa delle interruzioni dovute alle rigorose politiche di contenimento del COVID-19. Ciò ha provocato anche una carenza di semiconduttori, che ha accentuato l'impennata dei prezzi nel settore automotive. Infatti, quasi il 30% dell'aumento dei prezzi al consumo negli Stati Uniti nel 2021 è imputabile al rincaro delle automobili, anche se questo settore costituisce solo il 7% del paniere di spesa dei consumatori.

---

Proteggersi dall'inflazione è essenziale per raggiungere i propri obiettivi a lungo termine. Alla vigilia del 2022, è possibile costruire un portafoglio che tiene conto dei rischi d'inflazione e provvede a mitigarli.

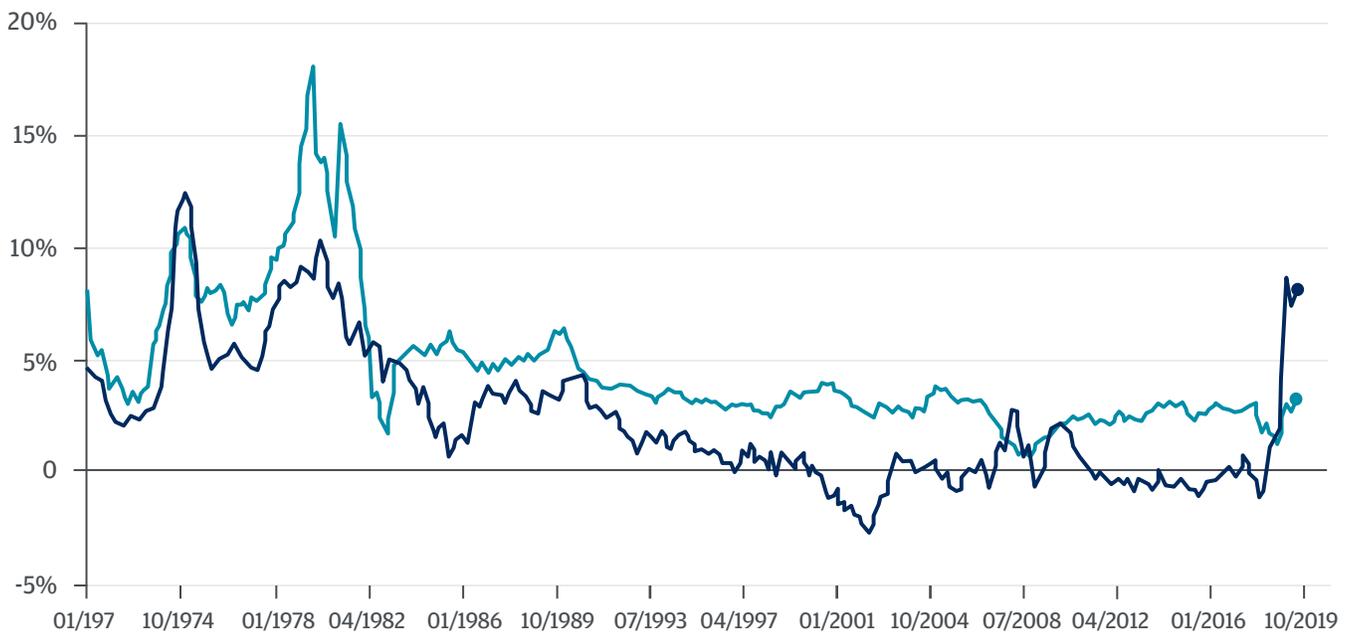
Siamo dell'avviso che l'inflazione dei prezzi dei beni si rivelerà transitoria.

Con il progressivo indebolimento della pandemia i consumatori dovrebbero spostare la spesa dai beni ai servizi. Le tensioni lungo le filiere produttive dovrebbero diminuire; inoltre, nonostante il crollo degli investimenti diretti esteri, i flussi commerciali e di portafoglio suggeriscono che la forza secolare della globalizzazione, che ha tenuto sotto controllo l'inflazione dei beni per vent'anni, non dovrebbe subire una completa inversione di tendenza.

Tuttavia, vi sono indicazioni che gli aumenti dei prezzi stanno diventando più diffusi. Ad esempio, l'inflazione degli immobili residenziali, una componente importante e vischiosa dell'inflazione complessiva, è in aumento. Inoltre, la crescita dei salari è già robusta e dovrebbe essere sostenuta dal continuo progresso del mercato del lavoro verso la massima occupazione.

## NEGLI USA UNA DOMANDA ROBUSTA HA ALIMENTATO L'INFLAZIONE DEI BENI

Variazione % a/a



Inflazione dei beni

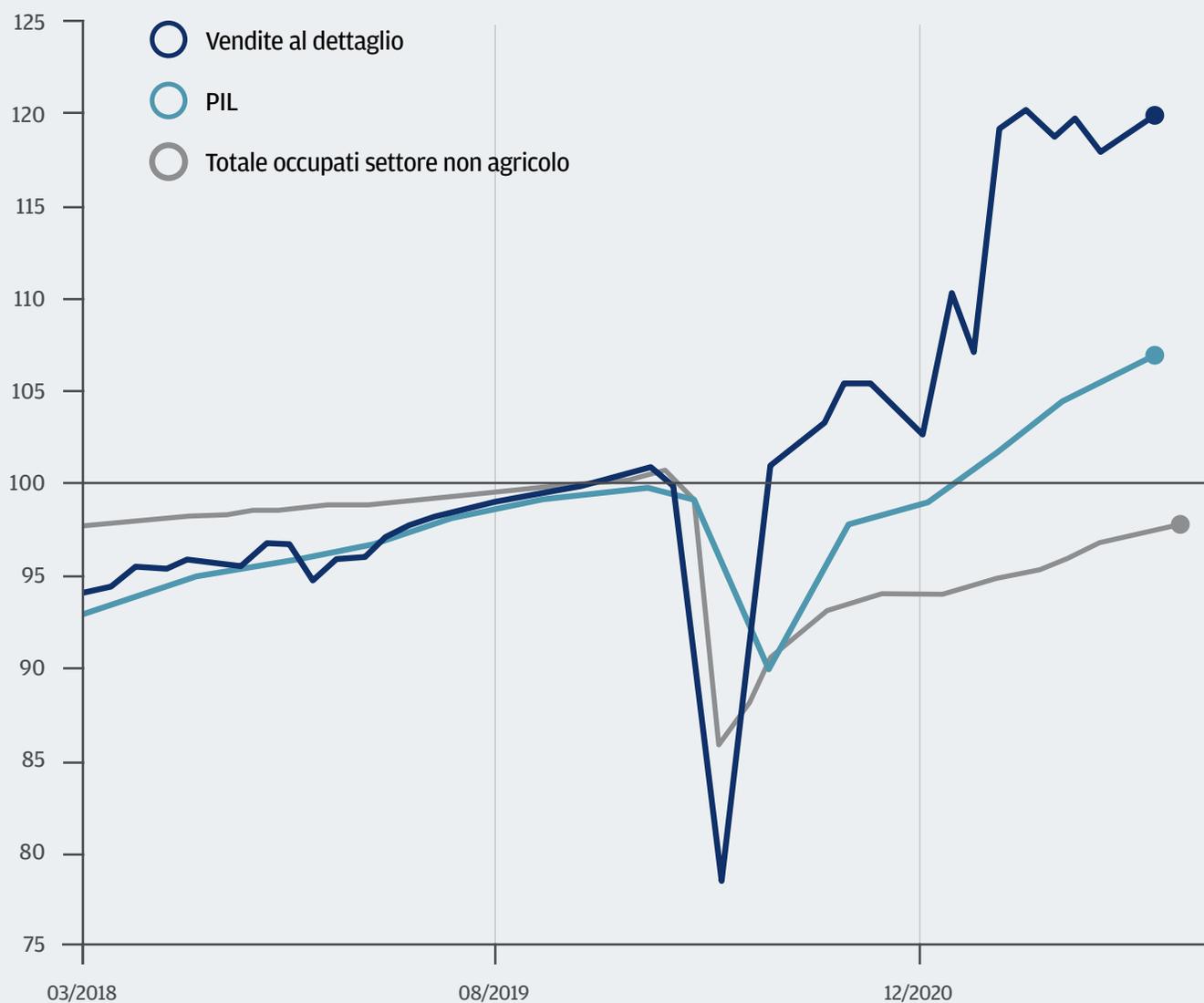


Inflazione dei servizi

Fonte: Bureau of Labor Statistics. Ottobre 2021.

## LA PRODUZIONE USA HA RIPRESO PIENAMENTE QUOTA, IL MERCATO DEL LAVORO NO

Livello dell'indice (dicembre 2019 = 100)



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics. Dati al T3 2021.

Da un anno a questa parte, però, il mercato del lavoro rappresenta un enigma per economisti e strategist.

Negli Stati Uniti mancano all'appello 5,5 milioni di lavoratori rispetto al trend pre-pandemico e il tasso di disoccupazione è superiore al 4,5%. Questi dati suggeriscono la presenza di un ampio bacino di lavoratori. Tuttavia, i dati dei sondaggi e altri parametri indicano che le imprese hanno grandi difficoltà ad assumere, segno di una rapida diminuzione della capacità inutilizzata sul mercato del lavoro.

Proprio come le pressioni inflazionistiche si riverberano su tutta l'economia globale, così le dinamiche occupazionali non sono una peculiarità degli Stati Uniti: in molti mercati sviluppati parecchi posti di lavoro rimangono vacanti, specialmente nei settori ad alto contatto del tempo libero e dell'ospitalità. Nel Regno Unito, ad esempio, le imprese di questi comparti hanno una probabilità più che doppia rispetto ad altre di trovarsi di fronte a carenze di manodopera. Nei Paesi in via di sviluppo come il Vietnam i focolai di COVID-19 hanno prodotto una penuria di manodopera nelle grandi città. La pandemia globale sta influenzando le dinamiche del lavoro nei mercati di tutto il mondo.

Nonostante le pressioni demografiche (circa 1,5 milioni di lavoratori negli Stati Uniti hanno optato per la pensione anticipata durante la pandemia), l'offerta di lavoro negli USA dovrebbe aumentare a fronte della riduzione dei rischi sanitari. Inoltre, nei prossimi mesi torneranno probabilmente a cercare un impiego anche 2,7 milioni di lavoratori che preferivano percepire le indennità potenziate di disoccupazione anziché lavorare. La vivace crescita dei salari dovrebbe inoltre richiamare nella forza lavoro una parte di quei 2 milioni di persone in età lavorativa che ne erano uscite. Nel complesso, riteniamo che la "carezza di manodopera" vada intesa più correttamente come un disallineamento tra le occupazioni disponibili, le retribuzioni offerte e la disponibilità e la capacità dei lavoratori inattivi di accettarle. Col passare del tempo questa dinamica dovrebbe tornare in equilibrio.

Nell'Eurozona i tassi di disoccupazione rimangono elevati, ma il massiccio ricorso ai contratti a tempo determinato ha comportato una minore contrazione della forza lavoro rispetto agli Stati Uniti. Di conseguenza, la crescita dei salari tarda ad aumentare, il che dovrebbe permettere alla BCE di restare paziente. Nel medio termine, con la continua ripresa del mercato del lavoro, la crescita dei salari in Europa dovrebbe procedere a buon ritmo.

Gli aumenti dei salari hanno superato i rialzi dei prezzi di beni e servizi durante la pandemia, e non troviamo pressoché alcuna indicazione di un'erosione dei margini

dovuta all'aumento dei costi. Il rischio per le nostre prospettive è che la componente di fondo dell'inflazione dei beni rimanga elevata o che il tasso di occupazione non recuperi mai del tutto il terreno perduto. Questo suggerirebbe che l'economia ha di fatto esaurito la capacità inutilizzata, il che potrebbe provocare una risposta aggressiva da parte della Fed nel 2022. Ciò potrebbe rivelarsi assai deleterio sia per l'economia che per le classi di attivo più rischiose.



5,5 milioni

di lavoratori in meno  
rispetto al trend  
pre-pandemico negli  
Stati Uniti

1,5 milioni

di lavoratori negli USA  
hanno optato per la  
pensione anticipata  
durante la pandemia

---

Benché tale scenario rappresenti un rischio, è più probabile che il solido aumento dell'occupazione e l'attenuazione dell'inflazione del 2022 convincano la Fed ad avviare il rialzo dei tassi verso la fine del prossimo anno o l'inizio del 2023. La BCE è molto più indietro. Una politica monetaria improntata alla pazienza dovrebbe sostenere le classi di attivo più rischiose.

PREOCCUPAZIONI PRINCIPALI

---

Riuscirà la Cina  
a orchestrare  
una transizione  
molto delicata?

Per molti anni la crescita cinese è stata alimentata dal facile accesso al credito, specie nel settore immobiliare.



Adesso il ritmo di espansione evidenzia un netto rallentamento.

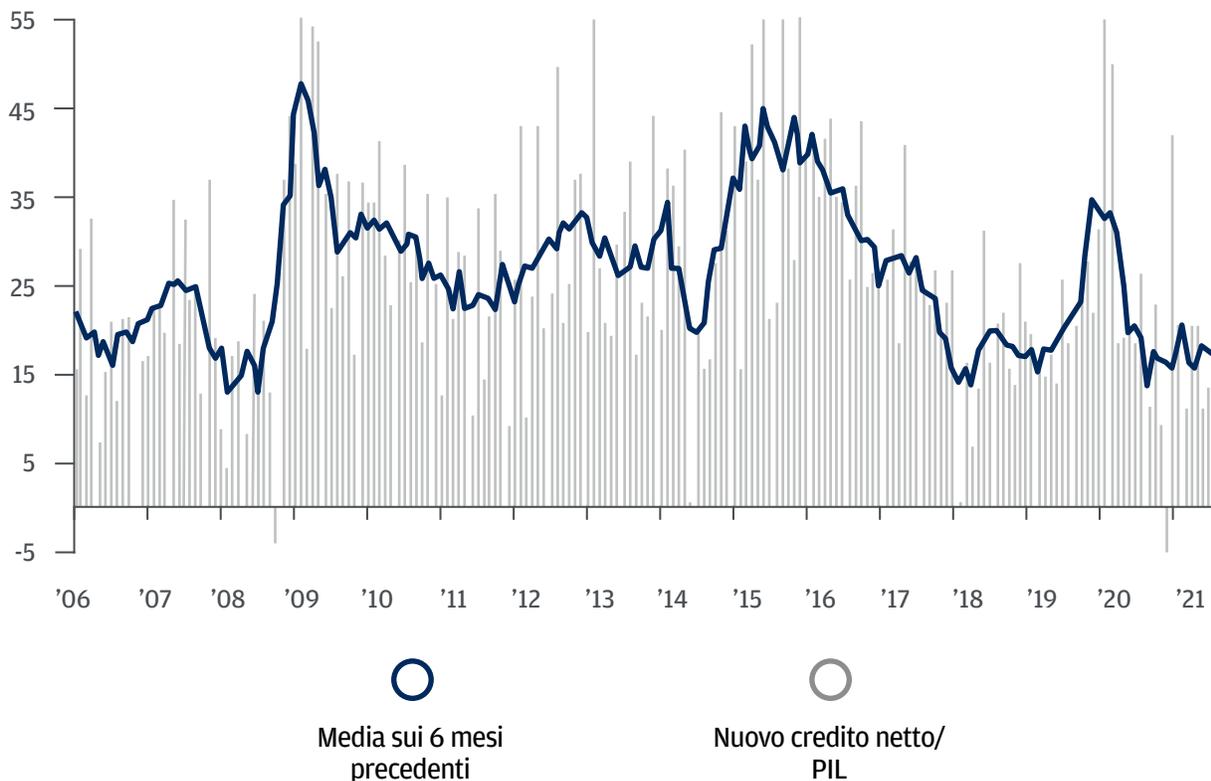
La crescita del PIL cinese su base annua è scesa per la prima volta sotto il 5% al di fuori della pandemia in quanto i policy maker hanno attuato una stretta monetaria e fiscale per reprimere gli eccessi nel mercato del lavoro e dare un giro di vite al settore dei consumi abilitati dalla tecnologia. A fronte di una crescita nominale più lenta, i policy maker si aspettano un'economia più sostenibile imperniata sui consumi della classe media e sulla produzione ad alto valore aggiunto. Il perseguimento simultaneo di politiche macro e industriali ad ampio raggio accresce la difficoltà di attuazione dei provvedimenti e i rischi al ribasso per la crescita e i mercati.

Questo cambiamento ha già avuto gravi ricadute sull'economia e sui mercati.

Le obbligazioni degli sviluppatori immobiliari in difficoltà scambiano al 20-30% del valore facciale e le società di Internet hanno perso metà del loro valore di mercato. La sola Alibaba ha visto diminuire la propria valutazione di oltre 400 miliardi di dollari rispetto al picco. Il settore dell'istruzione for profit ha effettivamente cessato di esistere. La debolezza economica della Cina incide sull'economia globale, per lo più attraverso il commercio. Il settore immobiliare cinese è una delle maggiori fonti di domanda globale di materie prime industriali. Chiaramente, questa decelerazione si ripercuote sui produttori di commodity di tutto il mondo.

## DEBOLE AZIONE DI STIMOLO IN CINA AL FINE DI CONTENERE GLI ECCESSI

Nuovo credito netto in % del PIL



Fonte: China National Bureau of Statistics, PBOC. Ottobre 2021.

## LE PRESSIONI SULLE SOCIETÀ DI INTERNET CINESI NEL 2021 TRASCINANO IN BASSO I MERCATI EMERGENTI

Variazione da inizio anno, %

MSCI Emerging  
Markets



-2,3%

Shanghai Shenzhen  
CSI 300 (onshore)



-5,7%

MSCI China  
(offshore)

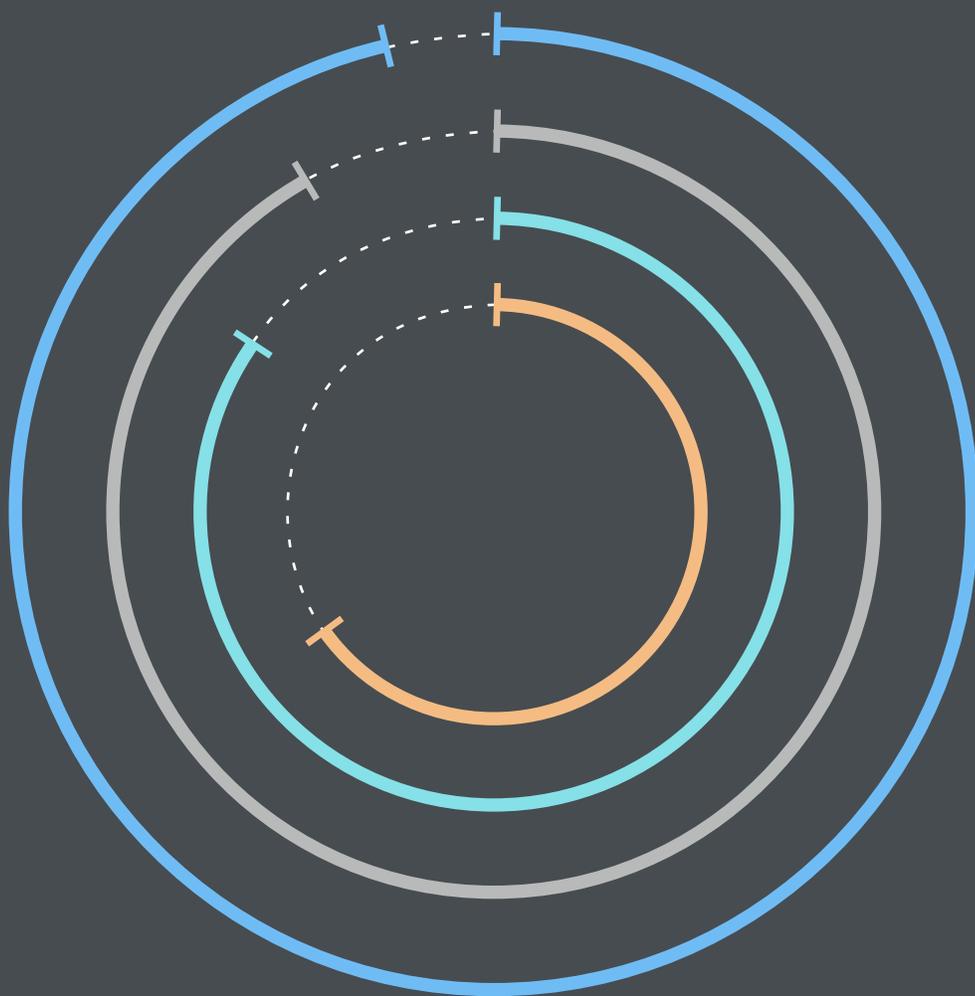


-15,9%

Società di Internet cinesi



-38,0%





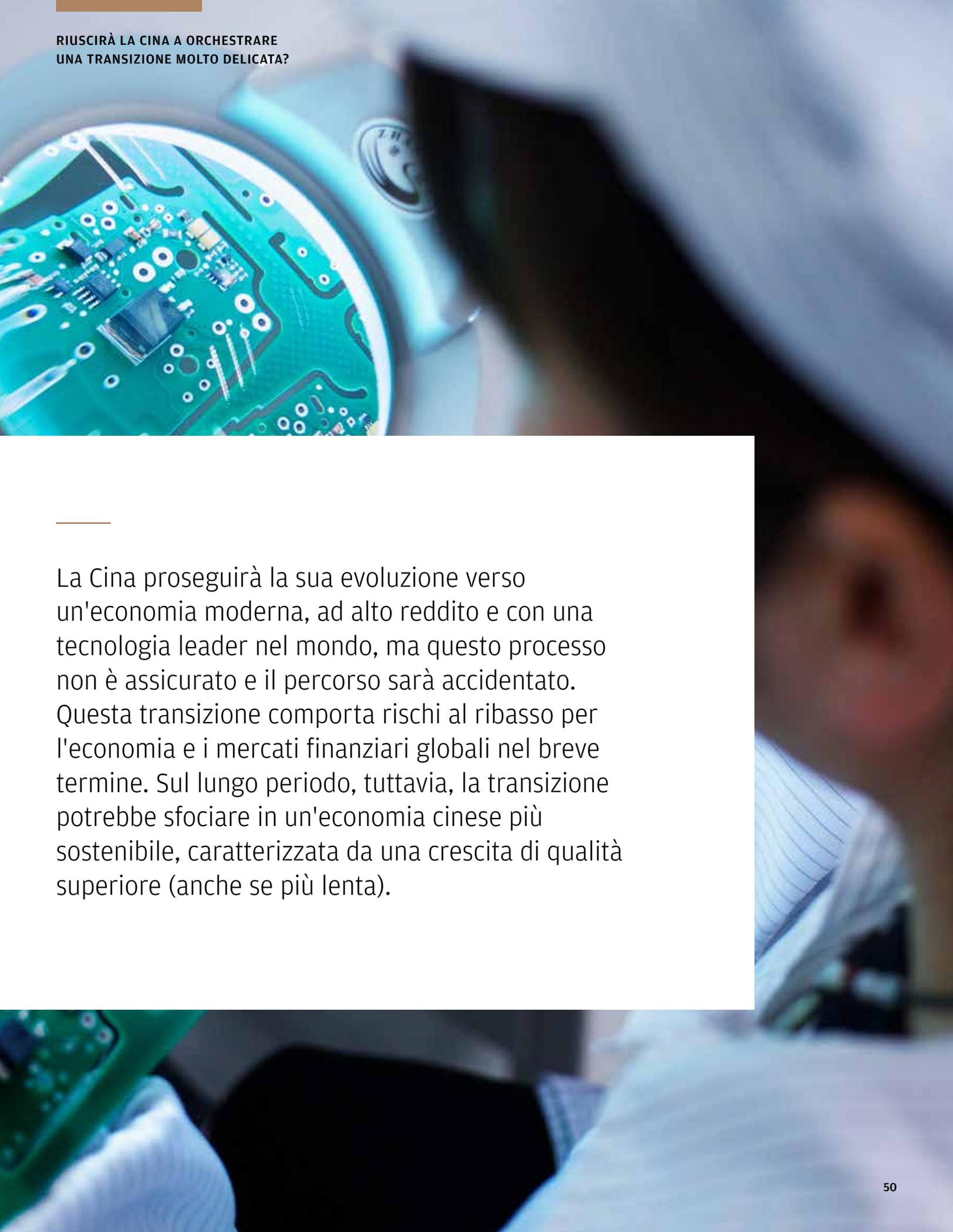
Arrivati a questo punto, molti si chiedono se la Cina sia ancora un mercato investibile.

Riteniamo che questa domanda sia mal posta. Qualsiasi cosa è investibile al giusto prezzo, se i potenziali rendimenti giustificano l'assunzione del rischio.

Si possono scoprire nuove opportunità, ma gli investitori devono considerare l'intero spettro di attivi cinesi e i relativi rischi. Non dimentichiamo, peraltro, che mentre la maggior parte delle banche centrali è intenta ad alzare i tassi o a discutere di quando avviare l'inasprimento, le autorità monetarie cinesi sono probabilmente più vicine a un allentamento. Questa dinamica potrebbe fare delle obbligazioni cinesi un interessante elemento di diversificazione, specialmente alla luce delle difficili prospettive per l'obbligazionario del mondo sviluppato.

A tal riguardo, le diverse caratteristiche degli indici offshore e onshore sono fondamentali. L'indice azionario offshore (MSCI China) è costituito principalmente da società tecnologiche e di Internet partecipate in misura prevalente da investitori esteri. L'indice azionario onshore (CSI300) presenta una ripartizione settoriale più omogenea con la partecipazione prevalente di investitori nazionali. Il secondo ci sembra più interessante in questa fase.

Nel breve termine, l'incertezza riguardante l'impatto della regolamentazione attuale e futura sui margini e sulla crescita degli utili potrebbe pesare sulle azioni offshore viste le difficoltà incontrate dagli investitori nel valutare queste imprese. Tuttavia, i mercati onshore comprendono molte aziende operanti nei settori dell'energia pulita, dei veicoli elettrici e dei semiconduttori che potrebbero beneficiare del sostegno del governo.



---

La Cina proseguirà la sua evoluzione verso un'economia moderna, ad alto reddito e con una tecnologia leader nel mondo, ma questo processo non è assicurato e il percorso sarà accidentato. Questa transizione comporta rischi al ribasso per l'economia e i mercati finanziari globali nel breve termine. Sul lungo periodo, tuttavia, la transizione potrebbe sfociare in un'economia cinese più sostenibile, caratterizzata da una crescita di qualità superiore (anche se più lenta).

PREOCCUPAZIONI PRINCIPALI

---

# Venire a patti con il virus



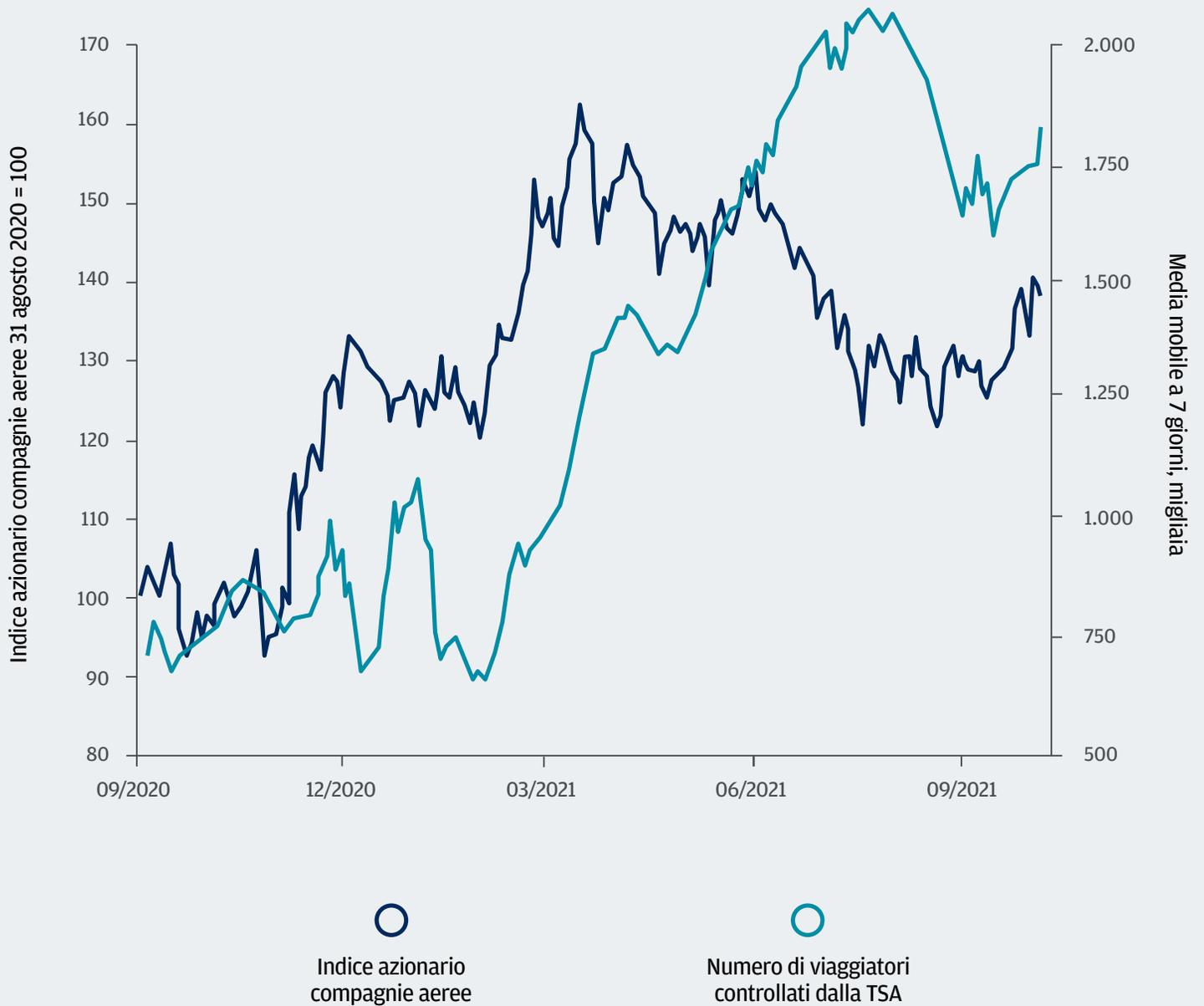
L'andamento del coronavirus si è rivelato molto difficile da prevedere, ma gli investitori hanno imparato ad adattarsi all'incertezza.

La brutta notizia è che il COVID-19 sembra destinato a diventare una malattia endemica, alla quale l'umanità dovrà continuare ad adattarsi. La bella notizia è che le vaccinazioni, l'immunità acquisita da un'infezione precedente e i nuovi trattamenti riducono i rischi associati alla diffusione della malattia.

Attualmente, il 42% della popolazione mondiale ha completato il programma di vaccinazione originale contro il COVID-19, e adesso si procede alla distribuzione dei richiami. Secondo la maggior parte delle stime, oltre il 65% della popolazione mondiale beneficia di una qualche forma di protezione contro il virus, in virtù dell'inoculazione o di una passata esposizione.

Tuttavia, è probabile che si registrino nuove ondate di COVID-19, causate verosimilmente da nuove varianti. Per capire la possibile reazione dei mercati, consideriamo l'esperienza degli Stati Uniti con la diffusione della variante Delta: un aumento inaspettato dei contagi ha spinto al ribasso i titoli delle società legate alla mobilità (come le compagnie aeree) e i prezzi del petrolio. In effetti, quanto più il COVID-19 si diffonde, tanto meno si tende a viaggiare, per cui la domanda di petrolio diminuisce.

## LE AZIONI DELLE COMPAGNIE AEREE HANNO REAGITO RAPIDAMENTE A UN RALLENTAMENTO DEI VIAGGI



Fonte: Bloomberg Finance L.P. 22/11/2021.



A complicare il quadro per gli investitori contribuiscono le politiche "zero COVID" attuate da alcuni Paesi.

Quanto più a lungo durano queste misure, tanto maggiori potrebbero essere le potenziali interruzioni della produzione manifatturiera e delle filiere globali. Nel terzo trimestre società come Nike e Toyota hanno risentito di problemi di approvvigionamento a causa dei lockdown in Paesi come il Vietnam. A un certo punto, il 50% dei produttori di abbigliamento e calzature vietnamiti ha dovuto sospendere l'attività. Le chiusure dei porti in Cina hanno ulteriormente rallentato le spedizioni globali.

Più in generale, le previsioni sulla crescita annualizzata del PIL USA per il terzo trimestre è calata bruscamente dal 6% ad appena il 2% nel corso del periodo a fronte degli sconvolgimenti delle filiere globali aggravati dall'aumento dei contagi. Le condizioni economiche in Asia orientale (specialmente Cina, Australia e Vietnam) sono ulteriormente peggiorate.

Finché l'ondata dovuta alla variante Delta non ha superato il picco, i rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti sono diminuiti. Nei mercati azionari, i segmenti di mercato a mega capitalizzazione orientati al digitale hanno sovraperformato i settori più legati alla produzione economica.

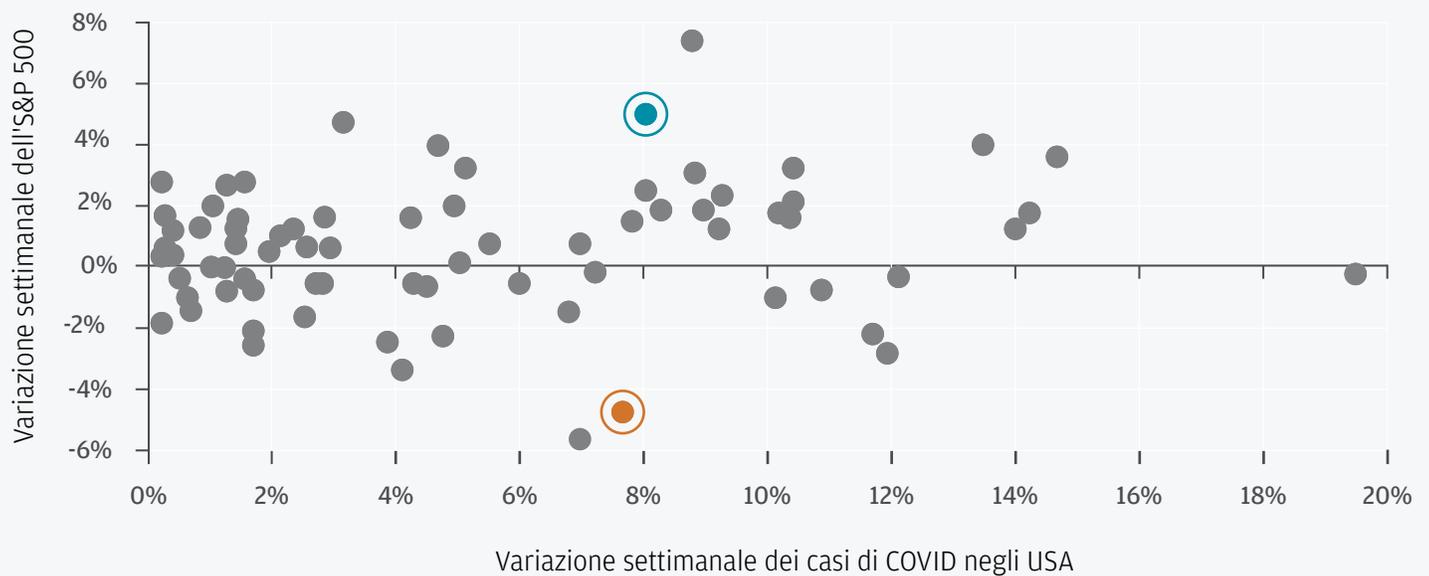
Eppure, in definitiva, la variante Delta non ha inciso in misura particolarmente sensibile sui listini statunitensi o europei: l'S&P 500 ha toccato 28 nuovi massimi e lo Stoxx 600 ha tenuto il passo. Di recente, l'aumento dei tassi vaccinali ha favorito un netto miglioramento dell'attività manifatturiera in luoghi come Hanoi, e vi sono timide indicazioni che le criticità lungo le filiere globali iniziano a diminuire.

28

**nuovi massimi  
conseguiti dall'S&P 500  
durante l'ondata della  
variante Delta**

## ASSENZA DI UNA RELAZIONE SIGNIFICATIVA TRA L'ANDAMENTO DELL'S&P 500 E LA VARIAZIONE DEI CASI DI COVID DOPO LA PRIMA ONDATA

Variatione settimanale dell'S&P 500 Index (maggio 2020 - ottobre 2021)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. 19 novembre 2021.

---

La conclusione per gli investitori? Per i singoli settori economici e fattori di stile (growth, value, ecc.), a nostro avviso la performance relativa sarà ancora probabilmente correlata alle dinamiche del virus; discorso analogo vale per i rendimenti obbligazionari.

Tuttavia, le azioni delle società ad alta capitalizzazione saranno probabilmente in grado di superare le potenziali perturbazioni, a condizione che la crescita degli utili rimanga solida. Noi ci focalizziamo sulle imprese di qualità il cui potere di generazione di utili può dare impulso alla performance a fronte sia di un aumento dei tassi che di una loro diminuzione. Nell'obbligazionario la gestione attiva continua rivestire un'importanza cruciale.

In conclusione, Prevediamo che il virus continuerà ad avere un impatto decrescente sulle economie e sui mercati, anche se alcuni settori rimangono vulnerabili ad un aumento dei casi di COVID-19.

An aerial photograph of a river winding through a rugged, mountainous landscape. The river is a dark, narrow channel that cuts through the light-colored, rocky terrain. The surrounding land is covered in dense, green vegetation, likely a forest. The overall scene is dramatic and scenic, with the river acting as a central element of the composition.

Cosa implicano  
le nostre  
prospettive  
per i portafogli  
degli investitori?

Le nostre prospettive sono incentrate sull'idea che nel corso di questo ciclo economico l'economia globale evidenzierà un andamento più vivace rispetto al ciclo passato.

La politica economica negli Stati Uniti, in Europa e in Cina mira a promuovere un'espansione più duratura e di alta qualità nell'intero spettro dei redditi, anche se le chance relative di successo variano da una regione all'altra. Le famiglie e le imprese negli Stati Uniti e in Europa beneficiano di bilanci solidi e di una domanda sostenuta di beni, servizi e lavoro. L'innovazione sta innescando cambiamenti strutturali in tutti i settori e potrebbe favorire un aumento della produttività su scala mondiale.

Queste forze hanno importanti implicazioni per gli investimenti, soprattutto per gli investitori a lungo termine che potrebbero ancora essere posizionati alla luce del malessere economico della fine degli anni 2010.

Nel 2022, con l'ingresso di Stati Uniti ed Europa nella parte centrale del ciclo, ci aspettiamo un contesto di crescita robusta caratterizzato da un'inflazione più elevata di quella registrata nel ciclo precedente. Mentre la fase del ciclo può differire da una regione all'altra, queste condizioni giocano a favore dei mercati azionari globali, soprattutto rispetto all'obbligazionario core. Una gestione attiva dinamica può generare valore, dato che la volatilità sui mercati azionari e obbligazionari potrebbe restare elevata. La liquidità presenta ancora un rendimento atteso fortemente negativo su base corretta per l'inflazione e resta in fondo alle nostre preferenze.

---

Va bene detenere contante per le spese a breve termine e quale rete di sicurezza psicologica per affrontare la volatilità. Tuttavia, la liquidità detenuta come investimento strategico resta in fondo alle nostre preferenze.



# Azioni

Le azioni non sono affatto sottovalutate. Nella maggior parte dei principali mercati le valutazioni azionarie sono nel migliore dei casi equilibrate, ma gli investitori pagano un premio per l'eccezionale crescita degli utili e la straordinaria generazione di free cash flow.

Le nostre previsioni sull'andamento dei profitti nella maggior parte delle regioni di cui ci occupiamo sono più ottimistiche del consensus, con la notevole eccezione della Cina. Preferiamo i mercati sviluppati a quelli emergenti, ma ci preoccupiamo più della qualità dei driver di business sottostanti e delle fonti di ricavo che della giurisdizione. Alcuni investitori temono un deterioramento dei margini di profitto. A nostro avviso i rialzi dei prezzi e i guadagni di produttività compenseranno l'aumento dei costi dei fattori e del lavoro.

In effetti, riteniamo che l'economia si trovi saldamente nella fase espansiva del ciclo di mercato, in cui la crescita degli utili alimenta i rendimenti azionari e gli stock-picker possono guadagnarsi da vivere.

Soprattutto, ci aspettiamo che i rendimenti si distribuiscano più uniformemente tra imprese e settori, senza essere più esclusivo appannaggio dei maggiori operatori che godono di solidi fattori di impulso secolari. Date le dinamiche del ciclo precedente, nei portafogli potrebbe essersi formato qualche squilibrio. Sarà importante mantenere un assetto bilanciato tra società orientate a una crescita strutturale a lungo termine che scambiano a prezzi "ragionevoli" e imprese che beneficiano del vigore a breve termine dell'economia reale.

Per questo motivo, la nostra preferenza va, tra gli altri, ai settori della finanza e della tecnologia, che contribuiscono alla diversificazione del portafoglio perché reagiscono in modo opposto alle variazioni dei tassi d'interesse; entrambi i settori, inoltre, dovrebbero essere spinti al rialzo da una crescita sostenuta degli utili. Addentrandoci nella fase intermedia del ciclo, i gestori attivi dovrebbero riuscire a generare valore nell'ambito dei portafogli azionari.

## RAPPORTO PREZZO/UTILI DELL'MSCI WORLD

Rapporto prezzo/utili (P/E) prospettico a 12 mesi dell'MSCI World



Fonti: MSCI, FactSet, J.P. Morgan Asset Management - Guida ai mercati. Il rapporto prezzo/utili è pari al prezzo diviso per le stime di consenso dell'utile per azione relativo ai 12 mesi successivi quali fornite da Factset dal 2001. Il P/E medio e le deviazioni standard sono calcolati utilizzando una serie ventennale di dati fornita da FactSet. Dati al 31 ottobre 2021.

# Investimenti privati

Per molti investitori, i mercati privati rappresentano una gamma di opportunità ancora da esplorare.

Questi mercati possono essere un terreno di caccia particolarmente interessante per gli investimenti collegati ai megatrend che abbiamo individuato (trasformazione digitale, innovazione sanitaria e sostenibilità). Ad esempio, delle oltre 100.000 aziende globali di software, il 97% non è quotato in borsa. Le piccole aziende biotecnologiche non quotate costituiscono fonti di innovazione di crescente importanza per le grandi case farmaceutiche. Solo il 30% dei farmaci più venduti da queste ultime è stato sviluppato internamente. I mercati privati dovrebbero offrire agli investitori un rendimento superiore rispetto ai mercati pubblici, in gran parte grazie all'accesso a questi fattori di crescita.



# Obbligazioni

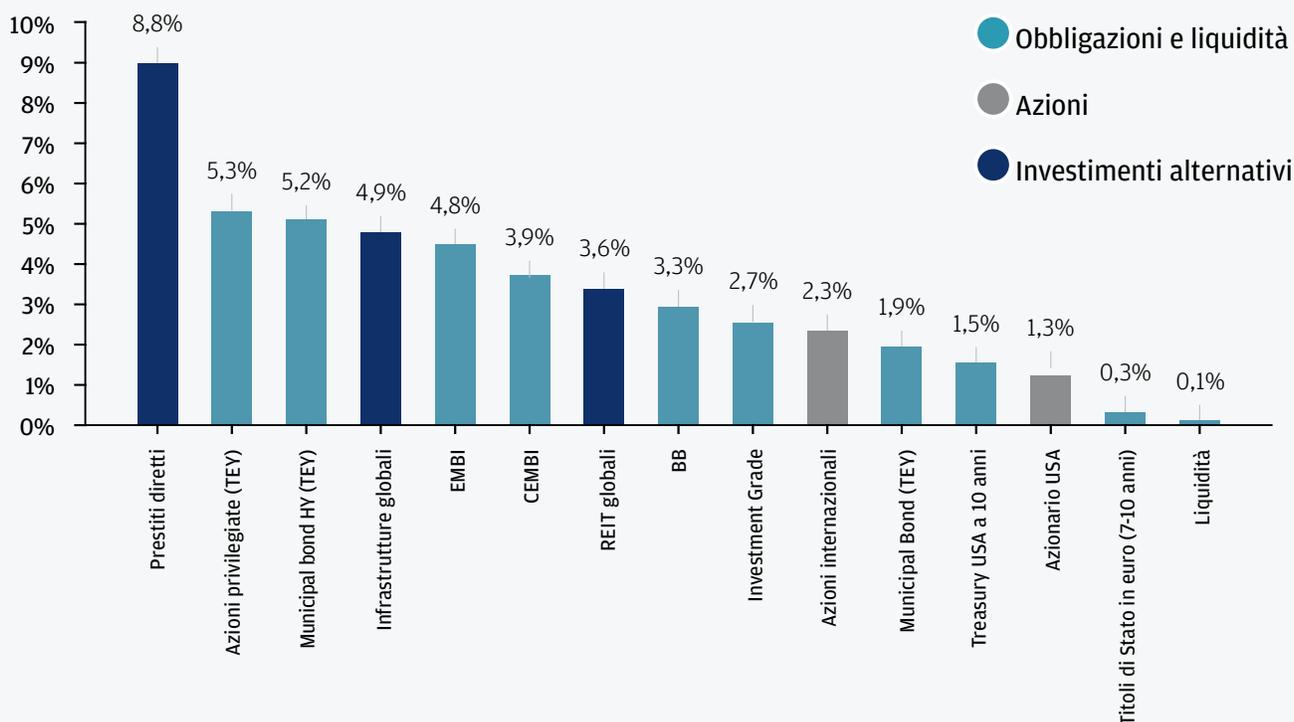
Per l'obbligazionario core si prospettano condizioni impegnative, poiché i rendimenti storicamente bassi continueranno probabilmente a salire mentre l'inflazione rimane elevata. Gli investitori si confrontano con la duplice sfida di trovare rendimento e proteggersi dalla potenziale volatilità dei mercati azionari, battendo al contempo l'inflazione.

Le obbligazioni core rimangono una componente cruciale nella costruzione del portafoglio. Sebbene il livello contenuto dei tassi d'interesse elimini in parte il potenziale di accrescimento del capitale che sarebbe

derivato da una contrazione economica, la classe di attivo continua a fornire protezione dagli sviluppi negativi sul fronte della crescita. Tuttavia, alla vigilia di quest'anno avevamo sostenuto l'importanza di integrare un'esposizione obbligazionaria core con gestori attivi flessibili (in ambito obbligazionario o multi-asset) in grado di modificare in modo dinamico i portafogli al mutare delle condizioni di mercato. Questa strategia si è dimostrata premiante nel 2021, e dovrebbe esserlo nuovamente nel 2022.

## SPETTRO DI RENDIMENTO A LIVELLO GLOBALE

Rendimenti imponibili equivalenti (TEY), %



Fonte: BAML, Barclays, Bloomberg, Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Federal Reserve, FTSE, MSCI, NCREIF, Bloomberg Finance L.P. FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Rendimenti. Dati al 31 ottobre 2021, tranne per i prestiti diretti e le infrastrutture globali, per i quali sono aggiornati al 30 giugno 2021.

A scanso di equivoci, quest'anno siamo leggermente più ottimisti sull'obbligazionario core rispetto all'anno scorso. Pur restando bassi, i tassi sono aumentati notevolmente nel corso dell'ultimo anno, avvicinandosi al punto in cui le obbligazioni potrebbero fornire un rendimento corretto per il rischio più competitivo rispetto alle azioni. Per gli investitori statunitensi, specialmente quelli soggetti a un'elevata imposizione fiscale, i municipal bond potrebbero risultare più interessanti a seguito del rialzo dei rendimenti. Nel breve periodo, le crescenti aspettative in merito ai rialzi dei tassi della Federal Reserve danno agli investitori l'opportunità di abbandonare la liquidità a favore delle obbligazioni a breve termine.

Le valutazioni delle obbligazioni high yield non sono particolarmente appetibili (i rendimenti sono relativamente contenuti e gli spread ristretti), ma per un

buon motivo: Nel 2021 i tassi di default in questo segmento hanno toccato un minimo storico. Tuttavia, suggeriamo di fare affidamento su altri segmenti creditizi ad alto rendimento, come i leveraged loan, i titoli ibridi e il private credit per aumentare il reddito con nuovo capitale. Gli investitori potrebbero anche prendere in considerazione le azioni bancarie privilegiate, date le solide riserve di capitale e il trattamento fiscale preferenziale riservato a questi istituti negli Stati Uniti.

Per gli investitori che cercano protezione dall'inflazione, i Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) e l'oro non costituiscono al momento una scelta valida. Preferiamo invece fare affidamento su attivi con cash flow legati all'inflazione, come le azioni di società dotate di potere di prezzo, gli investimenti immobiliari diretti e le infrastrutture.

## I PORTAFOGLI BILANCIATI GLOBALI HANNO REGISTRATO PERFORMANCE BRILLANTI

Rendimento totale cumulativo di un portafoglio globale con il 60% in azioni e il 40% in obbligazioni



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 19 novembre 2021.

Consapevoli  
dei rischi, ma in  
definitiva  
ottimisti



L'economia globale dovrebbe emergere dalla pandemia più forte di prima. Vediamo già un vivace ciclo economico in corso.

Alla luce dell'interazione delle economie e dei mercati, riteniamo che nel 2022 gli investitori possano aspettarsi rendimenti superiori alla media per i portafogli di classi di attivo più rischiose allineati a determinati obiettivi.

Come sempre, le decisioni d'investimento individuali dovrebbero riflettere gli obiettivi, l'orizzonte d'investimento e la tolleranza al rischio dei singoli investitori. Con l'ausilio dei propri consulenti, è possibile costruire portafogli in grado di mitigare qualsiasi shock che possa far deragliare il ciclo. Non c'è dubbio che dobbiamo prepararci ad affrontare un'ampia gamma di rischi al ribasso. Tuttavia, siamo ottimisti sulle prospettive e ci prepariamo a raccogliere i guadagni che potrebbero provenire da un periodo di crescita prolungato.

# La nostra missione

---

Il Global Investment Strategy Group fornisce approfondimenti e consulenza in materia di investimenti tra i migliori del settore per aiutare i nostri clienti a conseguire i loro obiettivi a lungo termine. Attingendo alla vasta conoscenza ed esperienza di economisti, strategist degli investimenti e strategist delle classi di attivo, il GIS Group offre una prospettiva esclusiva sui mercati finanziari globali.

## SPONSOR ESECUTIVO

---

### **Clay Erwin**

Global Head of Investments Sales & Trading

### **Billy Huzar**

Head of Investment Strategy

### **Russ Budnick**

Head of Asset Class Strategy & Trading

## GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

---

### **Chris Baggini**

Global Head of Equity Strategy

### **Kristin Kallergis Rowland**

Global Head of Alternatives

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Xavier Vegas**

Global Head of Credit Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## NOTA INFORMATIVA

Le informazioni contenute nel presente documento sono ritenute attendibili, ma non se ne garantisce la correttezza o la completezza. Le opinioni, le stime, le strategie d'investimento e i pareri espressi nel presente documento rappresentano il nostro giudizio in base alle condizioni di mercato al momento della redazione e possono variare senza preavviso.

### CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

- I rendimenti passati non costituiscono garanzia di risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.
- I prezzi e i tassi di rendimento sono indicativi in quanto possono variare nel corso del tempo in base alle mutate condizioni di mercato.
- Per tutte le strategie vanno considerati eventuali rischi aggiuntivi.
- Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non sono da intendersi né come una raccomandazione né come un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti o servizi di investimento.
- Le opinioni ivi contenute possono differire da quelle espresse da altre divisioni di J.P. Morgan. Il presente materiale non deve essere considerato una ricerca di investimento o una raccomandazione da parte o per conto di J.P. Morgan.

### DEFINIZIONI DEGLI INDICI

L'**MSCI World Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei mercati azionari dei Paesi sviluppati. L'indice è composto dagli indici nazionali di 23 mercati sviluppati.

Lo **Standard and Poor's 500 Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato composto da 500 titoli. L'indice è ideato per replicare la performance dell'economia nazionale in senso lato tramite la variazione del valore di mercato aggregato di 500 titoli che rappresentano tutti i principali settori. L'indice è stato sviluppato con un livello di base pari a 10 per il periodo di riferimento 1941-43.

Lo **STOXX Europe 600 Index (SXXP Index)** è un indice che replica la performance di 600 società quotate aventi sede in uno di 18 Paesi dell'UE. L'indice comprende società a capitalizzazione bassa, media e alta. I Paesi rappresentati nell'indice sono Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera.

L'**MSCI Emerging Markets Index** rappresenta le azioni di società a media e alta capitalizzazione di 23 mercati emergenti. Composto da 834 titoli, l'indice copre l'85% circa della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante in ciascun Paese. I mercati emergenti comprendono: Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Grecia, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Qatar, Repubblica Ceca, Russia, Sud Africa, Taiwan, Thailandia, Turchia e Ungheria.

L'**MSCI China Index** rappresenta le azioni di società a media e alta capitalizzazione nell'ambito delle H share, B share, Red chip e P chip cinesi. Composto da 144 titoli, l'indice copre l'85% circa di questo universo azionario cinese.

Il **CSI 300** è un indice azionario ponderato per la capitalizzazione di mercato che replica la performance dei 300 principali titoli negoziati sulla Shanghai Stock Exchange e la Shenzhen Stock Exchange.

Il **CSI China Overseas Internet Index** misura la performance dell'universo investibile delle società quotate in Cina che svolgono la propria attività o le proprie attività principali nei settori di Internet e collegati a Internet.

Gli indici non costituiscono prodotti d'investimento. Non è possibile investire direttamente in un indice.

### NOTA INFORMATIVA

Il presente materiale è esclusivamente a scopo informativo e può illustrare alcuni prodotti e servizi offerti dalle divisioni di gestione patrimoniale di J.P. Morgan, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). I prodotti e i servizi descritti, nonché le commissioni, gli oneri e i tassi d'interesse a essi associati, sono soggetti a modifiche in conformità con gli accordi sui conti applicabili e possono differire a seconda dell'area geografica. Non tutti i prodotti e i servizi sono disponibili in tutte le aree geografiche. **Si prega di leggere integralmente la Nota informativa.**

### 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 di portafoglio non garantiscono un rendimento positivo e non eliminano il rischio di perdite. Nulla nel presente materiale deve essere utilizzato 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 idonei 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 discutere dei Suoi obiettivi e della Sua situazione, si rivolga al Suo referente J.P. Morgan.

### LIBERATORIA

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

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

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

#### **INFORMAZIONI 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. **JPMCB** e **JPMS** sono società affiliate sotto il controllo comune di JPM. Prodotti non disponibili in tutti gli Stati.

Nel **Lussemburgo** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL), sede legale European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Lussemburgo. R.C.S. Lussemburgo B10.958. Autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e soggetta alla supervisione congiunta della Banca Centrale Europea (BCE) e della CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è autorizzata in veste di istituto di credito in conformità alla Legge del 5 aprile 1993. Nel **Regno Unito** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - filiale di Londra, sede legale in 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP. Autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e soggetta alla supervisione congiunta della Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. Autorizzata dalla Prudential Regulation Authority, soggetta alla regolamentazione da parte della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. I dettagli del regime delle autorizzazioni temporanee, che consente alle aziende con sede nel SEE di operare in UK per un periodo limitato mentre richiedono la piena autorizzazione, sono disponibili sul sito web della Financial Conduct Authority.

In **Spagna** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, con sede legale in Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spagna. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España è iscritta nel registro amministrativo della Banca di Spagna al numero 1516 e supervisionata dalla Commissione del Mercato dei Valori Mobiliari (CNMV). In **Germania** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., filiale di Francoforte, sede legale Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Francoforte, Germania, soggetta alla supervisione congiunta della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e della Banca Centrale Europea (BCE), e in alcune aree supervisionata anche dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). In **Italia** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - Succursale di Milano, sede legale in Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia, autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. E' un istituto di credito autorizzato secondo la legge del 5 Aprile 1993. Quando presta servizi attraverso la Succursale di Milano, J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è altresì sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia e CONSOB, secondo le rispettive competenze. Nei **Paesi Bassi** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch, con sede legale presso il World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Paesi Bassi. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF in Lussemburgo; J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch è inoltre autorizzata e supervisionata da De Nederlandsche Bank (DNB) e dall'Autoriteit Financiële Markten (AFM) nei Paesi Bassi. Registrata presso la Kamer van Koophandel come filiale di J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. con il numero di registrazione 71651845. In **Danimarca** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, filial af J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. con sede legale presso Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danimarca. J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, filial af J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg, Copenhagen Br, filial af J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è inoltre soggetta alla supervisione di Finanstilsynet (l'autorità di vigilanza finanziaria danese) e registrata presso Finanstilsynet come filiale di J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.

con il numero 29009. In **Svezia** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - Stockholm Bankfilial, con sede legale presso Hamngatan 15, Stoccolma, 11147, Svezia. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - Stockholm Bankfilial è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Stockholm Branch è inoltre soggetta alla supervisione di Finansinspektionen (l'autorità di vigilanza finanziaria svedese). Registrata presso Finansinspektionen come filiale di J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Inoltre, il presente materiale è distribuito da JPMorgan Chase Bank, N.A. ("JPMCB"), filiale di Parigi, regolamentata dalle autorità francesi per le banche e il mercato - "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" e "Autorité des Marchés Financiers". In **Svizzera**, il materiale è distribuito da J.P. Morgan (Suisse) SA, con sede legale in rue de la Confédération, 8, 1204, Ginevra, Svizzera, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), con sede legale in Laupenstrasse 27, 3003, Berna, Svizzera, come Banca e Intermediario Finanziario in Svizzera. Si prega di consultare il seguente link per ottenere informazioni sulla Politica J.P. Morgan di protezione dei dati personali <https://www.jpmorgan.com/privacy>.

La presente comunicazione ha finalità promozionali ai fini della Direttiva europea sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e della Legge svizzera sui servizi finanziari (LSerFi). Gli investitori non devono sottoscrivere né acquistare alcuno strumento finanziario a cui si fa riferimento nel presente materiale promozionale se non sulla base delle informazioni contenute nella documentazione legale applicabile che è o verrà resa disponibile nelle giurisdizioni pertinenti.

I 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 a 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 referente J.P. Morgan.

© 2021 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati

J.P.Morgan PRIVATE BANK