

2025

L'anno de

Prospettive Consolidamento dei punti di forza

Allentamento delle politiche globali

- Normalizzazione dei tassi di riferimento
- Stati Uniti e Giappone meglio dei Mercati Emergenti
- Perdurante carenza di alloggi negli Stati Uniti
- Incremento della produttività
- Aumento delle transazioni

Investimenti di capitale

- IA: carta vincente oppure flop?
- Settore sanitario: una rivoluzione in atto
- Automazione e robotica
- La costruzione di un'infrastruttura elettrica
- La sicurezza ridefinita

Impatti elettorali

- Trump 2.0
- Politiche tributarie in scadenza
- Gestire la volatilità dei tassi
- Rischio antitrust
- L'ondata anti-establishment

Resilienza di portafoglio

- Analisi del proprio patrimonio
- Trovare valore nell'obbligazionario
- Difendersi dall'inflazione
- Riconfigurazione dei rendimenti
- La febbre dell'oro

Scenari d'investimento

- Alternativi evergreen
- Sport e streaming
- La corsa verso lo spazio del XXI secolo
- Gestione delle passività
- Città ripensate



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



Mentre la fine dell'anno si avvicina e guardiamo al 2025, il panorama economico presenta un mix di opportunità e sfide.

L'economia globale ha raggiunto un equilibrio positivo tra crescita e calo dell'inflazione. Allo stesso tempo, diversi fattori geopolitici meritano di essere presi in considerazione, come ad esempio l'aumento del debito pubblico a livello globale. Negli Stati Uniti si sono concluse le elezioni; nei mesi a venire i mercati analizzeranno le iniziative previste dal governo entrante. La nostra prima analisi: potremmo assistere a un aumento della volatilità nei mercati obbligazionari e a una ripresa delle transazioni di finanza straordinaria.

Se riflettiamo sul 2024, un anno straordinario per quanto riguarda i rendimenti degli attivi di rischio, vediamo che le nostre scelte di mercato sono state generalmente premiate. L'anno scorso i clienti sono stati adeguatamente posizionati per beneficiare della forte performance e ora cercheremo di aiutarli a sfruttare quella posizione di forza.

Le nostre Prospettive per il 2025, sviluppate dal nostro Global Investment Strategy Group, evidenziano come i progressi compiuti nel campo dell'intelligenza artificiale e dell'innovazione, così come l'allentamento delle politiche monetarie a livello globale e l'aumento degli investimenti di capitale, possano continuare a dare impulso alle economie e ai mercati. Aumentando la diversificazione e il reddito, crediamo che i clienti possano rafforzare i portafogli e affrontare un quadro economico in continua evoluzione.

Il nostro obiettivo finale è quello di costruire portafogli resilienti che non solo si allineino a quelli che sono i nostri principali giudizi sul mercato, ma che siano anche in grado di affrontare diversi scenari di rischio.

In qualità di partner di fiducia, ci impegniamo a sfruttare le nostre consolidate relazioni

e la nostra esperienza per ottenere i migliori risultati e aiutarla a raggiungere i Suoi obiettivi. Siamo onorati di poter collaborare con Lei.

Cordiali saluti,

David Frame
CEO, U.S. Private Bank

Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank

Punti salienti

Riteniamo che il 2025 sarà un anno caratterizzato da:

- 01 Allentamento delle politiche globali**
Crediamo che i tassi di riferimento andranno a normalizzarsi e che le economie si espanderanno.
- 02 Accelerazione degli investimenti di capitale**
Prevediamo una prosecuzione della spesa per l'IA, l'energia, le infrastrutture e la sicurezza.
- 03 Comprendere l'impatto delle elezioni**
Negli Stati Uniti ci aspettiamo una maggiore deregolamentazione, un aumento del disavanzo e un incremento dei dazi.
- 04 Verificare la resilienza del portafoglio**
Poniamo l'accento sul reddito fisso e sugli attivi reali all'interno dei portafogli.
- 05 Evoluzione degli scenari di investimento**
Ci aspettiamo opportunità negli alternativi evergreen, nello sport e nelle aree urbane.

Indice

Parte 01

Allentamento delle politiche globali

Normalizzazione dei tassi di riferimento
Stati Uniti e Giappone meglio dei Mercati Emergenti e della Cina
Perdurante carenza di alloggi negli Stati Uniti
Incremento della produttività
Aumento delle transazioni

Parte 02

Accelerazione degli investimenti di capitale

IA: carta vincente oppure flop?
Settore sanitario: una rivoluzione in atto
Automazione e robotica
La costruzione di un'infrastruttura elettrica
La sicurezza ridefinita

Parte 03

Comprendere l'impatto delle elezioni

Trump 2.0
Politiche tributarie in scadenza
Gestire la volatilità dei tassi
Rischio antitrust
L'ascesa dei movimenti anti-establishment

Parte 04

Verificare la resilienza del portafoglio

Analisi del proprio patrimonio
Trovare valore nell'obbligazionario
Difendersi dall'inflazione
Riconfigurazione dei rendimenti
La febbre dell'oro

Parte 05

Evoluzione degli scenari di investimento

Alternativi evergreen
Sport e streaming
La corsa verso lo spazio del XXI secolo
Gestione delle passività
Città ripensate

Parte 06

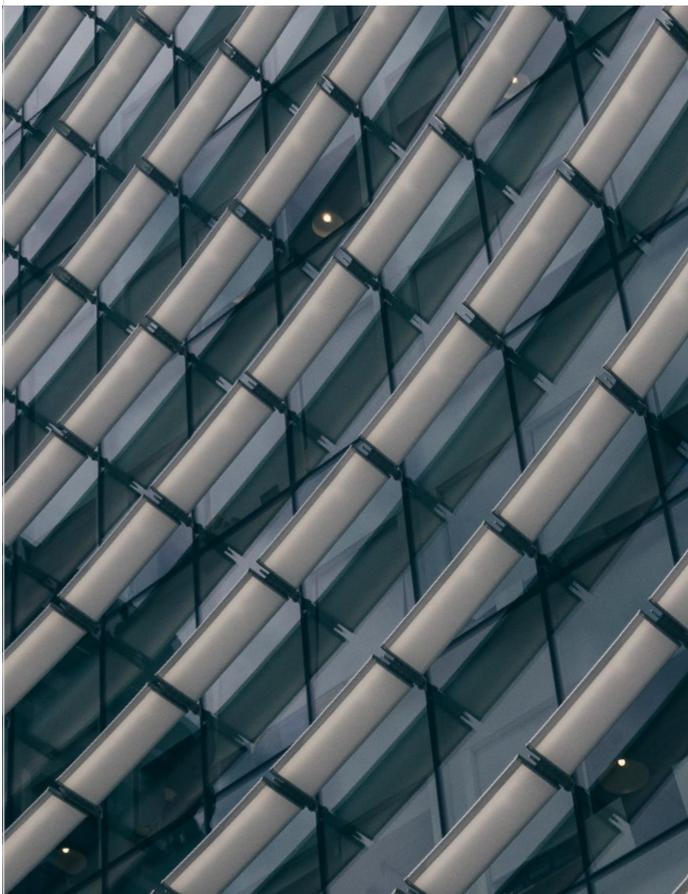
Prospettive globali

Asia
America Latina
Europa

Introduzione

Nel 2024, gli astri della macroeconomia si sono allineati producendo una performance di mercato eccezionale. L'inflazione è scesa a un livello accettabile, la crescita del PIL si è dimostrata forte, la crescita degli utili societari ha accelerato e le Banche Centrali hanno tagliato i tassi di interesse. L'azionario globale ha registrato un rendimento superiore al 20%, e anche le obbligazioni hanno guadagnato terreno. I portafogli multi-asset globali hanno incrementato i guadagni del 16,5% rispetto al 2023 con un rendimento totale del 12,5%.

Ecco qual è la buona notizia da tenere presente quando si valuta un piano d'azione per il 2025: il posizionamento che abbiamo assicurato ai clienti forma solide fondamenta per un'ulteriore espansione. I guadagni del mercato dell'ultimo anno costituiscono una solida base e, cosa altrettanto importante, offrono la flessibilità necessaria per valutare approcci diversi e nuove prospettive.



Nelle nostre Prospettive per il 2025, presentiamo una serie di idee – la nostra “top 25” per il ’25 – che possono aiutare a prepararsi al meglio per l’anno a venire. Siamo del parere che nel 2025 i mercati saranno mossi da cinque temi chiave:

- **Allentamento delle politiche globali**
L'economia globale ha raggiunto livelli di maggiore equilibrio, consentendo alle Banche Centrali globali di ridurre i tassi di interesse e sostenere la crescita economica. Il calo dei tassi di interesse potrebbe avere ricadute su tutti gli aspetti, dall'edilizia residenziale statunitense alla produttività europea. Ci siamo posti i seguenti quesiti: gli investitori dovrebbero seguire le strategie adottate durante i passati “cicli di allentamento” e acquistare attivi ciclici come quelli dei Mercati Emergenti? Le transazioni riprenderanno?
- **Accelerazione degli investimenti di capitale**
Le autorità si concentrano sul rafforzamento della crescita, le aziende che generano profitti hanno denaro da spendere e tre grandi tendenze richiedono enormi iniezioni di capitale: intelligenza artificiale (IA), energia elettrica e sicurezza. Quanto manca ai robot per entrare a far parte della vita quotidiana? Quale settore è maggiormente esposto ai cambiamenti dirompenti causati dall'intelligenza artificiale?
- **Comprendere l'impatto delle elezioni**
Sulla scia delle presidenziali USA di novembre, gli investitori stanno riflettendo sulla traiettoria che prenderanno il debito sovrano e il disavanzo e stanno valutando cosa ci dice il responso delle urne fornito dalle consultazioni elettorali di tutto il mondo in merito alla forza dei movimenti anti-establishment. Quali sono le prospettive delle politiche tributarie? E il clima antitrust proseguirà?
- **Verificare la resilienza del portafoglio**
Per proteggere il recente aumento della ricchezza delle famiglie e gestire la crescente volatilità macroeconomica, i clienti hanno tuttavia bisogno di portafogli resilienti. Ciò potrebbe significare una maggiore attenzione al reddito, ai rendimenti che presentano una minore correlazione con l'azionario e l'obbligazionario e alle strategie che offrono una protezione dai ribassi senza rinunciare ai rendimenti potenziali. Su quali punti dovrebbero concentrarsi gli investitori?

- **Evoluzione degli scenari di investimento**

Il 2025 sarà caratterizzato da nuove frontiere in un contesto di investimento in costante evoluzione. Ad esempio, gli alternativi evergreen (fondi d'investimento che non hanno una data di scadenza fissa) e gli investimenti in ambito sportivo. Chi vincerà nella corsa verso lo spazio del XXI secolo? In che modo la “nuova normalità” dell'equilibrio tra lavoro e vita privata sta cambiando il paesaggio urbano?

Le Prospettive per il 2025 analizzano la portata e le implicazioni di questi temi e in che modo potrebbero informare le vostre decisioni di pianificazione, da qui alla fine del 2024 e successivamente per tutto il 2025.

Ma attenzione: non prevediamo una replica degli ottimi guadagni registrati dalle borse nell'anno passato. Le valutazioni rispecchiano già le condizioni economiche che a nostro avviso avrebbero generato forti rendimenti nel 2024. L'economia sembra essere riuscita a compiere un “soft landing” (l'ossessione della recessione, come l'abbiamo chiamata, è svanita) e l'inflazione è calata. Nel 2025, l'equilibrio tra i fattori favorevoli (continua espansione economica globale, calo dei tassi d'interesse, vigorosa crescita degli utili) e i fattori sfavorevoli (valutazioni elevate, in particolare dei titoli azionari statunitensi large cap, spread ristretti delle obbligazioni Investment Grade e High Yield, aumento della volatilità macroeconomica e rischi geopolitici) lasciano intendere che i rendimenti dei portafogli saranno probabilmente superiori a quelli della liquidità, ma anche che torneranno a tassi in linea con il tendenziale.

Consigliamo agli investitori di prendere in considerazione la possibilità di mantenere un posizionamento bilanciato tra attacco e difesa, azionario e obbligazionario, reddito e crescita del capitale. Il private equity potrebbe beneficiare dell'aumento degli investimenti di capitale e della ripresa delle negoziazioni, mentre le infrastrutture, gli immobili e altri attivi reali potrebbero fornire una barriera isolante dai rischi geopolitici e di inflazione. Riteniamo che gli investitori debbano prendere in considerazione la possibilità di mantenere disponibile una parte del capitale per cogliere le opportunità che potrebbero presentarsi.

Nelle pagine seguenti illustriamo alcune di queste potenziali opportunità.

Parte 01

Allentamento delle politiche globali

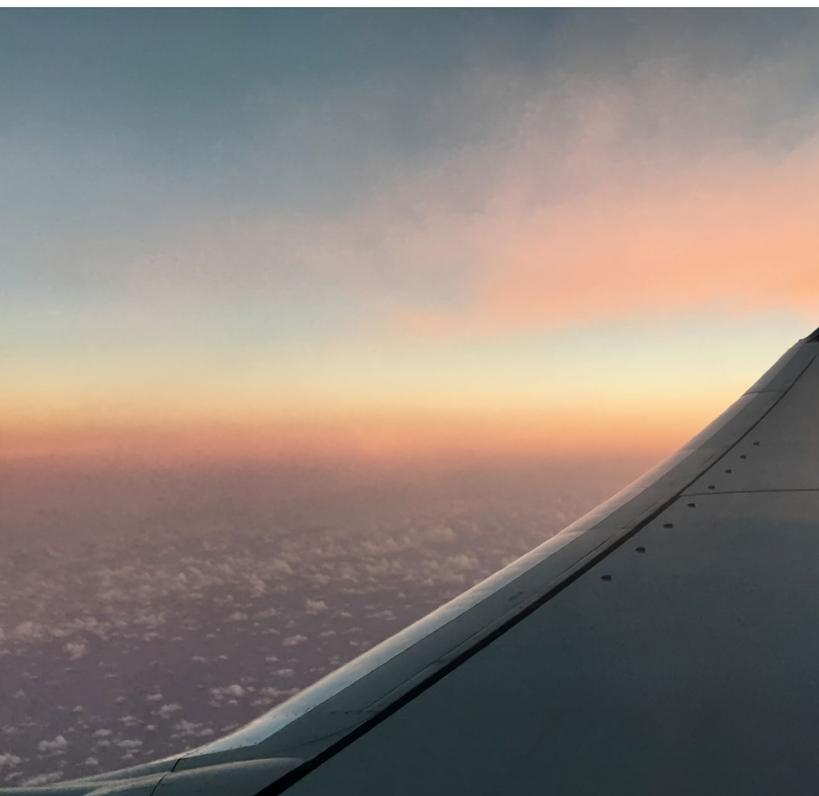
Normalizzazione dei tassi
di riferimento

Stati Uniti e Giappone
meglio dei Mercati
Emergenti e della Cina

Perdurante carenza di
alloggi negli Stati Uniti

Incremento della
produttività

Aumento delle transazioni



Riteniamo che il 2025 sarà l'anno del ciclo di allentamento delle politiche globali, concetto che sottende le nostre prime cinque idee. Il calo dei tassi di riferimento sosterrà una crescita economica in linea con il trend negli Stati Uniti e nell'Eurozona, ma non stimolerà la domanda a un punto tale da rinfocolare l'inflazione. In Cina, le autorità sembrano intenzionate a garantire una stabilizzazione della crescita, soprattutto in risposta alle crescenti probabilità di un aumento dei dazi statunitensi.



01

Normalizzazione dei tassi di riferimento

Se il 2024 ha risposto alla domanda “Quando inizieranno a scendere i tassi di interesse?”, il 2025 risponderà alla domanda “Quanto potrebbero scendere i tassi?”.

Delle 37 Banche Centrali mondiali da noi monitorate, 27 stanno tagliando i tassi di interesse e questo numero comprende tutte le Banche Centrali del G10 ad eccezione del Giappone. Siamo persuasi che le autorità continueranno a spingere i tassi verso il basso. Negli Stati Uniti, i listini del mercato obbligazionario scontano un ciclo di allentamento che si concluderà nel primo trimestre del 2026 con un tasso di riferimento vicino al 3,5%. In Europa, gli investitori si aspettano che i tassi di riferimento scendano sotto al 2% entro la fine del 2025. Non vediamo molti motivi per dissentire dal giudizio del mercato.

Nonostante il cambio di rotta delle politiche monetarie delle Banche Centrali, i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono scesi solo in misura marginale nel corso dell'ultimo anno. L'obbligazionario offre ancora valore, che potrebbe essere significativo se la crescita dovesse risultare più debole. Questo potrebbe essere particolarmente importante nei mercati

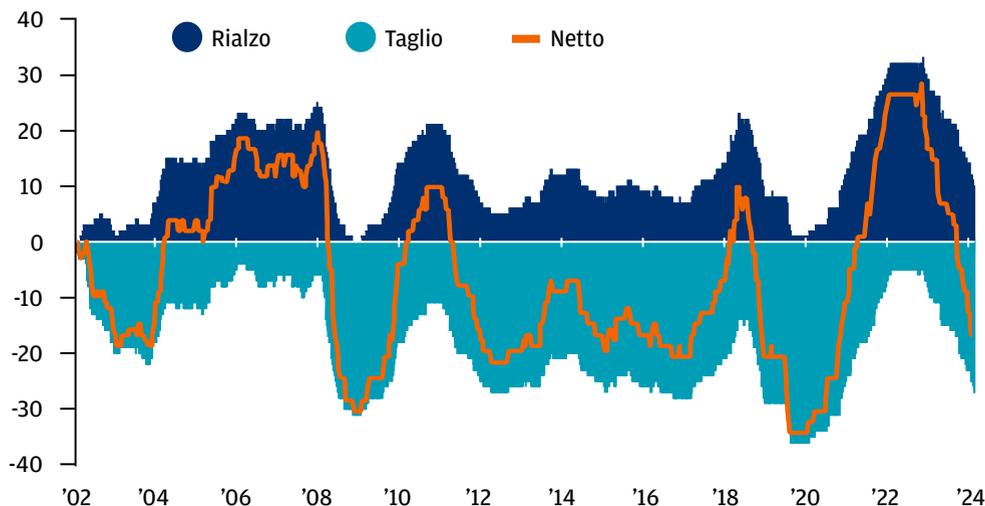
europei, dove le prospettive di crescita sono peggiori rispetto agli Stati Uniti. E i rendimenti attuali offrono un reddito. Nei mercati del credito societario e municipale degli Stati Uniti, i rendimenti all-in sono ancora abbondantemente superiori al 5% su base fiscalmente equivalente.

In che modo i tagli ai tassi d'interesse potrebbero influire sull'economia? Nell'ultimo ciclo, i rialzi dei tassi hanno prodotto un impatto incredibilmente limitato sull'economia in generale. I tagli dei tassi potrebbero avere effetti altrettanto ridotti.

Il ciclo di allentamento globale probabilmente sosterrà la crescita economica e gli attivi di rischio, come le azioni e le obbligazioni High Yield, ma non crediamo che possa innescare un'impennata dei prestiti tale da spingere crescita e inflazione a un livello superiore al tendenziale. L'immobiliare commerciale potrebbe trovarsi a un punto di svolta e scorgiamo potenziali opportunità di crescita del reddito operativo netto nell'edilizia residenziale, negli immobili industriali e legati alla produzione di energia elettrica e negli ambienti di lavoro specializzati (ad esempio, scienze della vita, sanità e media).

27 BANCHE CENTRALI SU 37 CHE TENIAMO MONITORATE STANNO ABBASSANDO I TASSI D'INTERESSE

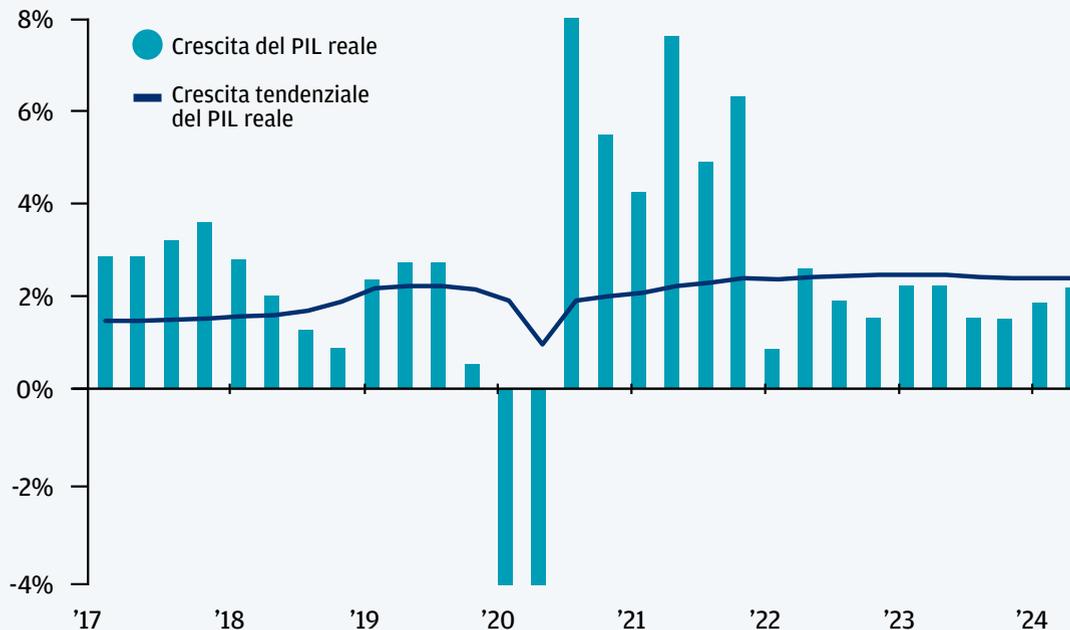
Numero di Banche Centrali la cui ultima decisione è stata un rialzo vs quelle che hanno operato un taglio



Fonti: singole Banche Centrali, FactSet. Dati al 25 ottobre 2024. Nota: questa analisi comprende 37 Banche Centrali.

LE ECONOMIE DELL'OCSE TORNANO A CRESCERE A UN RITMO IN LINEA CON IL TREND

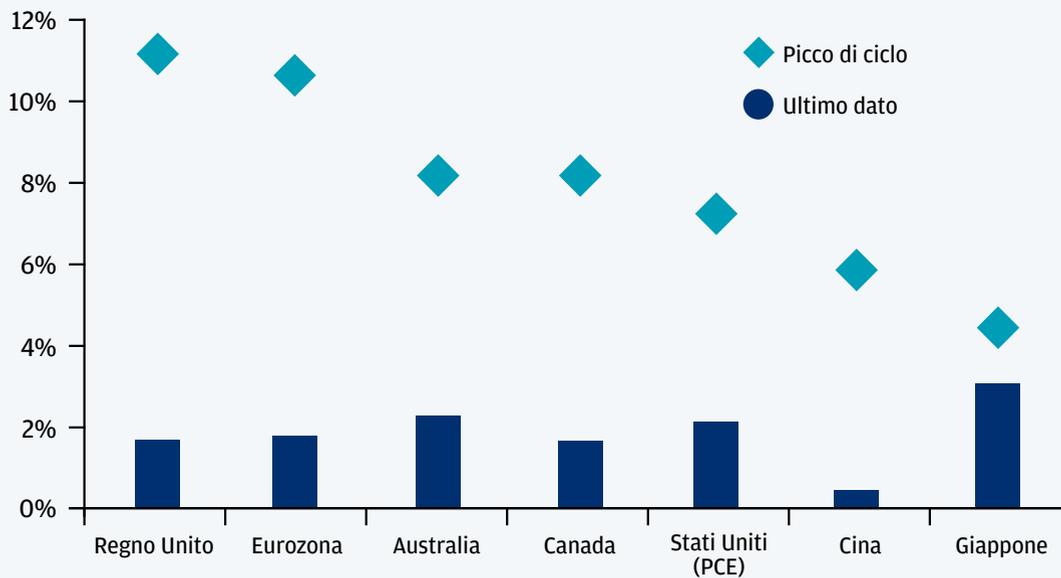
Crescita e trend del PIL reale, dato trimestrale destagionalizzato, %



Fonti: OECD, Haver Analytics. Dati al 30 giugno 2024.

L'INFLAZIONE È TORNATA AI LIVELLI OBIETTIVO

Inflazione complessiva a/a, variazione %



Fonti: Banca dei Regolamenti Internazionali, Australian Bureau of Statistics, Bureau of Economic Analysis, China National Bureau of Statistics, Haver Analytics. Dati al 30 settembre 2024.

02

Stati Uniti e Giappone meglio dei Mercati Emergenti e della Cina

In un contesto che vede le Banche Centrali globali allentare le politiche monetarie, alcuni investitori saranno tentati di aumentare le esposizioni ai Mercati Emergenti. Nei cicli di allentamento passati, il calo dei tassi ha sostenuto gli attivi dei Mercati Emergenti (EM) determinando un aumento della crescita, un incremento dei flussi di capitale e un indebolimento delle valute, tutti aspetti che hanno favorito le esportazioni. Ma il nostro giudizio è più prudente. Pensiamo che, nel 2025, l'azionario dei Mercati Sviluppati sovraperformerà quello dei Mercati Emergenti, come è accaduto in 8 degli ultimi 10 anni.

Le economie dei Mercati Emergenti devono affrontare tutta una serie di difficoltà. La Cina in particolare deve affrontare una crisi di fiducia tra i consumatori (solo leggermente attenuata dal pacchetto di stimoli recentemente annunciato dal governo). Lo sgonfiamento della bolla immobiliare del Paese si è rivelato molto penalizzante per le famiglie e per le imprese. Un forte segnale di invito alla prudenza è il fatto che in Cina le vendite al dettaglio sono inferiori del 16% rispetto al trend pre-pandemia.¹ La Cina deve anche affrontare la prospettiva di una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti.

Più in generale, anche quando le società dei Mercati Emergenti realizzano ricavi e profitti elevati, la diluizione dell'azionariato implica che la crescita del PIL non si traduce in una crescita degli utili per azione o dei rendimenti di mercato. Inoltre, la volatilità degli utili e delle valutazioni delle valute compromette il compounding.

Le prospettive per l'azionario dei Paesi sviluppati, soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone, sembrano molto più interessanti.

I margini di utile degli Stati Uniti sembrano stabili ai massimi storici. Nel decennio in corso, le società dell'S&P 500 hanno restituito agli azionisti quasi il 75% degli utili annuali sotto forma di dividendi e buyback netti. Negli anni 2000 tale quota era del 50% soltanto.²

Benché la concentrazione dell'indice nelle grandi aziende tecnologiche continui a destare preoccupazione (le prime 10 aziende rappresentano il 36% della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500, il massimo storico), secondo le attese nel 2025 tutti i settori dell'S&P 500 vedranno una crescita positiva degli utili. Era dal 2018 che questo non accadeva.³

L'effetto combinato di una forte crescita degli utili e di valutazioni elevate nei mercati large cap statunitensi potrebbe generare rendimenti positivi.

Negli ultimi anni le aziende giapponesi hanno fatto passi da gigante verso una migliore governance societaria e verso prassi più favorevoli agli azionisti. Nel 2024, gli annunci di buyback societari hanno doppiato il record precedente.⁴ Questo trend dovrebbe favorire gli investitori di private equity anche in Giappone.

Pur ritenendo che l'anno prossimo l'azionario dei Paesi Sviluppati supererà quello dei Mercati Emergenti, siamo dell'avviso che Taiwan, India, Indonesia e Messico siano aree in grado di generare ottimi rendimenti per gli azionisti, sia nei mercati pubblici che in quelli privati.

¹ Klein, M. C. (2024). Deeper Inside the Chinese Consumer Spending Data. The Overshoot.

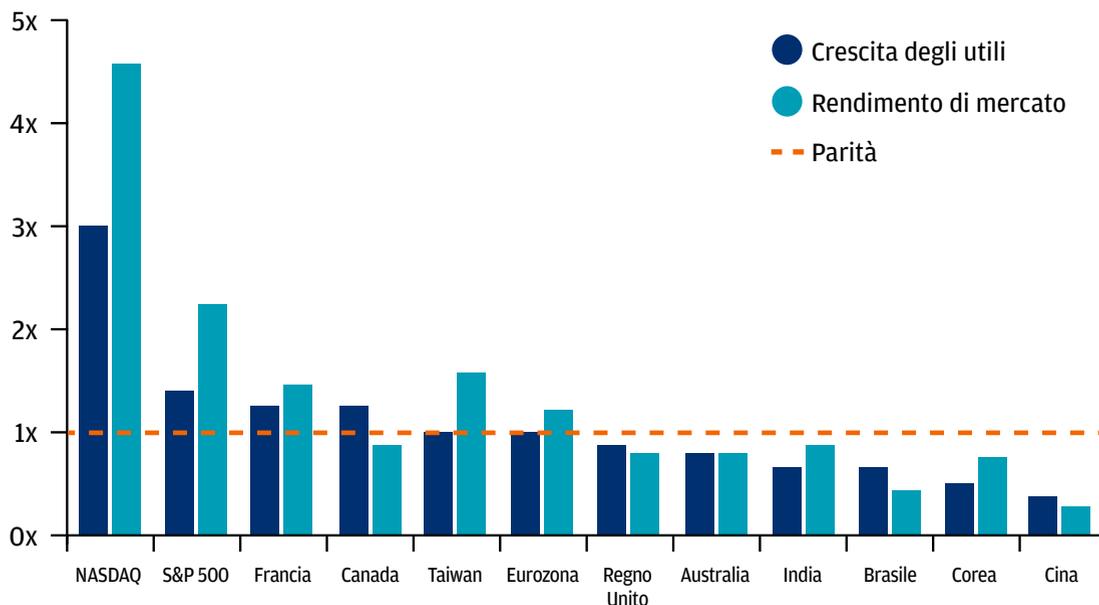
² Goldstein, M. L. e Zhao, L. (2024). Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners.

³ Kostin, D. J., Chavez, D., Snider, B., Hammond, R. e Ma, J. (2024). Un aggiornamento delle nostre previsioni sui rendimenti a lungo termine dell'azionario statunitense per tenere conto dell'attuale alto livello di concentrazione del mercato. Goldman Sachs.

⁴ Goldman Sachs. Dati aggiornati al 19 agosto 2024.

GLI UTILI E I RENDIMENTI SONO IN RITARDO RISPETTO ALLA CRESCITA DEL PIL IN GRAN PARTE DEI PRINCIPALI MERCATI EMERGENTI

Crescita degli utili e rendimenti di mercato, come multiplo della crescita del PIL dal 2010 al 2024



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Dati 2024.
Nota: il Giappone è escluso a causa del calo del PIL.





03

Perdurante carenza di alloggi negli Stati Uniti

Il calo dei tassi ipotecari potrebbe stimolare un aumento delle vendite delle abitazioni, ma non offrirà a un numero sufficiente di nuovi acquirenti la possibilità di acquistare una casa a prezzi accessibili.

La domanda di alloggi supera di gran lunga l'offerta. Secondo le nostre stime, la carenza di nuovi alloggi rispetto al trend della domanda da parte dei nuclei familiari si aggira attorno ai 2-2,5 milioni di unità. Le vendite di case esistenti, attualmente inferiori del 25% rispetto alla media del 2017-2019, non aumenteranno in tempi brevi.

Inoltre, l'aumento dei danni causati dalla maggiore frequenza di eventi meteo estremi, unitamente all'inadeguatezza e all'inaccessibilità delle coperture assicurative contro le alluvioni e gli incendi, stanno diventando una preoccupazione sempre maggiore per chi compra casa.

Per riportare l'accessibilità ai livelli del 2019, i tassi ipotecari dovrebbero scendere considerevolmente, dal 7% circa al 3%, oppure i salari dovrebbero aumentare al ritmo attuale per quasi nove anni consecutivi. Per rivedere un'accessibilità abitativa ai livelli precedenti alla crisi finanziaria globale in città come San Diego e Denver, e ancor più a Las Vegas e Miami, potrebbe essere necessario attendere la fine del decennio.

I prezzi delle abitazioni potrebbero continuare a salire, anche se a un ritmo ridotto. L'avvicendamento limitato di abitazioni esistenti e la domanda strutturale di alloggi rappresentano una dinamica favorevole per i margini operativi dei costruttori, che sono passati dal 21% pre-pandemia al 26% (nello stesso periodo, gli utili per azione sono quasi triplicati). Le aziende di maggiori dimensioni hanno l'opportunità di conquistare quote di mercato. Nel 2025, ci aspettiamo una crescita costante degli utili, sia per le imprese edili residenziali large cap sia per gli investitori immobiliari che possiedono case unifamiliari.

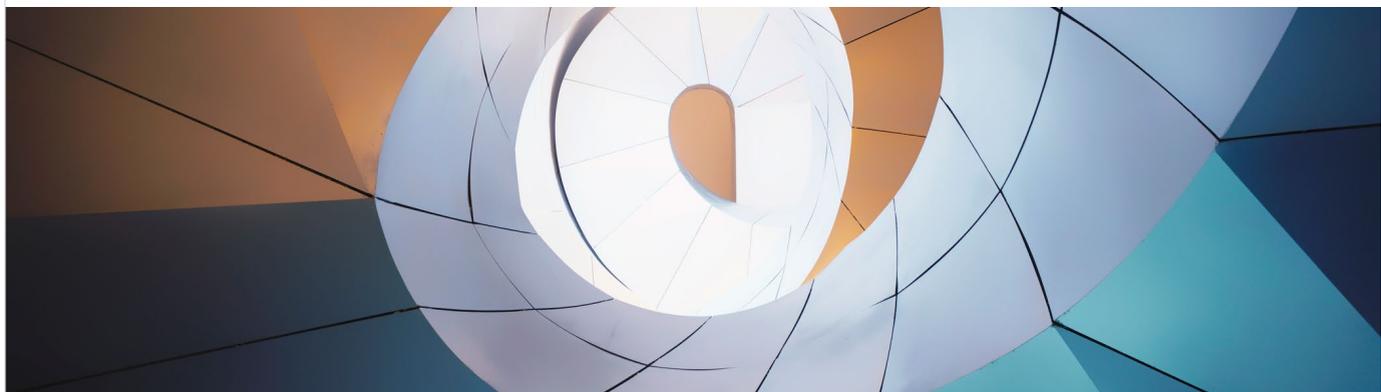
**POTREBBERO DOVER PASSARE MOLTI ANNI PRIMA CHE LE ABITAZIONI POSSANO
RIDIVENTARE ECONOMICAMENTE ACCESSIBILI**

Previsione del ritorno dell'accessibilità economica delle abitazioni in base alla mediana dal 1991 al 2006

Metropoli	Ripristino dell'accessibilità economica, ipotizzando che i tassi ipotecari non subiscano variazioni	Ripristino dell'accessibilità economica, ipotizzando un calo dell'1% dei tassi ipotecari
Cleveland	Già ripristinata	Già ripristinata
Detroit	Già ripristinata	Già ripristinata
Minneapolis	T4 2026	T3 2025
Austin	T1 2027	T1 2026
Washington D.C.	T2 2027	T1 2026
Livello nazionale	T3 2027	T1 2026
Charlotte	T4 2027	T4 2026
San Francisco	T4 2027	T4 2026
Boston	T2 2028	T1 2027
Portland	T3 2028	T2 2027
Atlanta	T1 2029	T1 2028
San Diego	T1 2029	T1 2028
Dallas	T2 2029	T1 2028
New York	T2 2029	T2 2028
Phoenix	T1 2030	T1 2029
Seattle	T1 2030	T1 2029
Denver	T2 2030	T1 2029
Tampa	T4 2030	T4 2029
Las Vegas	T3 2031	T1 2030
Los Angeles	T4 2032	T4 2031
Miami	T1 2035	T1 2034

Fonti: Federal Home Loan Mortgage Corporation, National Association of Home Builders, National Association of Realtors, Haver Analytics. Dati a dicembre 2023.

Nota: l'accessibilità economica a livello regionale è calcolata utilizzando il prezzo mediano dell'abitazione nella regione con una caparra del 20% e il tasso ipotecario fisso a 30 anni di Freddie Mac. Per determinare l'indice di accessibilità abitativa, il reddito familiare mediano viene diviso per la rata del mutuo annualizzata. La proiezione del reddito familiare mediano prevede una crescita del reddito rettificata in base al filtro HP (Hodrick-Prescott Lambda = 500) prevalente su base annua. Il calo dell'1% del tasso ipotecario è ipotizzato in misura dello 0,25% per trimestre. L'analisi presuppone che i prezzi delle abitazioni rimangano stabili.



04

Incremento della produttività

L'allentamento della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea (BCE) probabilmente sosterrà la crescita economica, ma difficilmente riuscirà a porre rimedio alla debolezza della produttività europea. In Europa, la produttività del lavoro è inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto a quella che era stata stimata dai previsori prima della pandemia. Questo divario si traduce in una perdita di produzione cumulativa pari a circa 2.200 miliardi di Euro dal 2019. Ciò è in netto contrasto con gli Stati Uniti, che hanno leggermente superato le aspettative pre-pandemia.⁵

Come mai questo ritardo di produttività in Europa? I motivi sono diversi. La dipendenza dell'Europa da fonti energetiche esterne (il prezzo del gas naturale in Europa è quasi 30 volte superiore a quello degli Stati Uniti), la minore dinamicità del settore tecnologico e la minore flessibilità del mercato del lavoro.

Forse la più grande spinta alla produttività globale nel prossimo decennio verrà dall'IA, un settore in cui le aziende statunitensi vantano una posizione dominante sia nell'ambito della ricerca che in quello degli investimenti. Nel 2023, gli investimenti privati nell'IA negli Stati Uniti ammontano a quasi 70 miliardi di Dollari. A titolo di confronto, in Germania, Francia e Svezia gli investimenti sono stati inferiori a 2 miliardi di Dollari.⁶

Se gli aumenti di produttività determinati dall'intelligenza artificiale saranno sostenuti, potrebbero spingere la crescita del PIL senza generare inflazione (e compensare le pressioni derivanti dall'invecchiamento della popolazione).

Ciò potrebbe sostenere i rendimenti azionari aumentando ricavi e margini. Anche sul versante politico, l'aumento della produttività potrebbe rendere i disavanzi più gestibili, in quanto una maggiore crescita economica aumenterebbe il gettito fiscale.

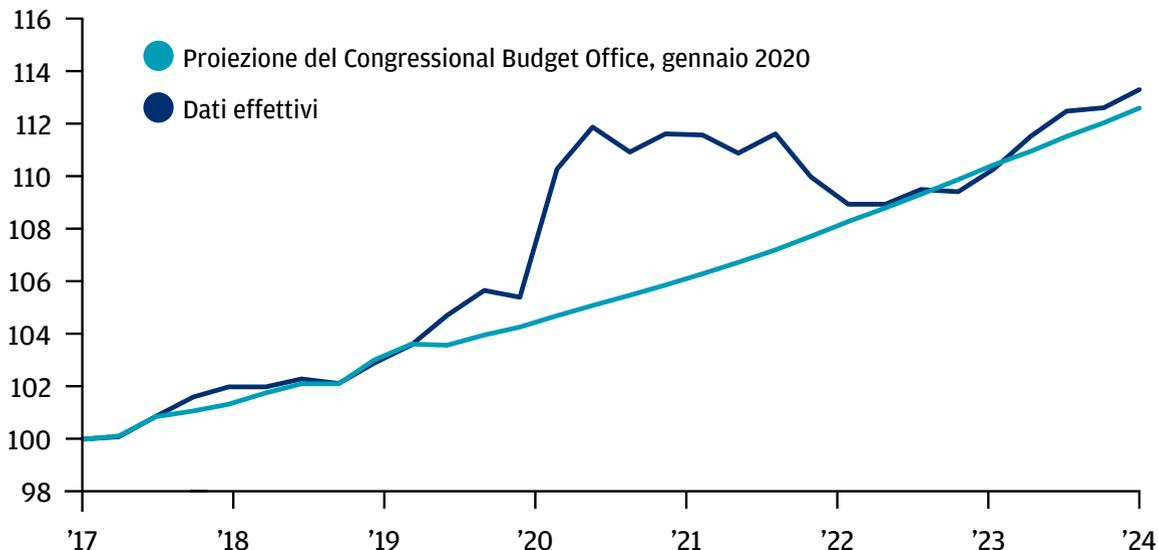
Le difficoltà dell'Europa in materia di produttività interna non significano che gli investitori debbano ignorare le migliori aziende europee. Le 50 società europee più importanti generano solo il 40% circa dei loro ricavi in Europa e i "campioni nazionali" all'interno di questo gruppo sono realtà globali dominanti e operatori di prim'ordine. Ciò nonostante, preferiamo le azioni statunitensi a quelle europee, nel 2025.

⁵ La crescita relativamente vigorosa della produttività statunitense non è stata probabilmente stimolata dall'intelligenza artificiale, perlomeno non ancora. Piuttosto, le turbolenze del mercato del lavoro verificatesi tra il 2021 e il 2022 potrebbero aver portato a un abbinamento migliore tra le competenze dei dipendenti e le mansioni offerte dai datori di lavoro. Sembra lecito supporre che l'integrazione della tecnologia dell'IA possa portare a un aumento cumulativo della produttività pari al 17% nei prossimi 20 anni. Per saperne di più

⁶ Meeker, M. (2024). IA + Universities. OBBLIGAZIONARIO.

UNA PIACEVOLE SORPRESA: LA PRODUTTIVITÀ DEGLI STATI UNITI HA SUPERATO LE ASPETTATIVE

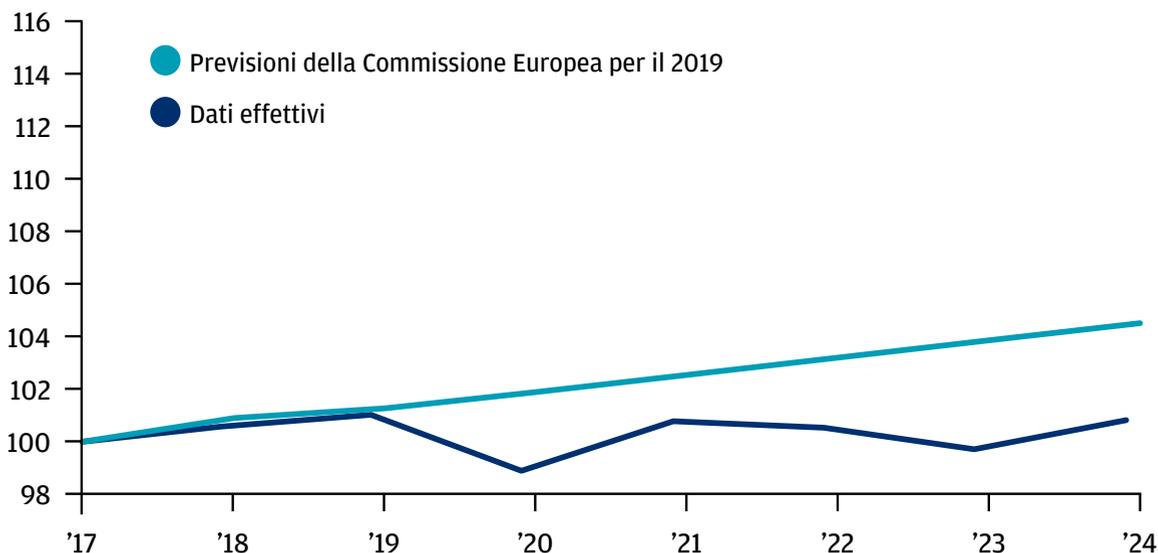
Indice di produttività della forza lavoro negli Stati Uniti, 100 = 2017



Fonti: Congressional Budget Office (CBO) e Bureau of Labor Statistics (BLS). Dati al 30 giugno 2024.

LA PRODUTTIVITÀ DELL'UE NON È STATA ALL'ALTEZZA DI ASPETTATIVE GIÀ BASSE

Indice di produttività della forza lavoro nell'Unione Europea, 100 = 2017



Fonte: Commissione Europea. Dati al 1° gennaio 2024.

05

Aumento delle transazioni



LA LIQUIDITÀ DEL MERCATO DEI CAPITALI STA INIZIANDO A RECUPERARE

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. Dati al 30 settembre 2024.
Nota: per liquidità si intende l'emissione di IPO, obbligazioni HY e Leveraged Loan.

Il calo dei tassi d'interesse e un contesto normativo meno vincolante potrebbero contribuire a una nascente ripresa delle transazioni, che dal 2021 in poi sono rimaste sostanzialmente congelate. Il rialzo dei tassi, i rischi di recessione e le tensioni geopolitiche hanno comprensibilmente indotto i team di gestione alla prudenza, nonostante gli ottimi utili aziendali. Le attività di fusione e acquisizione sono ai minimi dal 2013.

La limitata liquidità del mercato dei capitali è stata non solo una causa, ma anche un sintomo del limitato flusso di negoziazioni. **Alla ricerca di liquidità, gli investitori di private equity stanno sempre più spesso rivolgendosi ai mercati secondari, dove i volumi hanno raggiunto livelli record.** Nel settore del private credit sono emersi anche nuovi "strumenti" di liquidità, come i finanziamenti di portafoglio (prestiti NAV) e le ricapitalizzazioni di singoli attivi.

Ma i dealmaker nutrono ora una maggiore fiducia. I tassi di riferimento stanno scendendo e il contesto normativo sarà probabilmente più favorevole.

Poiché le transazioni che si sono accumulate finora sono pronte per essere affrontate, l'aumento dei prestiti privati dovrebbe contribuire a farle ripartire. Vi sono opportunità in tutta la struttura del capitale. Il direct lending senior garantito continuerà a finanziare le transazioni sostenute dagli sponsor di private equity. Le società applicheranno soluzioni di capitale junior e strutturato per sostenere la crescita strategica, ottimizzare le strutture del debito e offrire flessibilità nel pagamento degli interessi.

Chi saranno i probabili beneficiari di un ambiente migliore per i dealmaker? Le banche di Wall Street, le società di private equity e private credit e i titolari di aziende private.

Parte 02

Accelerazione degli investimenti di capitale

IA: carta vincente oppure flop?

Settore sanitario: una rivoluzione in atto

Automazione e robotica

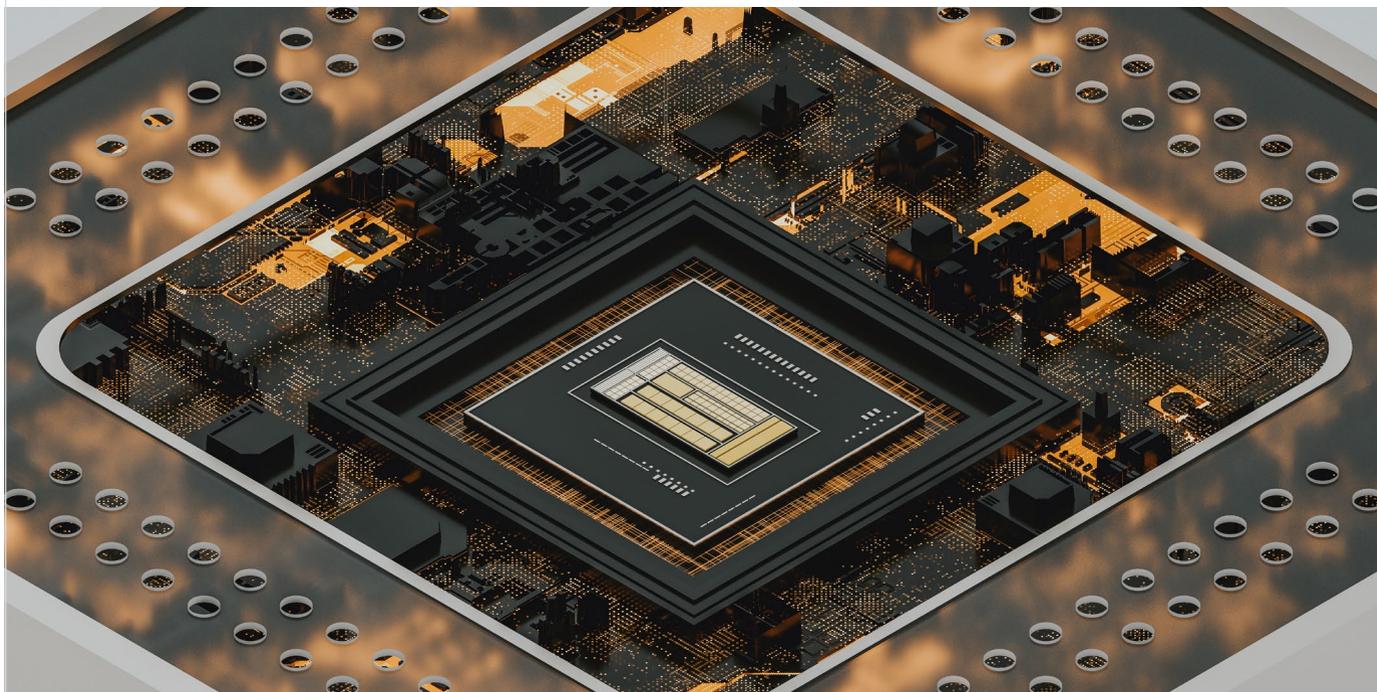
La costruzione di un'infrastruttura elettrica

La sicurezza ridefinita



Aziende e governi sono pronti a spendere: il 2025 sarà l'anno degli investimenti. I margini sono elevati, gli utili e la fiducia dei vertici societari stanno crescendo e le autorità si stanno concentrando sul sostegno alla crescita. Ci sono tre tendenze globali che richiedono investimenti enormi: IA, elettricità ed energia, e sicurezza.





06

IA: carta vincente oppure flop?

Sì, le grandi aziende tecnologiche statunitensi hanno aperto il rubinetto della spesa per l'intelligenza artificiale, ma siamo appena agli inizi. Riteniamo che nei prossimi anni gli investimenti nell'IA possano decollare, grazie ai rapidi miglioramenti dei modelli di IA e all'adozione da parte delle imprese.⁷ **Pensiamoci un attimo: l'intelligenza artificiale potrebbe avere un impatto su tutti i servizi in ambito economico.**

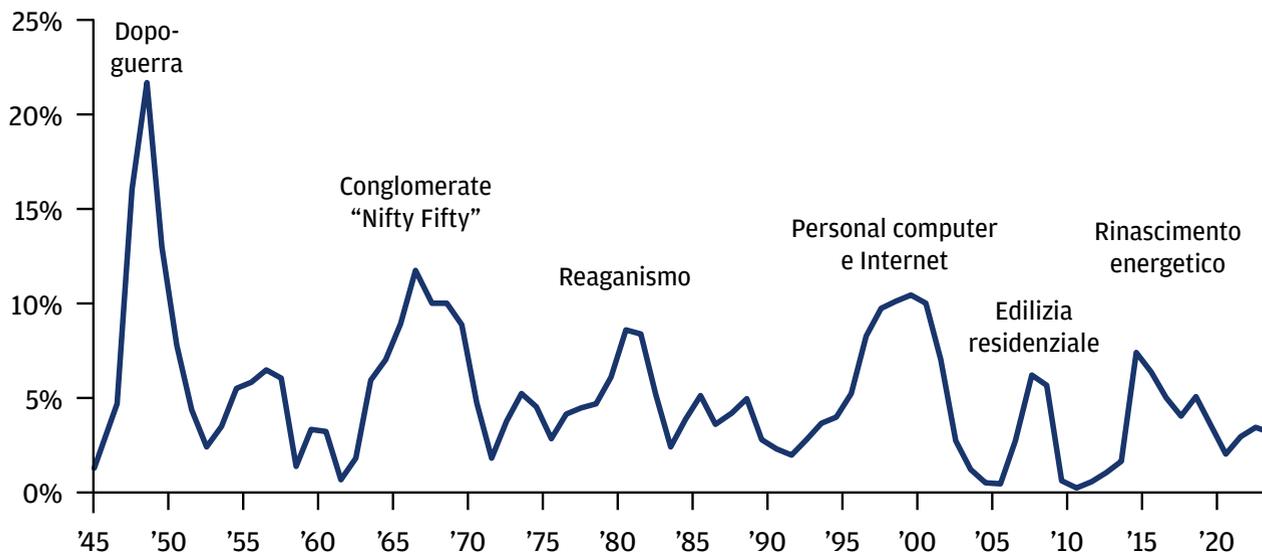
Perché nutriamo un simile ottimismo? Innanzitutto, perché i modelli di intelligenza artificiale stanno migliorando a un ritmo vertiginoso. Nel 2021, i modelli linguistici di grandi dimensioni (LLM, un tipo di IA) erano in grado di rispondere con precisione a meno del 10% dei quesiti matematici da competizione. Nel 2024 questa quota è salita al 90%.⁸

Inoltre, i modelli stanno diventando anche meno costosi: il prezzo per token sia del modello GPT-4o mini di OpenAI, più performante, sia del modello Haiku Claude 3.5 di Anthropic è sceso del 90-98% rispetto ai modelli precedenti.

In secondo luogo, gli investimenti societari in generale sono stati relativamente blandi, attestandosi un ritmo annuo del 2,5%. A titolo di confronto, alla fine del boom delle dot com, all'inizio del nuovo millennio, gli investimenti societari si attestavano a un tasso annuo del 10% (su una base mobile di cinque anni). In altre parole, vi è ampio spazio per le aziende di ogni settore per aumentare la spesa destinata all'intelligenza artificiale man mano che i casi d'uso diventano più chiari... e convincenti.

C'È SPAZIO PER UN BOOM DEGLI INVESTIMENTI AZIENDALI

Variazione annualizzata a 5 anni della spesa per investimenti delle aziende, %



Fonti: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Dati al 31 dicembre 2023.

In terzo luogo, vediamo che l'intelligenza artificiale può "trasformare il lavoro in software", per usare le parole di Sequoia Capital.⁹ Man mano che i modelli miglioreranno la capacità di ragionare, anziché limitarsi a generare risposte preconfezionate, contribuiranno a creare opportunità per rivoluzionare il settore dei servizi. Avvocati specializzati in IA, programmatori specializzati in IA e - possiamo osare? - strategist di investimento che si servono dell'IA potrebbero diventare una realtà quotidiana.

I mercati pubblici e i loro partner privati hanno instaurato una forte presenza nell'infrastruttura digitale dell'IA. Anche le aziende dei settori industriale e di servizi, che forniscono i componenti fisici e l'energia necessari per l'IA, continueranno probabilmente a beneficiarne. Infine, le aziende che sapranno migliorare in modo più efficace la struttura dei costi e aumentare la produttività integrando gli strumenti dell'IA nei rispettivi flussi di lavoro dovrebbero generare performance migliori.

Nei mercati privati, le valutazioni dei pure-play dell'IA sono gonfiate, ma rileviamo ancora opportunità di investimento nelle startup che possono automatizzare le proprie attività e offrire risparmi alle aziende. Il valore potrebbe essere creato anche da potenziali applicazioni in grado di aiutare

i consumatori a sfruttare al meglio la tecnologia. Più di 20 grandi aziende operanti nel settore delle applicazioni (ad esempio, Salesforce, Meta, Uber) sono state create durante la transizione al cloud e alla telefonia mobile.¹⁰ L'intelligenza artificiale potrebbe creare un ecosistema analogo.

Ovviamente l'adozione dell'IA potrebbe subire delle battute d'arresto. La regolamentazione potrebbe soffocare l'innovazione. L'approvvigionamento energetico potrebbe rivelarsi oneroso. E i modelli potrebbero esaurire i dati utilizzati per l'addestramento. Ma la nostra analisi, che guarda oltre i facili entusiasmi e attinge alle lezioni della storia, ci dice che l'IA offre notevoli opportunità di investimento. Riteniamo che la tesi rialzista per l'economia globale e i mercati azionari sia chiaramente visibile per l'anno prossimo e per quelli successivi.

⁷ Bick, A., Blandin, A. e Deming, D. J. (2024). The Rapid Adoption of Generative AI. National Bureau of Economic Research.

⁸ Jensen, G., Narayan, A., Greene, A. e Simon, L. (2024). Is an AI Bubble Ahead of Us or Behind Us? Bridgewater.

⁹ Pur aspettandoci che l'aumento della produttività derivante dall'IA coincida con un possibile aumento dei rivolgimenti nel mondo del lavoro, vi sono a nostro avviso prove concrete che vi sarà un aumento dell'occupazione netta e stiamo già assistendo alla mobilitazione delle aziende per potenziare le pipeline dei talenti attraverso l'upskilling e il reskilling.

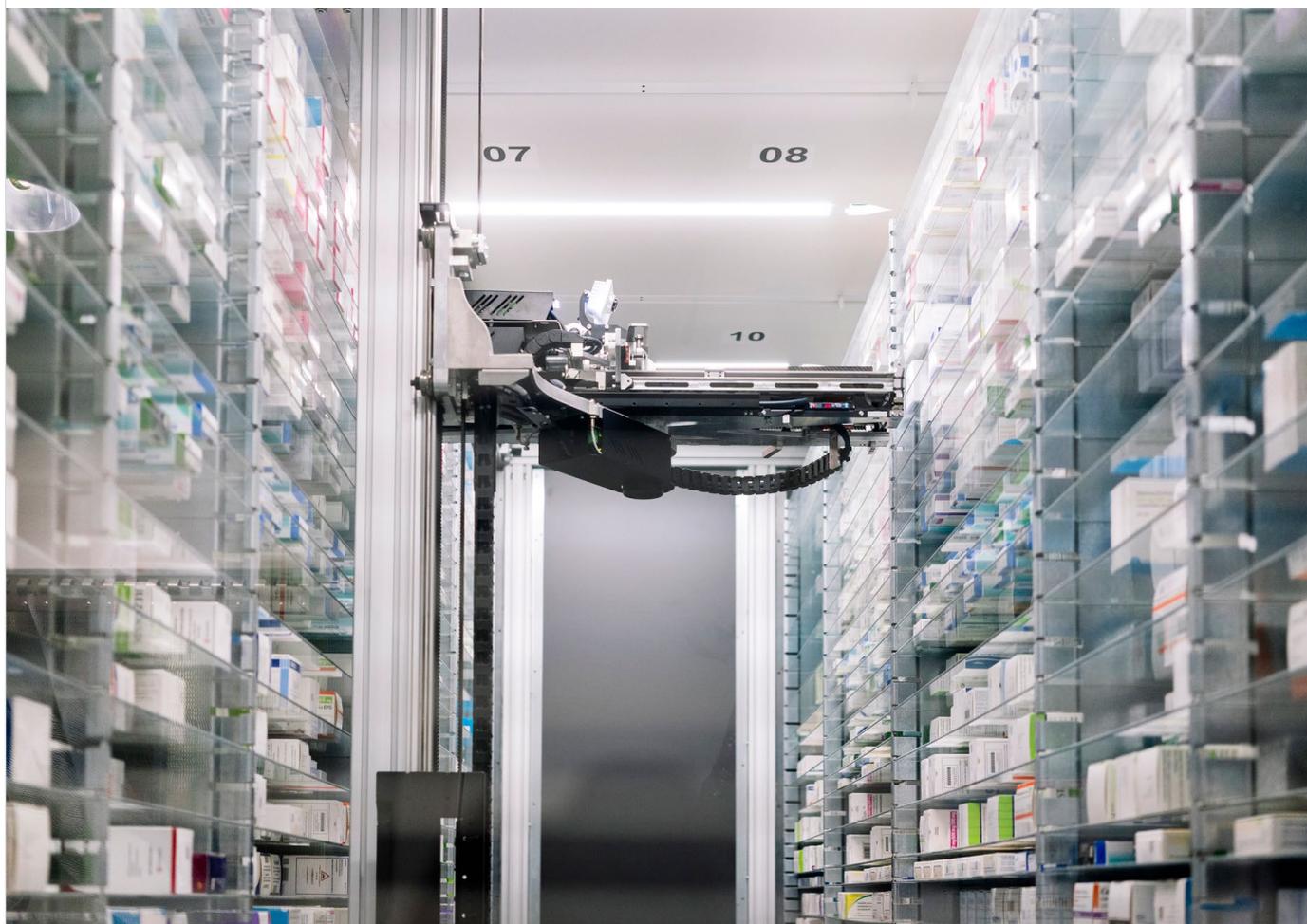
¹⁰ Huang, S. e Grady, P. (2024). Generative AI's Act 01: The Agentic Reasoning Era Begins.

07 Settore sanitario: una rivolu- zione in atto

L'intelligenza artificiale potrebbe avere presto un forte impatto sul settore dell'assistenza sanitaria.

Il grafico aiuta a capire perché. I settori che potrebbero essere maggiormente influenzati dall'IA presentano un'elevata incidenza del costo del lavoro per mansioni suscettibili di essere agevolate o sostituite dagli LLM. Ad esempio, il settore delle tecnologie sanitarie comporta un costo del lavoro pari al 35% circa del fatturato.

Allo stesso tempo, gli economisti stimano che il 65% delle mansioni svolte dai dipendenti del settore tecnologico sanitario sia esposto agli effetti dirompenti dell'IA. Ad esempio, aziende come Veeva Systems, Teladoc e GoodRx, che forniscono soluzioni software lungo tutta la catena di valore dell'assistenza sanitaria, potrebbero ridurre il costo del lavoro e aumentare i ricavi integrando l'intelligenza artificiale nelle proprie attività.¹¹

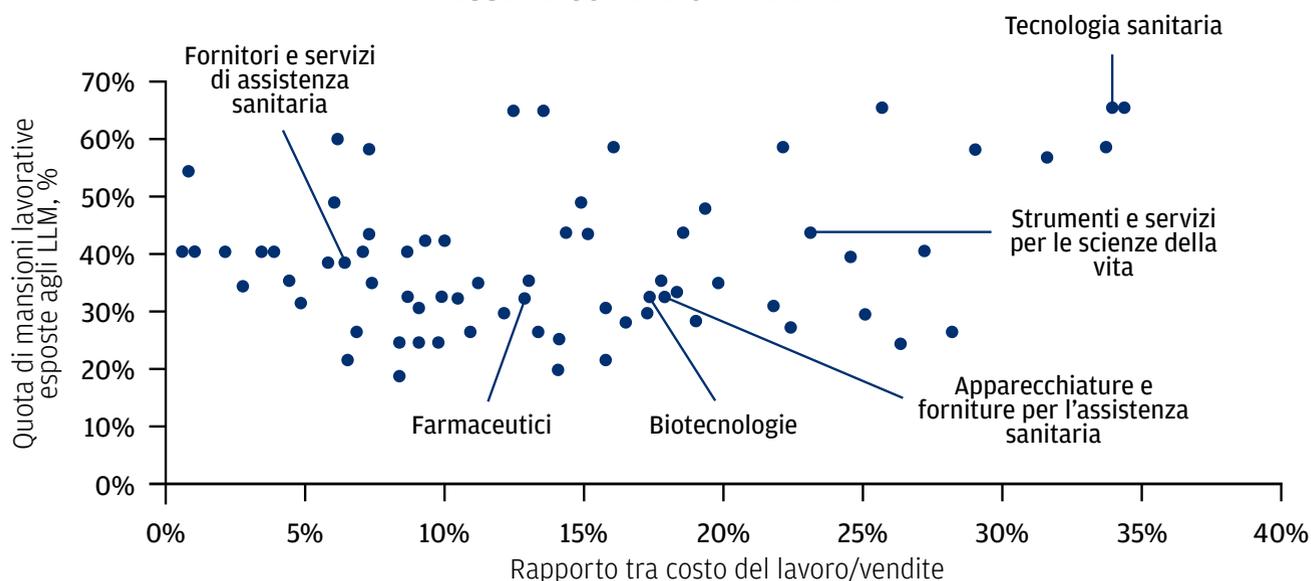


ACCELERAZIONE DEGLI INVESTIMENTI DI CAPITALE

Nel settore farmaceutico e in quello biotecnologico, l'intelligenza artificiale potrebbe inoltre migliorare la qualità e la quantità dei farmaci che passano dalla fase iniziale di sperimentazione al mercato. Attualmente, solamente il 7% dei nuovi farmaci viene immesso sul mercato. Un aumento del 5% di questa percentuale di successo potrebbe tradursi in 60 nuovi farmaci e 70 miliardi di Dollari di ulteriori ricavi su un arco di 10 anni.¹² Nell'ambito dei servizi delle scienze della vita, le aziende potrebbero utilizzare l'intelligenza artificiale per ottimizzare la pianificazione dei trial farmacologici, dall'individuazione dei composti alla selezione dei partecipanti.

Siamo inoltre convinti che i farmaci GLP-1 continueranno a stimolare la crescita dei ricavi (i farmaci a base di glucagon-like peptide tengono sotto controllo la glicemia e inibiscono l'appetito). **Secondo le nostre stime, il mercato complessivo raggiungibile potrebbe passare dai 16 milioni di persone, tra Stati Uniti e Unione Europea nel 2027, a oltre 40 milioni di persone.** Oltre ai farmaci GLP-1, puntiamo a individuare le aziende del settore sanitario in grado di utilizzare l'intelligenza artificiale per modernizzare i propri modelli di business e favorire la crescita degli utili. Gli esempi più evidenti sono quelli della chirurgia robotica e delle tecnologie di imaging utilizzate a fini diagnostici.

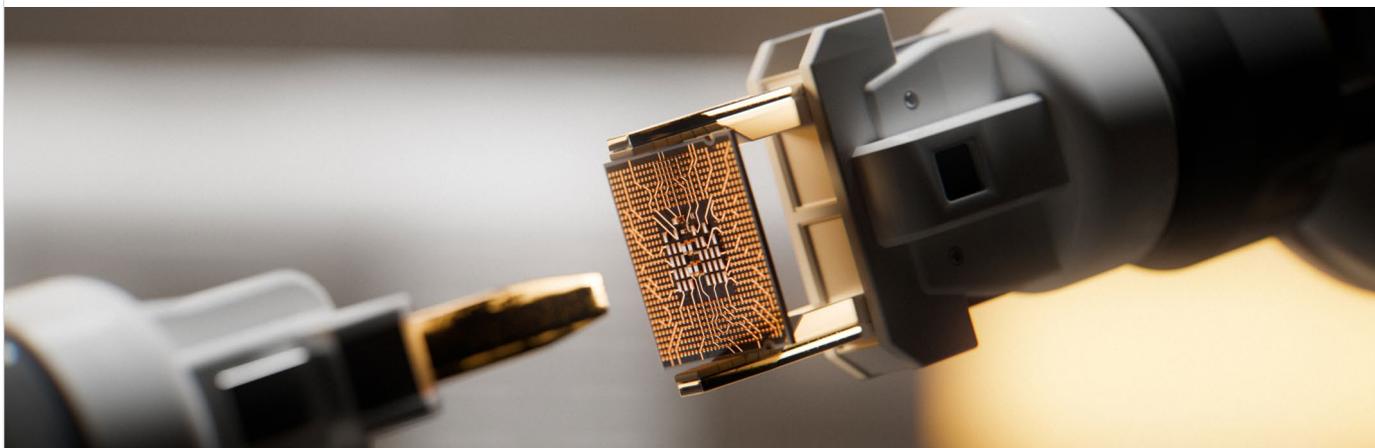
CHI SEMBRA ESSERE VULNERABILE? LE TECNOLOGIE DELL'ASSISTENZA SANITARIA POTREBBERO ESSERE CONDIZIONATE DALL'IA



Fonti: analisi di Empirical Research Partners su 72 gruppi industriali GICS per azioni a large e small cap. Eloundou, T., Manning, S., Mishkin, P. e Daniel Rock. "GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models". Dati a maggio 2024.

¹¹ Le violazioni di dati nel settore sanitario sono le più costose di qualsiasi altro settore, con una media di 9,8 milioni di Dollari per violazione - circa il 60% in più rispetto al settore finanziario, che occupa il secondo posto - a causa della vulnerabilità delle tecnologie tradizionali e delle rigide norme sulla privacy. Se da un lato l'intelligenza artificiale amplifica questa minaccia, consentendo ai criminali informatici di sferrare attacchi più sofisticati, dall'altro ha aiutato le aziende a ridurre del 33% i costi derivanti dalle violazioni, se utilizzata in modalità difensiva.

¹² Morgan Stanley. (2022). Why Artificial Intelligence Could Speed Drug Discovery.



08 Automa- zione e robotica

Gli investimenti nell'IA comporteranno anche un'accelerazione dell'adozione dell'automazione e della robotica, con effetti sui settori dell'industria e dei beni di consumo. Nei prossimi cinque anni, le società del settore industriale statunitense sono intenzionate a stanziare tra il 25 e il 30% della spesa in conto capitale a favore dell'automazione, in aumento rispetto al 15-20% dell'ultimo quinquennio.¹³

Questo tema non è una novità. I robot monofunzione esistono da oltre mezzo secolo e finora i rendimenti generati dal settore della robotica per gli investitori sono stati modesti. Ma pensiamo che il contesto stia diventando sempre più favorevole per un ampliamento delle applicazioni. Con l'aumento dell'accessibilità dei dati di addestramento e il calo dei costi dell'hardware, i robot generici potrebbero essere sempre più vicini a raggiungere la capacità di "ragionare". **A livello globale, le imprese hanno investito oltre 4 miliardi di Dollari per finanziare più di 20 robot "umanoidi".¹⁴**

Prima o poi i robot (umanoidi e non) potrebbero diventare parte integrante della nostra vita quotidiana. Waymo sta già offrendo più di 100.000 corse in taxi a guida autonoma ogni settimana.¹⁵

L'assistenza sanitaria e la difesa sono altri due settori in cui la robotica diventerà una realtà sempre più diffusa. Nel mese di ottobre, Intuitive Surgical ha consegnato 110 dei suoi sistemi di chirurgia robotica semiautonoma basata sulla tecnologia IA Da Vinci 5, superando abbondantemente i 70 sistemi piazzati nel trimestre precedente. Nel corso dell'anno, l'aeronautica militare statunitense ha annunciato una commessa ad Anduril e General Atomics per lo sviluppo di velivoli da combattimento autonomi collaborativi. Il Dipartimento della Difesa prevede di spendere quasi 3 miliardi di Dollari l'anno per il programma, di qui al 2029.

Ravvisiamo opportunità di investimento sia nei mercati pubblici che in quelli privati, tra le aziende del settore dei semiconduttori che garantiscono la potenza di calcolo necessaria, le aziende specializzate in software che sfruttano tale potenza, le aziende del settore industriale che traggono vantaggio da una maggiore efficienza e le aziende del settore dei beni di consumo in grado di offrire un prodotto innovativo e rivoluzionario.

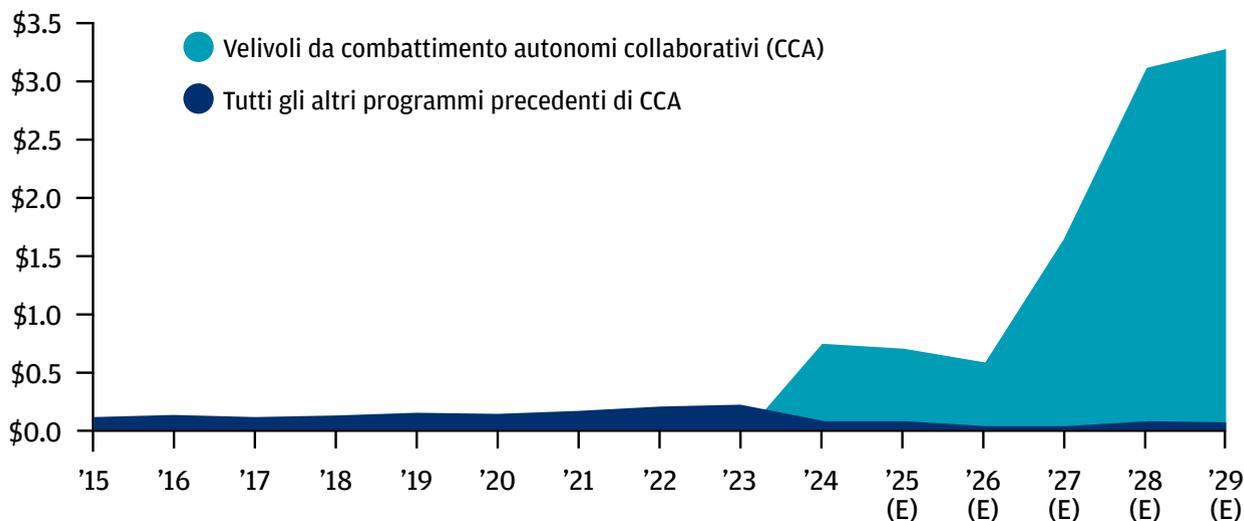
¹³ Ajewole, F., Kelkar, A., Moore, D., Shao, E. e Thiritha, M. (2023). Unlocking the industrial potential of robotics and automation. McKinsey & Company.

¹⁴ Viswanath, S., Khanna, V., Liang, Y., Srinivas, A. e Cherian, Z. (2024). Robotics won't have a ChatGPT Moment. Coatue.

¹⁵ Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

LA SPESA PER I VELIVOLI AUTONOMI È DESTINATA AD AUMENTARE

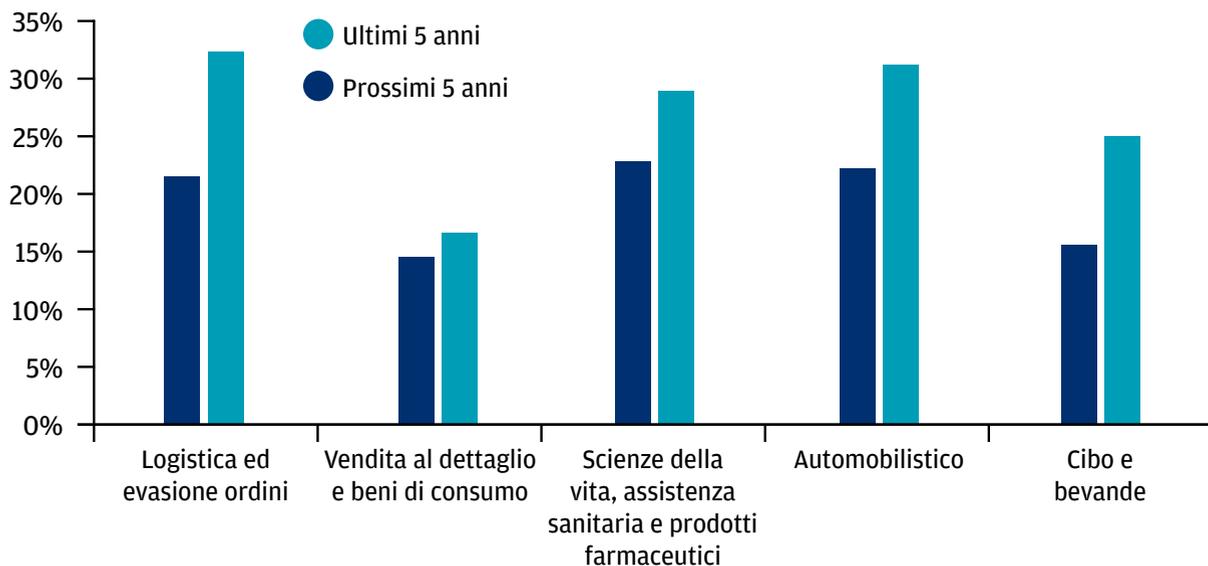
Spesa del Dipartimento della Difesa per alcuni programmi di velivoli autonomi, in miliardi di Dollari



Fonte: analisi CSIS delle richieste di bilancio RDT&E del Dipartimento della Difesa per il periodo 2015-29. Dati al 6 agosto 2024.
 Nota: la cifra del CCA per il 2024 include una richiesta di riprogrammazione del budget per 150 milioni di Dollari.

L'AUTOMAZIONE POTREBBE RAPPRESENTARE IL 25% DEGLI INVESTIMENTI INDUSTRIALI NEI PROSSIMI 5 ANNI

Quota media di investimenti in automazione per settore come % della spesa in conto capitale



Fonte: McKinsey & Company. Dati 2022.

09

La costruzione di un'infrastruttura elettrica

Riteniamo che gli investimenti nel settore dell'energia elettrica siano sul punto di registrare un boom, per tre motivi fondamentali: la reindustrializzazione del settore manifatturiero statunitense, l'aumento dei consumi elettrici legato alle soluzioni basate sull'energia pulita e l'aumento della domanda da parte dei data center. In generale, ci aspettiamo che nei prossimi 3-5 anni la crescita della domanda energetica negli Stati Uniti aumenti di 5-7 volte.

La crescita dei data center è un fenomeno globale. Il numero di data center statunitensi, che rappresentano il 40% del mercato globale, cresce a un ritmo annuo del 25% circa. Nel primo trimestre del 2024, i mercati dei data center in Europa, America Latina e nella regione Asia-Pacifico hanno conosciuto una crescita dell'inventario rispettivamente del 20%, del 15% e del 22% rispetto all'anno precedente.¹⁶

L'aumento di potenza dei data center richiede una maggiore quantità di acqua per il raffreddamento e la produzione di chip, spesso in aree già esposte a uno stress idrico. Si stima che il consumo idrico da parte dei data center a livello mondiale crescerà del 6% l'anno.¹⁷ I grandi impianti di produzione di componenti a semiconduttori utilizzano la stessa quantità d'acqua di 300.000 abitazioni.¹⁸ Scorgiamo opportunità nell'ambito delle infrastrutture idriche e delle soluzioni di efficientamento, in concomitanza con un aumento dei consumi di energia elettrica.



È probabile che la maggior produzione di energia elettrica verrà assicurata da centrali nucleari. Notiamo che il mercato azionario ha accolto con favore l'accordo tra Constellation Energy e Microsoft per il riavvio della centrale nucleare di Three Mile Island volto a fornire l'elettricità necessaria ai data center del colosso tecnologico. Questo evento dovrebbe stimolare nuovi reinvestimenti nell'energia nucleare. Di fatto, l'impennata del Nuclear Renaissance Index (+75% da inizio anno) si basa sulle speculazioni del mercato secondo cui nei prossimi anni verranno introdotti con successo reattori modulari di piccole dimensioni.

Anche se le fonti di energia rinnovabile continueranno a crescere (l'Agenzia Internazionale per l'Energia ritiene che per ogni dollaro investito nei combustibili fossili, se ne investono 2 nelle energie pulite), i costi di latenza, trasmissione e stoccaggio fanno sì che il gas naturale rimanga una fonte energetica imprescindibile.¹⁹

Gli investitori che vogliono approfittare dell'aumento della domanda di energia possono puntare sui fondi infrastrutturali, sulla produzione di elettricità e sulle utility.

¹⁶ CBRE. (2024). Global Data Center Trends 2024. CBRE. Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

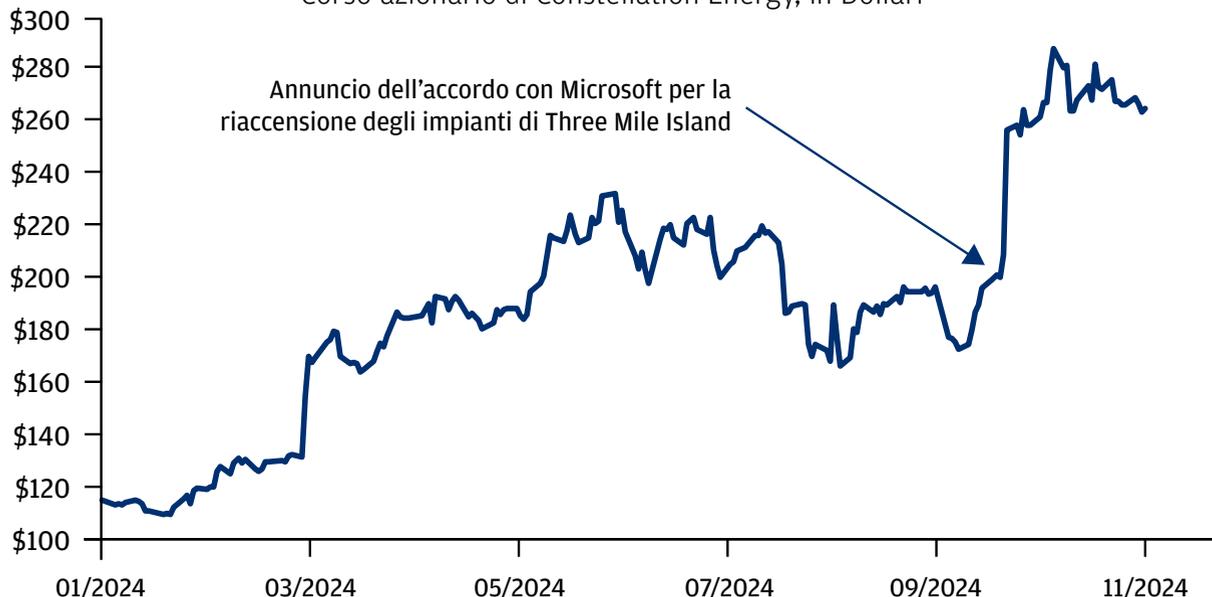
¹⁷ Walsh, A. (2023). Behind the Data: Unveiling the Water Footprint of Artificial Intelligence. Bluefield Research.

¹⁸ Hess, J. C. (2024). Chip Production's Ecological Footprint: Mapping Climate and Environmental Impact. Interface.

¹⁹ Agenzia Internazionale per l'Energia. (2024). Quest'anno gli investimenti nelle energie pulite saranno il doppio di quelli destinati ai combustibili fossili.

IL MERCATO HA ESPRESSO IL SUO CONSENSO A UN'ESPANSIONE DEL RICORSO ALL'ENERGIA NUCLEARE

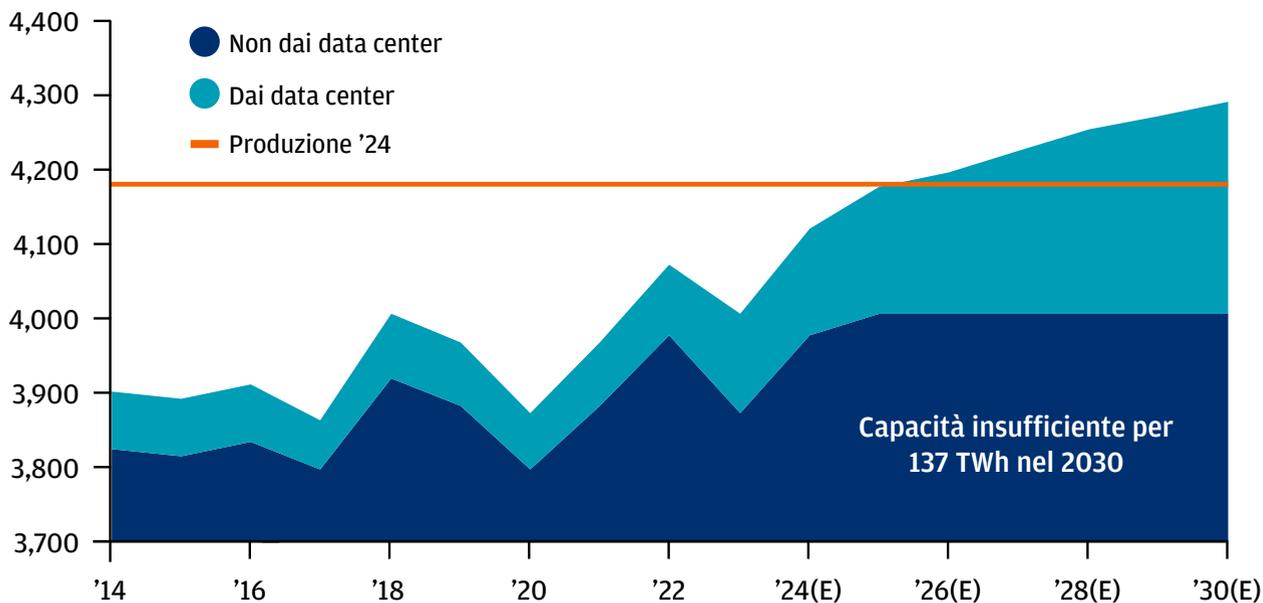
Corso azionario di Constellation Energy, in Dollari



Fonte: FactSet. Dati al 31 ottobre 2024.

I DATA CENTER POTREBBERO SCATENARE UN'IMPENNATA DELLA DOMANDA DI ENERGIA ELETTRICA

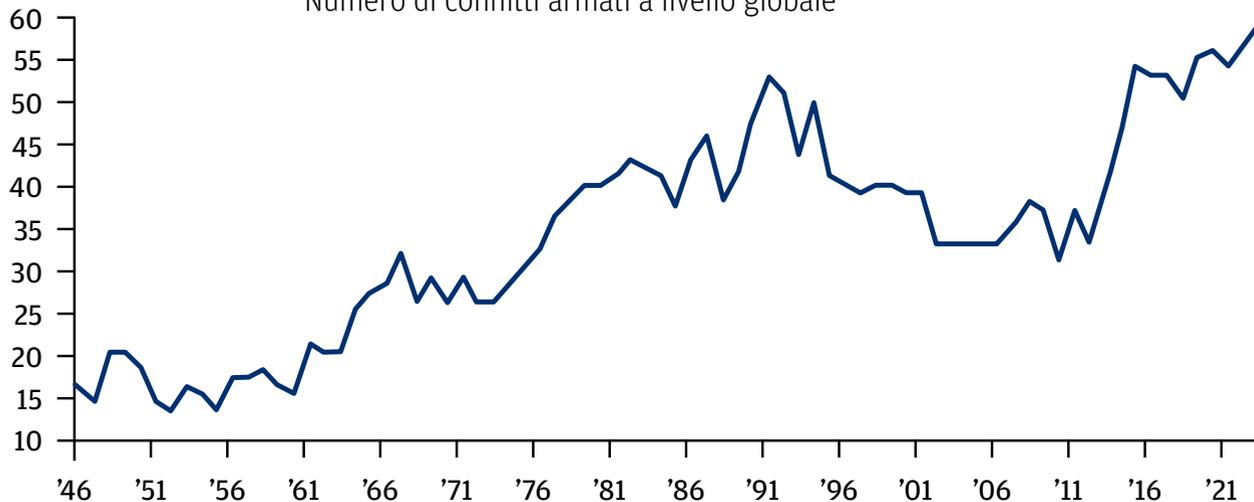
Domanda di energia elettrica negli Stati Uniti e capacità di produzione nel 2024, in TWh



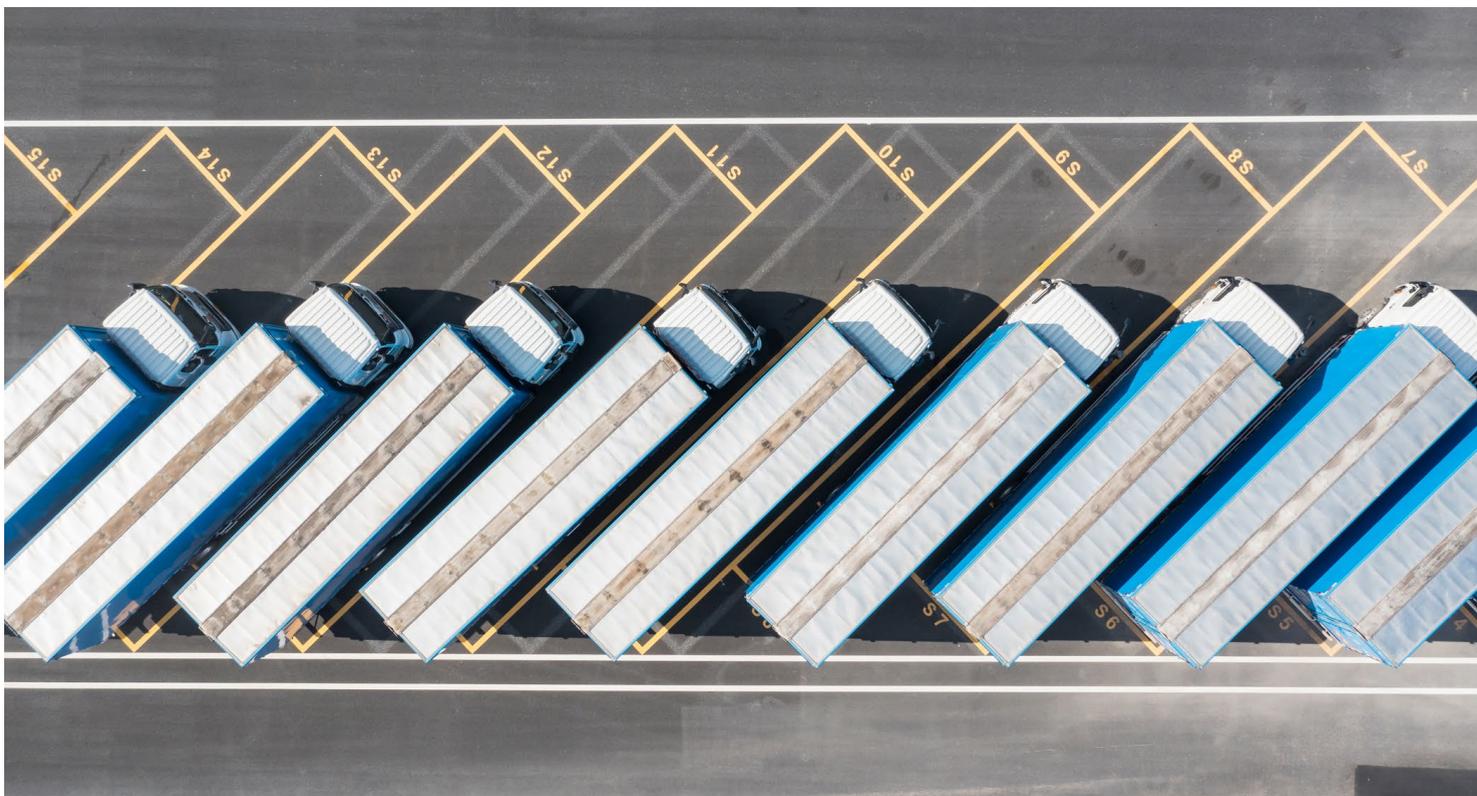
Fonti: EIA, McKinsey & Company, Public Power, Bernstein. Dati al 31 dicembre 2023.

I CONFLITTI ARMATI SONO AI MASSIMI DA 80 ANNI

Numero di conflitti armati a livello globale



Fonti: UCDP, Davies, Shawn, Therese Pattersson, Magnus Öberg, Gleditsch, Nils Petter, Peter Wallensteen, Mikael Eriksson, Margareta Sollenberg e Håvard Strand. Dati al 31 dicembre 2023.



10

La sicurezza ridefinita

Quando i governi riesamineranno lo scenario della sicurezza nazionale, è probabile che aumenteranno il livello degli investimenti in questo settore. Il tema della sicurezza non riguarda solo la difesa militare tradizionale, ma anche la sicurezza informatica, le risorse naturali strategiche, la produzione di energia, i trasporti e le infrastrutture. Riteniamo che i mercati non comprendano ancora appieno le prospettive di investimento che questo cambiamento strutturale determinerà.

Negli Stati Uniti, il governo sembra intenzionato a confermare gli incentivi alla produzione interna di beni strategici. Le azioni di un produttore di chip con sede nella Carolina del Nord hanno registrato un'impennata del 40% quando ha beneficiato di un finanziamento di 750 milioni di Dollari nell'ambito del CHIPS Act per la costruzione di due nuovi stabilimenti per la produzione di componenti a semiconduttori negli Stati Uniti.

Inoltre, sottolineiamo l'obiettivo del governo degli Stati Uniti che punta a diversificare la propria dipendenza da un pugno di specialisti del settore aerospaziale e della difesa²⁰ (che oggi rappresentano il 90% del budget per la produzione di armi degli Stati Uniti.)²¹ ed espandere la platea di fornitori passando ad aziende commerciali consolidate e a startup con competenze in settori come l'AI, l'apprendimento automatico e la tecnologia 5G. Il mercato della difesa potrebbe generare ricavi e quote di mercato per aziende che non rientrano nel tradizionale settore della difesa.

Il budget del Dipartimento della Difesa si è dimezzato come percentuale del PIL rispetto all'apice raggiunto durante la Guerra Fredda. Tra gli Stati membri dell'Unione Europea che fanno parte della NATO, 16 su 23 sono attualmente sulla buona strada per superare la soglia del 2% del PIL in termini di spesa militare nel 2024.

Dieci anni fa, il contributo medio dei Paesi membri era pari ad appena l'1,2% del PIL. La spesa militare globale sembra avere margini di crescita, soprattutto in ambiti come le armi basate sulla rete, che potrebbero prevedere la collaborazione uomo-macchina o essere completamente autonome.

I problemi di sicurezza dell'Europa ne rispecchiano la dipendenza da fonti esterne per beni e materie prime di importanza strategica. L'Unione Europea importa oltre il 90% dei prodotti e dei servizi digitali, dipende dall'Asia per il 75-90% della capacità di produzione di wafer e si affida alla Cina per il 70% delle materie prime più importanti come nichel, rame e cobalto.²²

Le economie del BRICS+²³ controllano 5 volte le riserve di gas naturale del G7, hanno 3 volte il personale militare attivo e il doppio delle riserve petrolifere e della produzione di uranio.²⁴ L'anno scorso la Russia ha aumentato del 25% la spesa per la difesa, toccando un nuovo record.²⁵

Nel complesso, riteniamo che la spesa globale per la sicurezza sarà paragonabile agli investimenti annuali nel cloud computing e nell'e-commerce del primo decennio di questo secolo. Lo sviluppo dei settori dei semiconduttori, delle infrastrutture e di centrali elettriche affidabili ed economicamente sostenibili non sono solo elementi fondamentali per la sicurezza nazionale, ma anche per la competizione economica globale.

Siamo in cerca di opportunità nei settori dell'industria, delle utility, dei materiali e dell'energia. Tutti i settori, tranne quello dell'industria, vengono scambiati con uno sconto rispetto al mercato in generale. **Gli investitori non sembrano credere molto in queste società per quanto riguarda la crescita futura degli utili, che secondo noi nei prossimi anni sarà quasi doppia rispetto a quella del mercato.**

Nei mercati privati, gli investitori possono scoprire prospettive interessanti tra le aziende di minori dimensioni specializzate nell'innovazione dei sistemi di difesa basati sulla tecnologia e nella sicurezza informatica.

²⁰ Ciò è aziende il cui unico cliente è lo Stato o quelle la cui unica esposizione commerciale è il settore aerospaziale.

²¹ Allen, G. C. e Berenson, D. (2024). Why Is the U.S. Defense Industrial Base So Isolated from the U.S. Economy? CSIS.

²² Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness. Commissione europea.

²³ Elenco dei paesi BRICS+.

²⁴ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

²⁵ Sauer, P. (2024). Last year, Russia boosted its defense budget by 25% to hit a new record. The Guardian.

Parte 03

Comprendere l'impatto delle elezioni

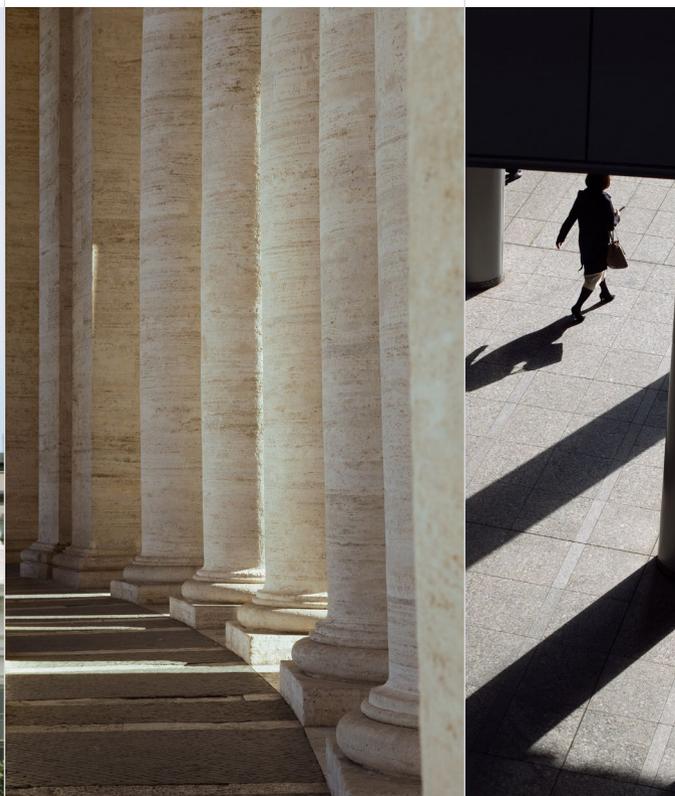
Trump 2.0

Politiche tributarie in
scadenza

Gestire la volatilità dei tassi

Rischio antitrust

L'ascesa dei movimenti
anti-establishment



Nel 2025, dopo essersi concentrati sui risultati delle elezioni, gli investitori possono iniziare a valutarne gli effetti. I risultati delle elezioni a livello mondiale influenzeranno la direzione delle politiche tributarie, del debito sovrano e dei disavanzi, della politica commerciale, delle iniziative antitrust e della popolarità dei candidati anti-establishment.



11 Trump 2.0

La vittoria decisiva di Trump e del Partito Repubblicano alle elezioni del 2024 getta le basi per il Trump 2.0. Cosa potrebbe significare questo sviluppo per i mercati e per l'economia? La deregolamentazione, l'aumento delle attività di fusione e acquisizione, l'attenzione per l'andamento dell'economia nazionale e le scarse possibilità di una riduzione delle aliquote dell'imposta sulle imprese sono gli elementi della tesi rialzista. In effetti, la reazione immediata del mercato all'esito elettorale ha mostrato che gli investitori stanno preferendo gli Stati Uniti al resto del mondo, insieme ai titoli small cap e agli istituti bancari regionali.

Tuttavia, le iniziative in favore della crescita potrebbero anche portare a un aumento dell'inflazione e a un ampliamento del disavanzo di bilancio. Infatti, i rendimenti dei Treasury Usa sono tornati verso i valori massimi dell'anno. Gli elevati tassi ipotecari potrebbero continuare a soffocare l'attività del mercato immobiliare residenziale e a esacerbare la crisi di accessibilità economica degli alloggi. La politica sui dazi doganali rappresenta forse il rischio maggiore per la crescita globale. Pur ritenendo improbabile l'imposizione di dazi generalizzati su tutte le importazioni, riteniamo invece plausibile l'imposizione di dazi su merci o partner commerciali specifici. Le eventuali ritorsioni dei partner commerciali aggraverebbero ulteriormente l'impatto negativo degli scambi commerciali globali.

Il risultato delle elezioni ci rende un po' meno ottimisti sugli attivi dei Mercati Emergenti, sulle materie prime industriali e sui prezzi dell'energia. Di fatto, la necessità di affrontare il Tax Cuts and Jobs Acts (TCJA) del 2017 incombe minacciosa sul 2025 e le potenziali ripercussioni economiche della politica fiscale si avvertiranno più probabilmente nel 2026.



12

Politiche tributarie in scadenza

L'anno prossimo il Congresso dovrà concentrarsi sulle politiche tributarie. Sul finire del 2025, molte disposizioni del TCJA del 2017 sono destinate a scadere. Se il Congresso non interviene, le aliquote fiscali individuali torneranno ai livelli del 2017, l'imposta minima alternativa colpirà un numero maggiore di soggetti ad alto reddito, la deduzione del 20% per i redditi d'impresa pass-through cesserà (colpendo molte società di persone, società a responsabilità limitata e imprese individuali) e l'esenzione dall'imposta sulle successioni, sulle liberalità e sui trasferimenti generazionali verrà dimezzata (da circa 28 milioni di Dollari a 14 milioni di Dollari per una coppia sposata). Ma soprattutto, l'aliquota fiscale del 21% inclusa nel TCJA è diventata una modifica permanente.

In generale, se le disposizioni temporanee del TCJA dovessero scadere, il risultato sarebbe un calo dell'1,8% del reddito al netto delle imposte per tutte le famiglie statunitensi e una riduzione del 3,1% per l'1% della popolazione con reddito più elevato.²⁶ Secondo le stime della Tax Foundation, circa il 62% dei contribuenti sarebbe interessato da un aumento delle imposte.

Poiché il Partito Repubblicano controlla entrambe le camere del Congresso, ci aspettiamo che la maggior parte, se non tutte, le disposizioni temporanee che riguardano i privati vengano prorogate per qualche tempo.



Tuttavia, dati i margini ristretti alla Camera e al Senato, potrebbe essere necessario un compromesso su aspetti come il tetto alle detrazioni fiscali statali e locali. Inoltre, il processo di riconciliazione richiede che la legislazione non incida sul disavanzo pubblico su un periodo di 10 anni. Ciò significa che la riduzione delle aliquote dell'imposta sulle imprese potrebbe essere ostacolata anche in presenza di un presidente repubblicano e di un Congresso controllato dai Repubblicani. L'impatto economico e personale di qualunque modifica sul versante tributario non verrà probabilmente sentito prima del 2026.

Stiamo inoltre monitorando gli effetti delle politiche tributarie sui flussi migratori. Secondo l'analisi di Michael Cembalest, il presidente della nostra Market and Investment Strategy, la quasi totalità dei 20 principali flussi migratori interstatali all'interno degli Stati Uniti consiste in spostamenti da Stati a elevata pressione fiscale, come New York, California e Illinois, verso Stati con una pressione fiscale bassa o inesistente, come la Florida, il Texas, l'Arizona e il Nevada. Anche fuori dagli Stati Uniti, in realtà, si assiste a modelli di comportamento analoghi. Le famiglie si trasferiscono sempre più spesso verso Paesi come l'Italia, la Svizzera, Dubai, la Grecia e la Spagna. Le motivazioni principali sono l'attrattiva delle politiche fiscali e i timori per le turbolenze geopolitiche e la sicurezza.

²⁶ Oshagbemi, C. e Sheiner, L. (2024). Which provisions of the Tax Cuts and Jobs Act expire in 2025? Brookings.

ALCUNE IMPORTANTI DISPOSIZIONI DEL TCJA SCADRANNO ALLA FINE DEL 2025

Scaglioni d'imposta

Per la maggior parte dei contribuenti individuali, gli scaglioni d'imposta aumenteranno (l'aliquota massima passerà dal 37% al 39,6%).

Imposta minima alternativa (AMT)

Il TCJA ha aumentato l'esenzione AMT da 54.300 a 70.300 Dollari per i soggetti singoli e da 84.500 a 109.400 Dollari per le coppie sposate. Ha inoltre sospeso la detraibilità di molte spese, come quelle per alcune commissioni di gestione degli investimenti. La scadenza della disposizione ripristinerebbe la detraibilità di tali spese, assoggettando così indirettamente molti più contribuenti all'AMT, che non ammette tali detrazioni.

Detrazione delle imposte statali e locali (SALT)

Ai sensi del TCJA, un contribuente può richiedere una detrazione individuale fino a un massimo di 10.000 Dollari (5.000 Dollari per i coniugi che presentano la dichiarazione dei redditi separatamente) per la totalità delle imposte sul reddito statali e locali pagate. La scadenza della disposizione eliminerebbe tale limite anche se, come già detto, con la riduzione dell'esenzione AMT - in base alla quale i pagamenti SALT non sono detraibili - molti contribuenti potrebbero non essere in grado di usufruire di questa detrazione.

Detrazione degli interessi ipotecari

La detrazione per gli interessi su "debiti da acquisizione" è limitata agli interessi imputabili al capitale del debito fino a un massimo di 750.000 Dollari (375.000 Dollari per i coniugi che presentano la dichiarazione dei redditi separatamente). La scadenza della disposizione ripristinerebbe le limitazioni di 1 milione/500.000 Dollari sul capitale del debito. Inoltre, potrebbe esserci una maggiore possibilità di detrarre gli interessi pagati sui prestiti ottenuti fornendo l'abitazione come garanzia (ad esempio gli HELOC).

Detrazione del reddito d'impresa qualificato (QBI)

La detrazione QBI è stata introdotta dal TCJA. La disposizione consente ai contribuenti che non sono società di usufruire di una detrazione fino al 20% del loro "reddito d'impresa qualificato" (QBI) proveniente da una società di persone, una società a responsabilità limitata o un'impresa individuale. La scadenza di tale disposizione eliminerebbe questa detrazione.

Filantropia

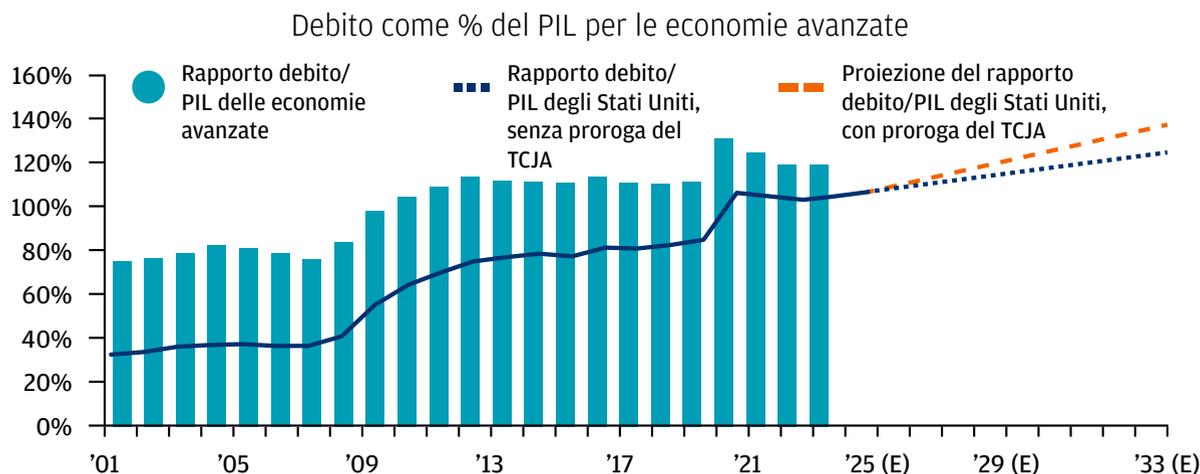
Tra il 2018 e il 2025, il limite di detrazione annuale per i contributi a enti di beneficenza pubblici è stato aumentato al 60% del reddito lordo rettificato. Tale limite è destinato a ritornare al 50%.

Imposta sulle successioni e sulle liberalità

Ai sensi del TCJA, l'importo base di esenzione in vita per l'imposta sulle liberalità e sulle successioni è stato raddoppiato a 10 milioni di Dollari, indicizzati annualmente all'inflazione. Nel 2024, l'importo di esenzione in vita è pari a 13,61 milioni di Dollari per i soggetti singoli e a 27,22 milioni di Dollari per le coppie sposate. La scadenza di questa disposizione potrebbe limitare drasticamente la possibilità di compiere atti di liberalità e/o cessioni in caso di morte, fissando l'importo a poco più di 7 milioni di Dollari per i soggetti singoli (circa 14 milioni di Dollari per le coppie sposate) prima di portare l'esenzione a capienza ed essere soggetti a una flat tax del 40% sull'eccedenza.

Fonte: "A Look Ahead at Expiring Tax Provisions", Tax Foundation. Consultato il 12 dicembre 2023.

L'IMPENNATA DEI PRESTITI: IL DEBITO SOVRANO GLOBALE CONTINUA AD AUMENTARE, SOPRATTUTTO NEGLI STATI UNITI



Fonti: Fondo Monetario Internazionale. Dati al 31 dicembre 2023. Congressional Budget Office, Haver Analytics. Dati al 18 giugno 2024.

13

Gestire la volatilità dei tassi

Il 2025 potrebbe essere un altro anno in cui la gestione attiva dell'obbligazionario svolgerà un ruolo significativo nei portafogli di investimento. Nel 2024, i nostri clienti hanno aggiunto oltre 20 miliardi di Dollari alle gestioni obbligazionarie. Pur ritenendo che i rendimenti obbligazionari di partenza offrano valore, soprattutto in un contesto di allentamento ciclico, invitiamo gli investitori a prendere in considerazione la possibilità di affiancare alle strategie obbligazionarie passive anche strategie obbligazionarie attive.

In primo luogo, gli investitori devono prendere in considerazione le prospettive del debito sovrano e dei disavanzi di numerosi Paesi Sviluppati. Il debito sovrano globale si attesta attualmente al 110% del PIL per le economie avanzate e il Congressional Budget Office (CBO) prevede che il debito federale statunitense detenuto dal pubblico raggiungerà il 122% del PIL di qui al 2034. **I mercati potrebbero considerare qualsiasi tipo di politica fiscale espansiva e di aumento della spesa pubblica come un motivo per chiedere rendimenti più elevati per la detenzione di debito sovrano a lunga scadenza.**

E l'inflazione, pur essendosi stabilizzata, è ancora più alta rispetto a quella del ciclo precedente e potrebbe bastare anche un piccolo impulso sul fronte della spesa pubblica per innescare un'accelerazione delle pressioni sui prezzi. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è raddoppiata rispetto all'inizio del ciclo globale di rialzo dei tassi, partito alla fine del 2021.

L'investimento passivo nell'obbligazionario può essere un modo efficiente per acquistare e detenere obbligazioni fino alla scadenza, ma riteniamo che la gestione attiva del rischio di tasso d'interesse (duration) e del rischio di credito possa offrire l'opportunità di generare rendimenti migliori. Possedere fondi obbligazionari attivi permette anche di accedere a un maggior numero di sottosectori in questo spazio (ad esempio il credito cartolarizzato e le obbligazioni municipali High Yield) che non sono sufficientemente rappresentati negli indici. Di fatto, negli ultimi cinque anni, i gestori obbligazionari attivi hanno in media sovraperformato il benchmark in misura compresa tra i 20 e i 60 punti base.²⁷

²⁷ SimFund, utilizzando le categorie Morningstar per la classificazione. (30 giugno 2024).

Qualunque sia l'approccio adottato, è bene fare un passo indietro e considerare il quadro d'insieme: detenere obbligazioni è una strategia essenziale per diversificare il rischio azionario all'interno di un portafoglio. I nostri clienti detengono tuttora oltre

600 miliardi di Dollari (il 26% degli attivi in supervisione) in titoli che scadranno entro un anno. Siamo del parere che sia meglio detenere obbligazioni anziché liquidità e riteniamo che l'utilizzo di strategie sia attive che passive sia una scelta avveduta.

MENTRE I MARGINI DI PROFITTO AUMENTANO, LA QUOTA DI FATTURATO DESTINATA ALLA FORZA LAVORO CALA



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Dati al 30 giugno 2024.

14

Rischio antitrust

Pur anticipando una ripresa delle negoziazioni e una diminuzione delle iniziative antitrust, con l'amministrazione Trump, riteniamo che le politiche antitrust rappresentino tuttora un rischio a lungo termine per i mercati. L'aumento dei margini di utile delle aziende statunitensi (ora 2,5 punti percentuali al di sopra dei livelli pre-pandemia) e la diminuzione della quota dei redditi societari distribuiti alla forza lavoro potrebbero intensificare tale resistenza da parte dei governi. Potremmo benissimo assistere alla prosecuzione delle azioni già intraprese, sia da parte del Dipartimento della Giustizia degli Stati Uniti che da parte della Commissione Europea.

Le autorità e l'elettorato sembrano intuire che il declino strutturale della quota imputabile alla forza lavoro nella produzione

aziendale potrebbe, se non viene contrastato, portare a una maggiore concentrazione societaria, a una diminuzione del potere contrattuale dei lavoratori e al passaggio a un sistema fiscale che favorisce il capitale e le società a discapito dei redditi da lavoro. In altre parole, sia l'elettorato che le autorità potrebbero cercare di ridurre, se non addirittura invertire, tale declino strutturale limitando le fusioni e le acquisizioni di grandi aziende.

Desideriamo tuttavia fare un'importante precisazione: poiché i governi ritengono in misura sempre maggiore che i dati e la tecnologia siano beni strategici, alcune grandi aziende tecnologiche hanno effettivamente potuto operare come monopoli tollerati. Tale situazione potrebbe non subire variazioni, neppure nel caso in cui l'attività antitrust dovesse aumentare in generale.

15

L'ascesa dei movimenti anti-establishment



Le elezioni statunitensi hanno monopolizzato l'attenzione degli investitori nel secondo semestre del 2024, ma l'impatto del superciclo elettorale globale si farà sentire solo nel 2025. In tutto il mondo è emersa una chiara tendenza. Per la prima volta dal 1905, cioè da quando viene tenuta una registrazione dei dati, ogni partito politico al governo nelle economie sviluppate che nel 2024 hanno affrontato una consultazione elettorale ha perso voti.

Tra le tornate elettorali dello scorso anno ricordiamo le seguenti:

- **Parlamento dell'Unione Europea**
Il presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, resterà in carica per un altro mandato, ma diversi partiti anti-immigrazione ed euroscettici hanno guadagnato consensi.
- **Francia**
Il presidente Emmanuel Macron ha salvato una coalizione, ma il Rassemblement National di Marine Le Pen continua a minacciare l'establishment.
- **Regno Unito**
I Conservatori hanno subito una pesante sconfitta.
- **Giappone**
Il partito liberaldemocratico ha perso.
- **Svezia, Finlandia e Nuova Zelanda**
I governi di centrosinistra hanno perso.
- **Australia e Belgio**
I governi di centrodestra hanno perso.
- **India**
Il BJP del primo ministro Narendra Modi ha perso la maggioranza.

Spostando lo sguardo altrove, il presidente russo Vladimir Putin si è assicurato un nuovo mandato di sei anni durante un'elezione senza alcuna opposizione valida. In Messico, la presidente Claudia Sheinbaum ha ottenuto una vittoria schiacciante che ha permesso il varo di una controversa riforma giudiziaria e la promulgazione di una nuova legge che obbliga i salari a essere superiori all'inflazione.

Oltre a valutare le implicazioni degli avvicendamenti di potere a livello globale, gli investitori dovrebbero monitorare anche il rischio che i politici anti-establishment continuano a rappresentare per i mercati. In futuro, gli investitori non dovrebbero pensare al rischio politico solo in termini di destra o sinistra, ma anche di establishment e anti-establishment. A nostro avviso, la minaccia rappresentata dai partiti anti-establishment potrebbe provocare un aumento della volatilità sia politica che economica. Questo a sua volta sottolinea la necessità di creare portafogli di investimento resilienti.

Parte 04

Verificare la resilienza del portafoglio

Analisi del proprio
patrimonio

Trovare valore
nell'obbligazionario

Difendersi dall'inflazione

Riconfigurazione dei
rendimenti

La febbre dell'oro



Per salvaguardare la recente impennata della ricchezza dei nuclei familiari e creare una difesa contro l'aumento della volatilità macroeconomica (dovuta a un'accelerazione dell'inflazione, a un aumento dell'attività da parte delle autorità e a una minore globalizzazione, tanto per citare alcuni fattori causali), gli investitori devono avere portafogli resilienti. A nostro avviso, sono tre gli approcci - puntare di più sul reddito; aggiungere attivi che possano contribuire a ridurre la minaccia dell'inflazione; utilizzare le opzioni e le strategie su derivati per modificare i profili di rischio e di rendimento - che possono aiutare i portafogli a resistere a shock inaspettati.





16 Analisi del proprio patrimonio

Nell'ultimo anno, il patrimonio netto delle famiglie statunitensi è salito al livello record di quasi 160.000 miliardi di dollari.²⁸ Secondo i dati della Banca Centrale Europea, la ricchezza delle famiglie dell'Eurozona è cresciuta fino a 60.000 miliardi di euro da poco meno di 50.000 miliardi prima della pandemia. Dal 2019, i millennial (cioè coloro che sono nati tra il 1981 e il 1996) hanno quasi raddoppiato il proprio patrimonio netto, che ora è superiore a quello dei giovani della Gen X (1965-1980) o dei baby boomer (1946-1964) quando avevano la loro età.

Si tratta chiaramente di buone notizie. Ma i guadagni offrono anche l'opportunità di una rivalutazione strategica del portafoglio, che è possibile effettuare da una posizione di forza. Per alcuni, questa opportunità potrebbe essere una necessità impellente. Consideriamo quanto segue: se agli inizi del 2020 un investitore avesse scelto un portafoglio azionario/obbligazionario 60/40 e non avesse effettuato alcun ribilanciamento, ora si troverebbe con un'allocazione 80/20. Per molti altri, invece, potrebbero non essere necessari grandi cambiamenti.

VERIFICARE LA RESILIENZA DEL PORTAFOGLIO

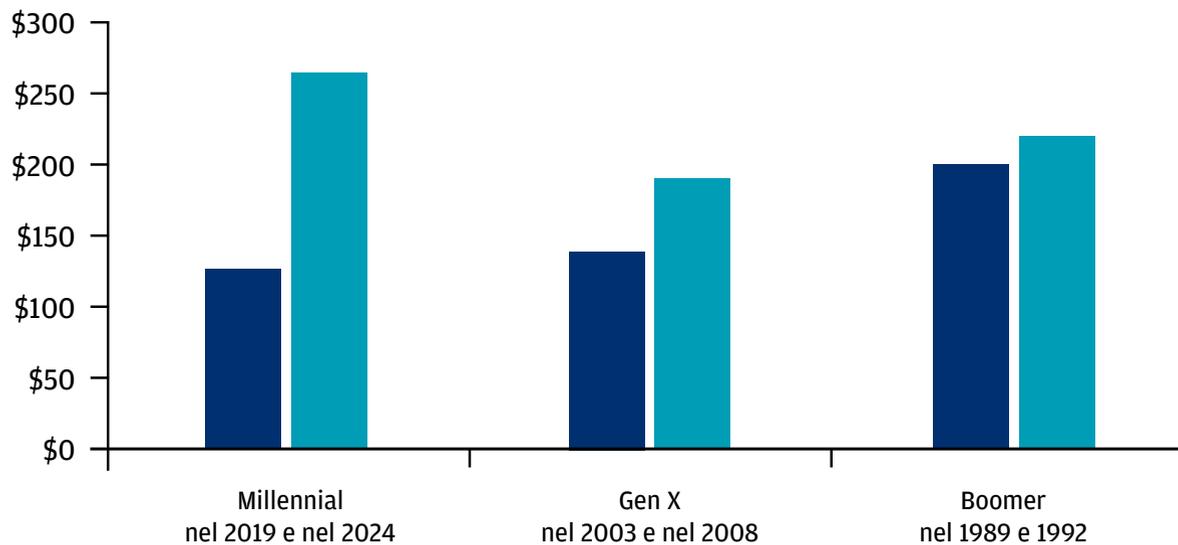
Anche la gestione delle posizioni concentrate è di fondamentale importanza per la resilienza del portafoglio. **Secondo quanto emerso dalla nostra ricerca, quasi la metà di tutte le società quotate in borsa a un certo punto accusa una perdita di valore catastrofica e quasi due terzi di esse sottoperformano l'indice.**²⁹ Inoltre, una posizione concentrata nella liquidità può essere deleteria per il conseguimento degli obiettivi a lungo termine o per la conservazione del potere d'acquisto.

Per gli investitori, quello attuale è il momento giusto per rivalutare i propri obiettivi e la propria tolleranza al rischio

e valutare in che modo i vari attivi si allineano a tali obiettivi. Molti potrebbero ritenere prudente bloccare i guadagni e ridurre l'esposizione agli indici correttamente valutati, raggiungendo gli obiettivi principali per il proprio stile di vita senza correre troppi rischi. Ci sono diversi modi per farlo in modo efficiente sotto il profilo fiscale, ad esempio donando in beneficenza le posizioni che si sono apprezzate sul periodo più lungo oppure utilizzando strategie come i forward variabili prepagati per monetizzare e diversificare le posizioni concentrate.

I MILLENNIAL HANNO UN PATRIMONIO NETTO SUPERIORE A QUELLO DEI BOOMER E DELLA GEN X QUANDO AVEVANO LA STESSA ETÀ

Patrimonio netto corretto per l'inflazione, suddiviso per generazione, a età simili, in migliaia di dollari



Fonti: Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Rubinson Research. Dati al 30 giugno 2024.

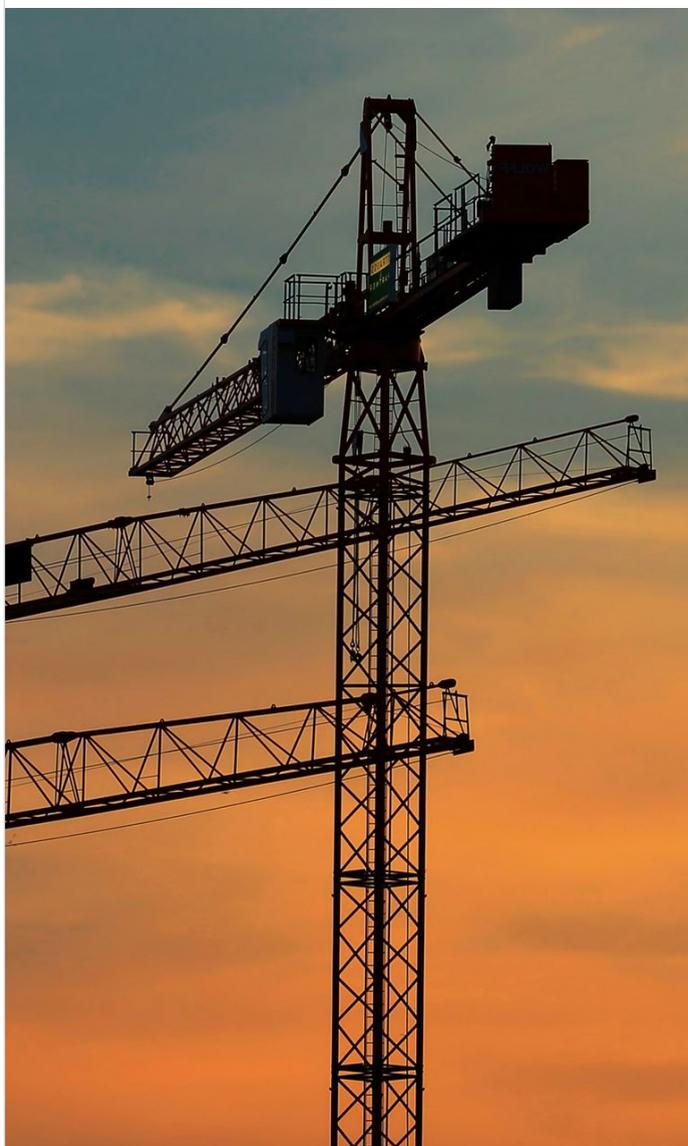
Nota: valore reale per nucleo familiare, misurato in Dollari nel 2017, corretto per l'IPC. Le barre scure misurano la ricchezza di ogni generazione quando aveva 23-38 anni. Le barre chiare misurano la ricchezza di ogni generazione quando aveva 28-43 anni.

²⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System, nuclei familiari; patrimonio netto, livello, Federal Reserve Bank of St. Louis, 8 novembre 2024.

²⁹ Cembalest, M., Manoukian, J. e Datta, K. (2024). L'agonia e l'estasi: i rischi e i vantaggi di una posizione azionaria concentrata, 4ª parte. J.P. Morgan.

17

Trovare valore nell'obbligazionario



Un modo di aumentare la resilienza del portafoglio consiste nell'incrementare la quota del rendimento totale determinata dal reddito. Molti investitori cercano nuove fonti di reddito quando i rendimenti della liquidità e dei Treasury calano. Se la storia ci insegna qualcosa, tra i 600 e i 2.200 miliardi di dollari di attivi presenti nei fondi del mercato monetario si sposteranno in cerca di una nuova sistemazione.

L'obbligazionario core (debito sovrano, municipale e societario Investment Grade) è il primo segmento in cui andare alla ricerca di rendimento. Le obbligazioni societarie Investment Grade rendono ancora oltre il 5%. Gli spread creditizi sono ristretti, ma vengono sostenuti da un ridotto rischio di downgrade e dall'elevata qualità del credito.

Per quanto i rendimenti siano soggetti alle fluttuazioni del mercato, gli investitori High Yield possono trovare opportunità di rendimento interessanti, potenzialmente superiori al 5%, anche in presenza di un certo allargamento degli spread. Inoltre, i contribuenti statunitensi potrebbero prendere in considerazione le azioni privilegiate, che possono offrire un reddito efficiente sotto il profilo fiscale pari a circa il 6-7%.

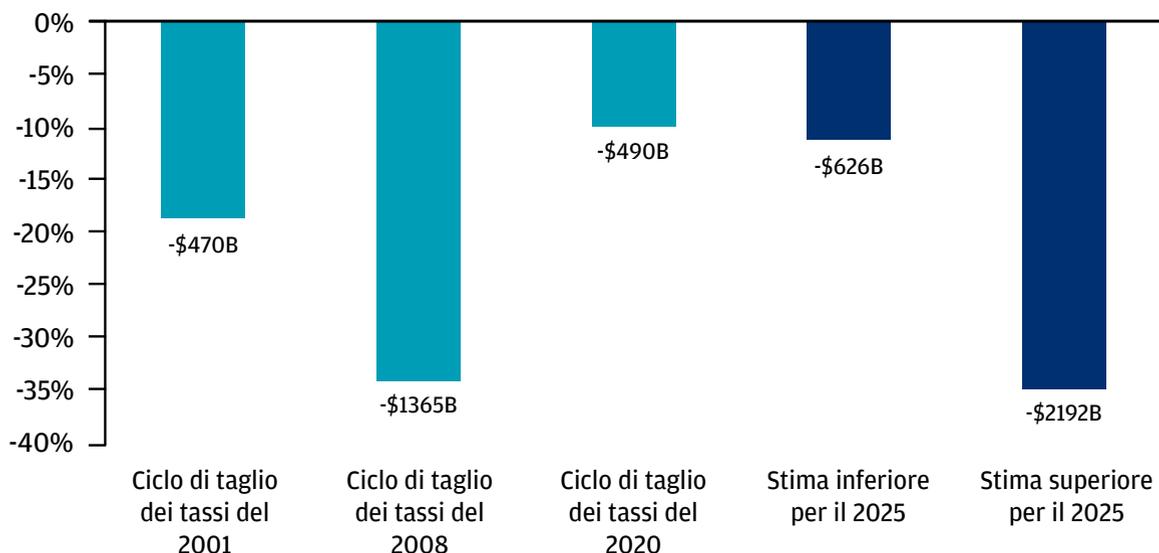
E non bisogna dimenticare i titoli azionari che pagano dividendi, che vengono scambiati con uno sconto considerevole rispetto al mercato. Inoltre, i titoli a dividendo di qualità tendono a presentare solo l'80% della volatilità del mercato generale. In altre parole, possono offrire un'esperienza di investimento meno volatile a valutazioni potenzialmente inferiori.

Per finire, gli investimenti illiquidi in settori come il direct lending, le infrastrutture, l'immobiliare e l'asset-backed finance possono offrire opportunità di reddito comprese tra il 5 e il 7%, spesso presentando basse correlazioni con l'azionario e l'obbligazionario.

Con il proseguimento del ciclo di allentamento globale e il calo dei tassi risk free, le fonti di reddito più rischiose potrebbero rivelarsi più interessanti nel corso del 2025.

FINO A 2.000 MILIARDI DI DOLLARI DI LIQUIDITÀ POTREBBERO TROVARE UNA NUOVA SISTEMAZIONE

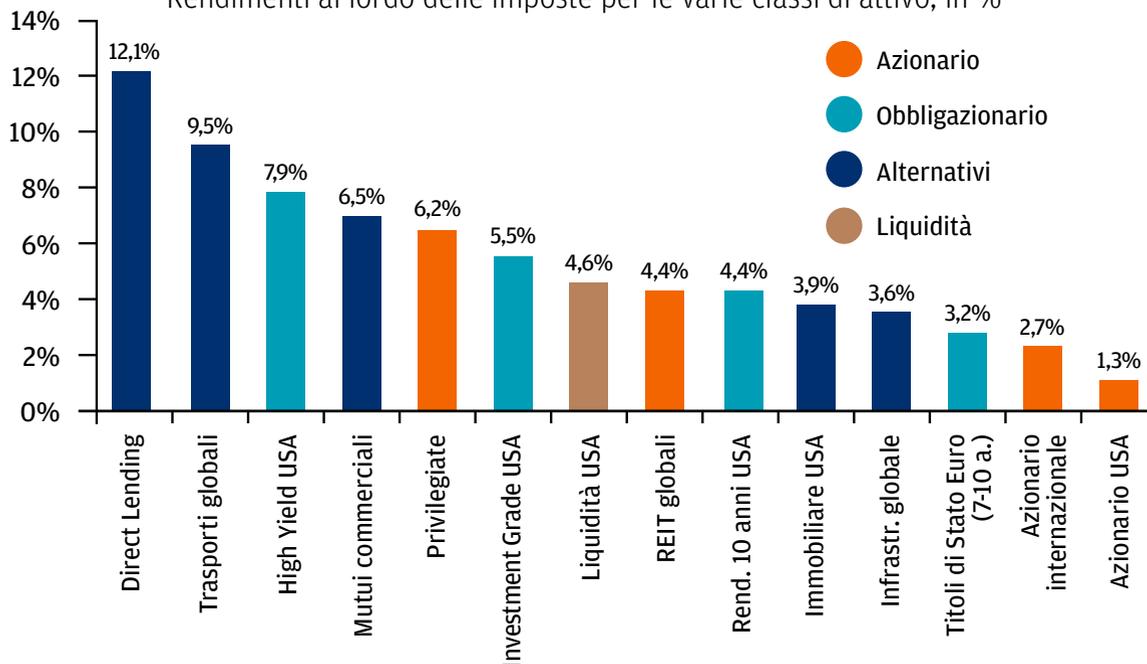
Calo cumulativo degli attivi dei fondi del mercato monetario nei precedenti cicli di riduzione dei tassi, in %



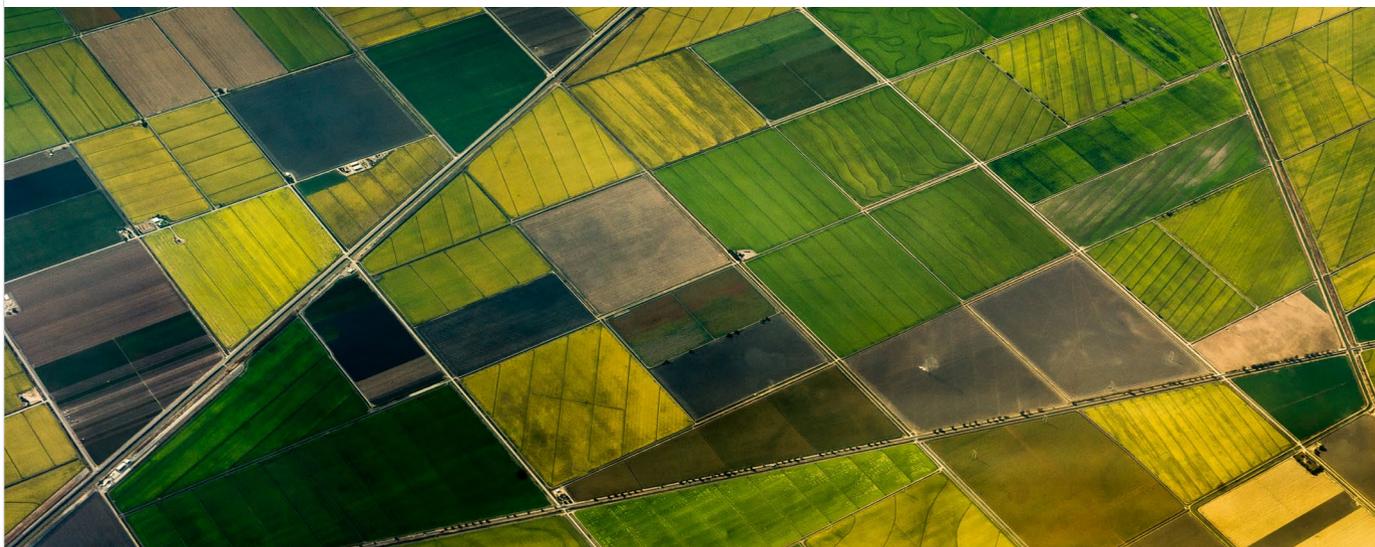
Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 settembre 2024.

I RENDIMENTI DIVENTERANNO PIÙ IMPORTANTI CON IL CALO DEI TASSI DI RIFERIMENTO

Rendimenti al lordo delle imposte per le varie classi di attivo, in %



Fonti: BAML, Bloomberg Finance L.P., Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Federal Reserve, FTSE, MSCI, NCREIF, FactSet, Wells Fargo, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 agosto 2024.



18

Difendersi dall'inflazione

L'obbligazionario core è ancora un essenziale elemento di diversificazione nei portafogli d'investimento. Ma un altro modo di migliorare potenzialmente la resilienza di un portafoglio è quello di aggiungere attivi in grado di mitigare la minaccia dell'inflazione. Negli ultimi quattro anni i portafogli diversificati secondo i criteri tradizionali hanno dovuto affrontare seri problemi, perché azionario e obbligazionario si sono spesso mossi all'unisono, cioè hanno esibito una correlazione positiva. Nel 2022, quando l'inflazione ha subito un'impennata, sia le azioni che le obbligazioni hanno accusato una forte flessione.

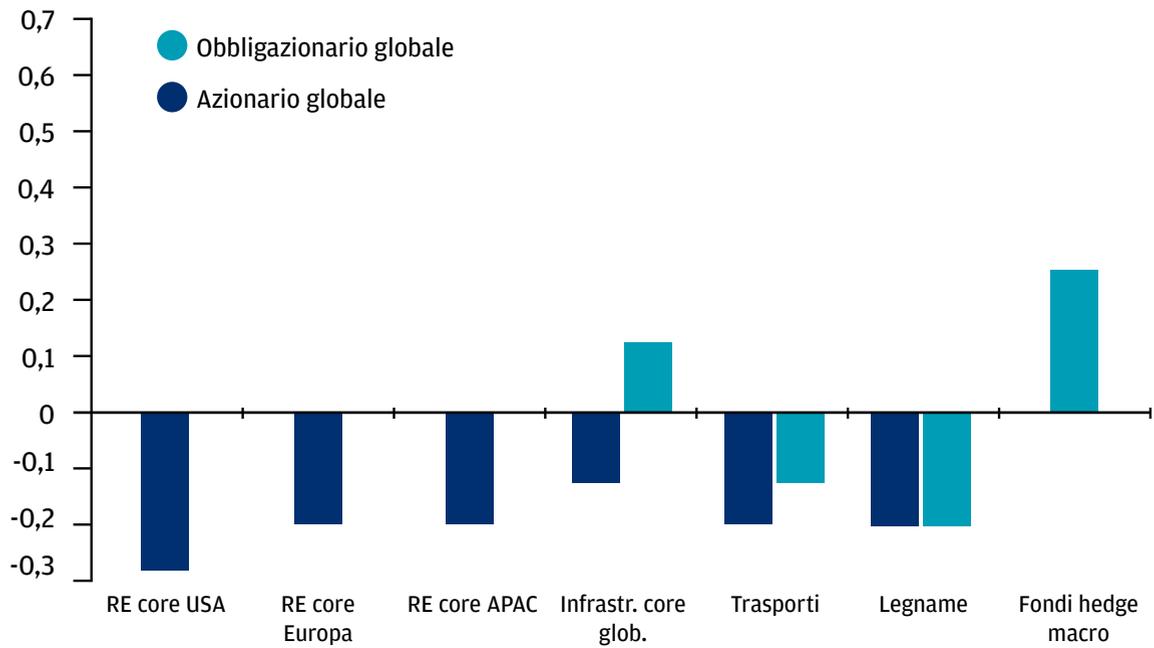
Questo ha ricordato agli investitori che, se da un lato le obbligazioni possono aiutare a creare una diversificazione per difendersi dagli shock sul lato della crescita, dall'altro non sono in grado di offrire nessuna protezione contro gli shock sul lato dell'inflazione. **Nel lungo periodo, riteniamo che la correlazione negativa tra azionario e obbligazionario sia destinata a rimanere.**

Tuttavia, riteniamo molto opportuno detenere attivi in grado di assicurare la diversificazione, sia nell'azionario che nell'obbligazionario.

Cosa soddisfa tali requisiti? In passato, il settore immobiliare, le materie prime e le infrastrutture hanno evidenziato una bassa correlazione con l'azionario e l'obbligazionario. Anche le strategie diversificate basate sugli hedge funds diversificati hanno dato prova della loro validità nel periodo post-Covid. Gli hedge funds compositi hanno sovraperformato l'obbligazionario core di un ragguardevole 20% cumulativo dalla fine del 2020. In prospettiva, ci aspettiamo che gli hedge funds possano partecipare a oltre l'80% dei rialzi di un portafoglio tradizionale 60/40, a fronte tuttavia di una volatilità quasi dimezzata. Siamo inoltre interessati ad attivi ancora più specializzati (come le royalties) che garantiscono cash flow stabili con una correlazione minima o inesistente con i mercati tradizionali.

**DIVERSI ATTIVI DEL MERCATO PRIVATO HANNO EVIDENZIATO
CORRELAZIONI NEGATIVE CON L'AZIONARIO E L'OBBLIGAZIONARIO**

Correlazione dei rendimenti trimestrali tra il T2 2008 e il T1 2024



Fonti: Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management.
Dati al 31 agosto 2024.

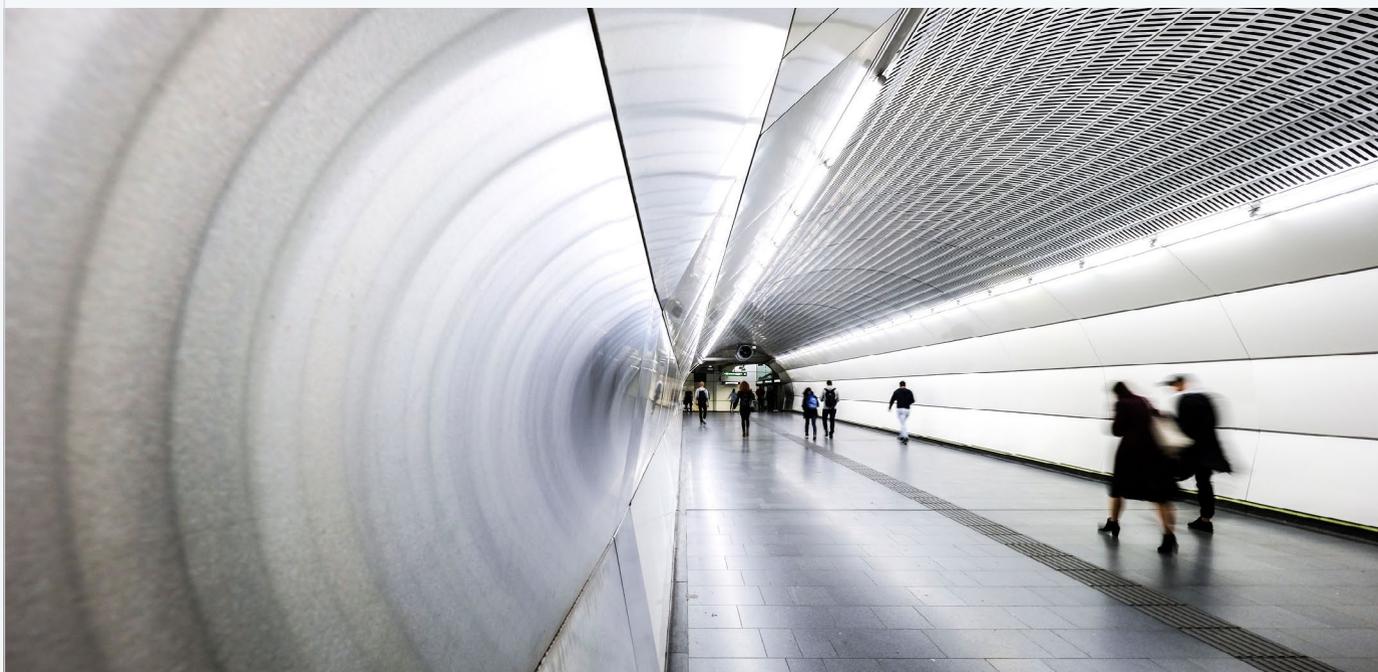
19

Riconfigurazione dei rendimenti

Ecco un terzo modo di affrontare la resilienza del portafoglio: prendere in considerazione la possibilità di ricorrere a strumenti come le opzioni per modificare il profilo di rischio e di rendimento degli attivi sottostanti. Questa strategia può offrire una protezione dai ribassi e preservare al contempo un certo potenziale di rialzo.

Le opzioni possono proteggere il capitale, fornire un'esposizione di nicchia e generare reddito. Analogamente, gli ETF a gestione attiva possono utilizzare strategie su opzioni volte a generare reddito attraverso una classe di attivo sottostante o a ridurre la volatilità rispetto all'esposizione azionaria.

Le obbligazioni strutturate possono conseguire risultati simili con una maggiore specificità individuale. In passato, abbiamo osservato che le obbligazioni indicizzate ad azioni hanno generato due terzi dei rendimenti dei mercati azionari in generale e allo stesso tempo, aspetto molto importante, hanno generato rendimenti positivi durante le fasi di ribasso dei mercati azionari. Le obbligazioni indicizzate ad azioni hanno inoltre sovraperformato le azioni privilegiate e le obbligazioni High Yield sia nelle fasi di rialzo dei mercati sia nelle fasi di ribasso. Riteniamo che nel 2025 gli investitori possano prendere in considerazione strategie che rimodulino i rendimenti in modo da includere la protezione dai ribassi preservando l'esposizione ai rialzi.



20

La febbre dell'oro

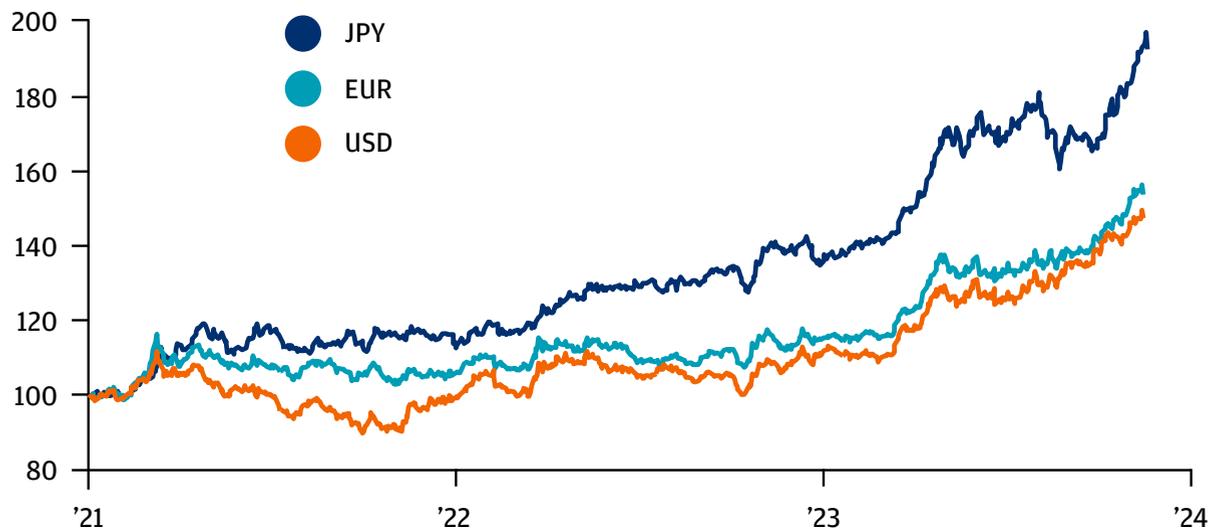
Nel 2024 l'oro ha toccato nuovi massimi storici e siamo dell'avviso che la febbre dell'oro continuerà a imperversare anche nel 2025. Questa materia prima può svolgere un ruolo di rilievo nella costruzione di portafogli resilienti. Ci aspettiamo che i corsi auriferi possano continuare a godere del sostegno delle Banche Centrali, in particolare quelle dei Mercati Emergenti, che hanno acquistato 1.500 tonnellate d'oro in più ogni anno rispetto ai ritmi che si registravano prima dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Le riserve della Banca Popolare Cinese sono tuttora costituite solo per il 5% da riserve auree, a fronte del 60% della BCE e del 73% della Federal Reserve (Fed).³⁰ **Nel 2024 gli afflussi verso gli ETF sull'oro sono stati inesistenti, ma la nuova domanda da parte degli investitori al dettaglio, che nel 2025**

dovranno far fronte a un calo dei tassi di interesse risk free, potrebbe spingere i prezzi verso l'alto.

Ma l'aspetto assolutamente rilevante è che l'oro, da sempre il bene rifugio per eccellenza, può fungere da valida copertura contro il rischio geopolitico e l'incertezza del debito e del deficit sovrano. In uno studio condotto su circa 50 eventi geopolitici a partire dalla seconda guerra mondiale, abbiamo scoperto che l'oro ha rappresentato una copertura affidabile nel breve termine contro la volatilità dei mercati azionari.³¹ Da ultimo, siamo del parere che il Dollaro statunitense sia strutturalmente sopravvalutato. L'oro costituisce un metodo efficace per diversificare l'esposizione valutaria.

L'ORO HA SUPERATO LE PRINCIPALI VALUTE, IN PARTICOLARE LO YEN

Indice del prezzo dell'oro, 100 = 2021



Fonte: FactSet. Dati al 31 ottobre 2024.

³⁰ Attar, H. e Ademolu-Odeneye, I. (2024). The Next Shift in the Gold Market. Bridgewater.

³¹ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

Parte 05

Evoluzione degli scenari di investimento

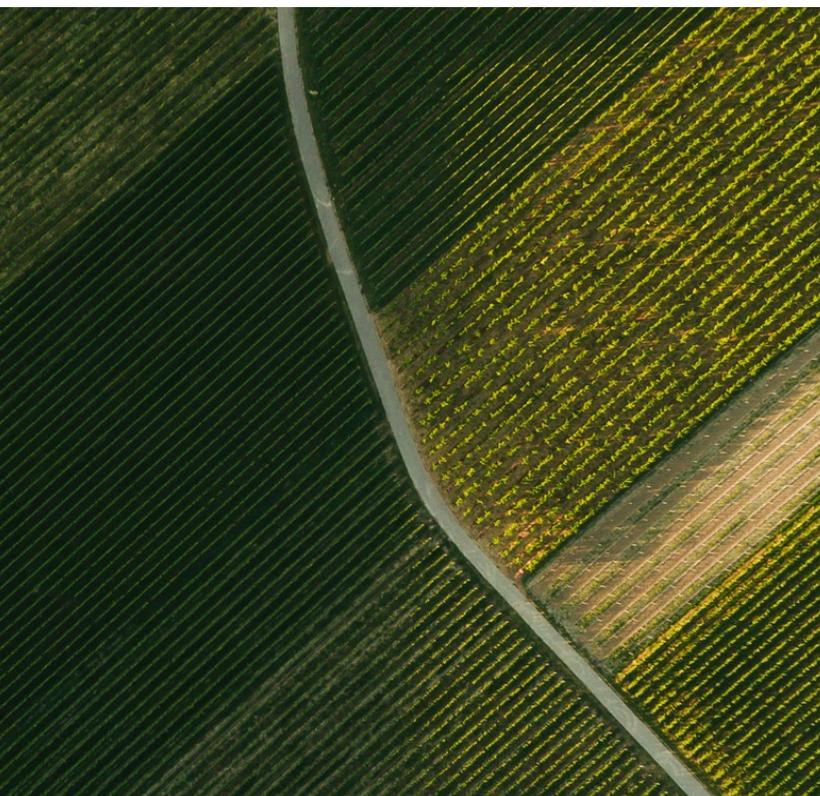
Alternativi evergreen

Sport e streaming

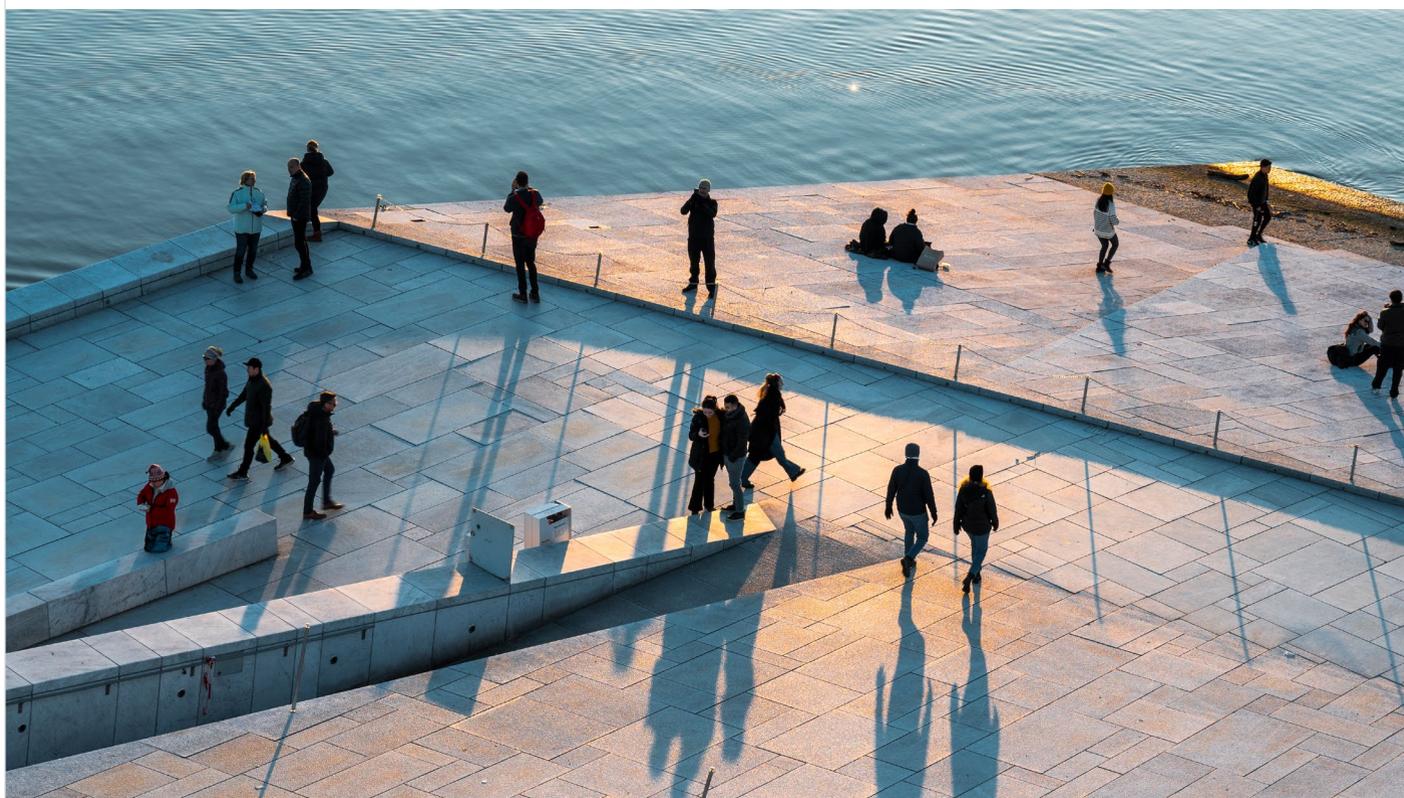
La corsa verso lo spazio del
XXI secolo

Gestione delle passività

Città ripensate



L'innovazione negli investimenti a volte arriva a ondate; crediamo che il 2025 sarà un anno di innovazione, poiché l'industria esplora nuove frontiere. Sebbene queste opportunità possano non diventare una parte centrale del vostro portafoglio, potreste trovare piccole ma significative aggiunte ai vostri asset.



21 Alternativi evergreen



Una nuova frontiera, i fondi Alternativi “Evergreen” a struttura aperta, stanno guadagnando popolarità. Infatti, il 50% dei nostri impegni alternativi nel 2024 era in strutture di fondi chiamati “Evergreen”, rispetto al 33% dell’anno precedente. Mentre molti fondi di asset alternativi hanno una data di scadenza o maturità fissa, i fondi evergreen a struttura aperta (senza una data di scadenza fissa) hanno iniziato a decollare.

I fondi di credito privato evergreen hanno accumulato asset nei primi anni 2020, in parte perché le normative hanno limitato la capacità delle banche di estendere prestiti. Nel 2025, ci aspettiamo che il private equity evergreen segua una traiettoria di crescita simile.

Oggi, il private equity evergreen è concentrato: circa il 75% degli attuali asset in gestione è investito nelle prime 20 strategie. Ma nel 2025, collaboreremo con diversi gestori per sviluppare strategie che riteniamo possano offrire un’esposizione differenziata al private equity in veicoli semi-liquidi. Infatti, ci sono 50 fondi attualmente nel processo di registrazione presso la SEC che dovrebbero essere lanciati nei prossimi mesi.³²

Le alternative evergreen offrono alcuni vantaggi chiave: accesso a strategie di investimento privato con importi minimi di investimento più bassi; la possibilità di entrare in un portafoglio di investimenti consolidato; e, soprattutto, il potenziale di accedere alla liquidità con cadenza periodica

(ad esempio, mensile o trimestrale). I fondi evergreen offrono anche un approccio più semplice rispetto ai fondi chiusi. Investire completamente al giusto peso strategico richiede solo una decisione una tantum, e il vostro capitale può essere reinvestito per comporre nel tempo.

Allo stesso tempo, notiamo alcune avvertenze. Le strategie evergreen tendono ad avere commissioni più elevate e rendimenti più bassi rispetto ai fondi chiusi che “prelevano” il loro capitale dagli investitori. È importante notare che i programmi di rimborso dei fondi evergreen possono essere influenzati dall’occasionale illiquidità dei loro investimenti sottostanti. Questo potrebbe essere una sfida: gli investitori tendono a volere liquidità soprattutto durante i periodi di stress economico e di mercato.

Riteniamo che le strategie evergreen a struttura aperta e quelle chiuse a prelievo possano essere complementari in un portafoglio di investimenti diversificato. Gli investitori che danno priorità alla semplicità possono enfatizzare le strategie evergreen, mentre quelli che si concentrano sul rendimento assoluto potrebbero gravitare più verso i fondi tradizionali a prelievo.

³² Flynn, K., McCulloch, B., Hagen, J., Gaskill, L., & Becker, L. (2024). Aggiornamento di mercato T2 2024 dei FEC non quotati di XA Investments. XA Investments.



22

Sport e streaming

Tradizionalmente, possedere una squadra sportiva aveva più in comune con possedere un Rembrandt o una collezione di auto d'epoca che con possedere azioni pubbliche e private. Ma poiché le leghe sportive allentano le loro regole di proprietà, i potenziali investitori sportivi possono trovare nuove frontiere da esplorare.

Il caso per investire nello sport è semplice. **In primo luogo, gli eventi sportivi sono una delle poche esperienze mediatiche che attirano costantemente un pubblico significativo.** Non c'è da meravigliarsi se il valore totale delle fusioni e acquisizioni sportive e degli investimenti è aumentato di 8 volte negli ultimi cinque anni, mentre tutte le fusioni e acquisizioni pubbliche e gli investimenti sono diminuiti del 40%.³³

In secondo luogo, le barriere all'ingresso rimangono elevate per qualsiasi nuova franchigia sportiva, un vantaggio per qualsiasi proprietario di franchigia esistente. Il numero di franchigie negli Stati Uniti è strettamente regolato dalle rispettive regole delle leghe, e la gerarchia globale delle leghe sembra stabilita.³⁴

EVOLUZIONE DEGLI SCENARI DI INVESTIMENTO

Ma investire nello sport comporta delle sfide. I partner storici più importanti delle leghe, le reti televisive tradizionali (terrestri), sembrano essere in uno stato di declino inesorabile. Non saremmo sorpresi di vedere i tradizionali attori dei media consolidarsi, mentre i servizi di streaming abilitati dalla tecnologia pagano premi crescenti per accedere ai diritti sportivi.

In definitiva, il caso rialzista per investire nello sport sembra destinato a prevalere. La National Football League (NFL) sta anche allentando le sue regole di investimento per consentire più capitale istituzionale, e i grandi cambiamenti nell'atletica collegiale richiederanno probabilmente soluzioni di capitale. Ci aspettiamo che l'attività di deal e gli investimenti in azioni e crediti nello sport e negli asset correlati superino altri settori.

GIOCA A PALLA: GLI INVESTIMENTI SPORTIVI POSSONO BENEFICIARE DI REGOLE DI PROPRIETÀ ALLENTATE

Temi di investimento pianificati dai fondi di private equity

Squadre	Oggetti da collezione
Proprietà maggioritaria in franchigie sportive*	Carte da collezione, memorabilia, NFT
Proprietà maggioritaria in franchigie sportive	Abbigliamento
Giocatori/Talenti	Immobiliare
Servizi legati alla performance dei giocatori**	Finanziamento di squadre sportive e stadi
Software di analisi sportiva	Arene/piste/campi da golf
Agenzie sportive	Sviluppi immobiliari adiacenti alle arene
Sottoscrizione di contratti di giocatori	Franchigie di fitness adiacenti allo sport
Media	Operazioni
Diritti mediatici e streaming	Gestione dei luoghi (biglietti, sponsor, concessioni, ecc.)
Coinvolgimento sui social media/fan	Attrezzature per arene, operazioni di eventi e atleti
Media che si rivolgono ai fan dello sport	App di biglietteria di terze parti
Leghe	Scommesse
Leghe sportive emergenti	Sport fantastici
Accademie sportive giovanili	App/siti di scommesse
Campi estivi	Libri di scommesse dal vivo
Videogiochi	
Esports (streaming, competizioni)	
Videogiochi sportivi	

Fonti: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Dati aggiornati al 2024. *Sebbene la proprietà maggioritaria da parte di fondi di private equity non sia attualmente consentita nelle quattro maggiori leghe sportive statunitensi, alcune leghe emergenti e internazionali lo permettono.

**Include l'allenamento, il coaching e lo sviluppo dei giocatori; la riabilitazione fisica, la biomeccanica, la nutrizione, la strategia mentale, ecc.

³³ Cembalest, M. (2024). A Piece of the Action. J.P. Morgan Asset Management. Per ulteriori informazioni, consultare il nostro articolo sugli investimenti sportivi qui.

³⁴ National Football League e Premier League, seguite dalla National Basketball Association, poi Major League Baseball e National Hockey League, la Women's National Basketball Association, Formula 1 e altre leghe calcistiche europee in un certo ordine.

23

La corsa verso lo spazio del XXI secolo

L'economia globale dipende già dallo spazio. I satelliti e altre tecnologie di posizionamento, navigazione e temporizzazione sono integrali ai servizi di localizzazione e comunicazione che abilitano industrie dalla televisione alla consegna di cibo. L'innovazione di aziende come SpaceX ha ridotto di 10 volte il costo di lancio di un satellite negli ultimi 20 anni, e ci aspettiamo che i miglioramenti dei satelliti supportino comunicazioni e tecnologie di osservazione più efficaci. Questo potrebbe essere cruciale per la connettività globale e potrebbe consentire progressi in processi intensivi di dati come l'automazione. Altri casi d'uso includono l'imaging per tracciare i movimenti, che potrebbe aiutare a gestire le catene di approvvigionamento, prevedere e rispondere ai disastri naturali e monitorare i progetti di costruzione.

Lo spazio continuerà anche a essere un focus. Le richieste di budget del Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti per sistemi basati nello spazio sono aumentate da circa 9 miliardi di USD nel 2019 a oltre 25 miliardi di USD nel 2025. L'India ha fatto atterrare un veicolo spaziale sul Polo Sud della luna. Il Giappone e gli Stati Uniti stanno collaborando su tecnologie di posizionamento più accurate. Il Perù, l'Arabia Saudita e la Thailandia hanno tutti dato priorità allo spazio nei loro piani di sviluppo economico.

Il turismo spaziale potrebbe crescere fino a diventare un'industria da 5 miliardi di USD all'anno nei prossimi 10 anni. La società di consulenza McKinsey & Co. prevede che l'economia spaziale crescerà a un ritmo più che doppio rispetto al PIL globale per il prossimo decennio, diventando un'industria da 2 trilioni di USD entro il 2035.³⁵

³⁵ Acket-Goemaere, A., Brukart, R., Klempner, J., Sierra, A., & Stokes, B. (2024). Spazio: L'opportunità da 1,8 trilioni di dollari per la crescita economica globale. McKinsey & Company.



24

Gestione delle passività

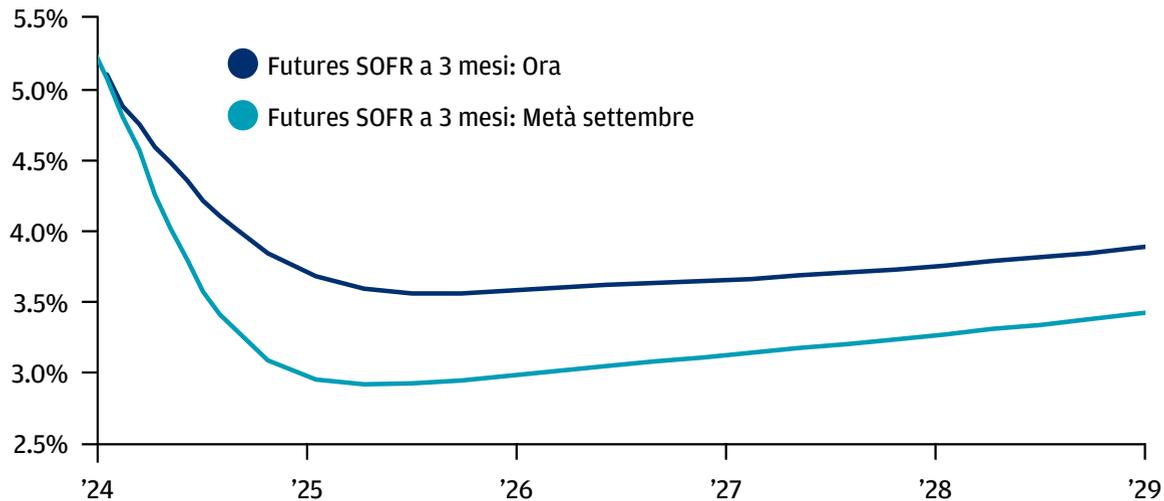
Negli ultimi due anni, molti mutuatari hanno sostenuto costi di interesse basati su tassi di interesse a breve termine superiori al 5%. **Man mano che il mercato inizia ad anticipare futuri tagli dei tassi di politica monetaria, i mutuatari possono bloccare tassi più bassi indipendentemente dal fatto che i tagli dei tassi si materializzino.** A un certo punto di settembre, era possibile fissare i costi di interesse base SOFR al 2,90%-3,25% per 2-5 anni, dato che i mercati riflettevano un ciclo di tagli aggressivo della Federal Reserve. I clienti possono ulteriormente regolare i loro costi di prestito utilizzando strumenti come swap sui tassi di interesse vanilla e strutturati, cap e collar per bloccare o gestire tassi ancora più bassi di quelli attualmente offerti dal mercato.

L'attività ipotecaria riflette anche una gestione dinamica delle condizioni di mercato, in particolare delle aspettative sui tassi di interesse. A settembre, le domande di acquisto di mutui della J.P. Morgan Private Bank erano ai livelli più alti da giugno 2023, e le domande di rifinanziamento erano ai livelli più alti dall'estate del 2022. Circa il 70% delle nostre domande di mutuo erano per prestiti a tasso variabile, la quota più alta in almeno cinque anni. Questo suggerisce che i mutuatari stanno facendo del loro meglio per cercare i tassi più bassi possibili e si aspettano che i tassi scendano in futuro.

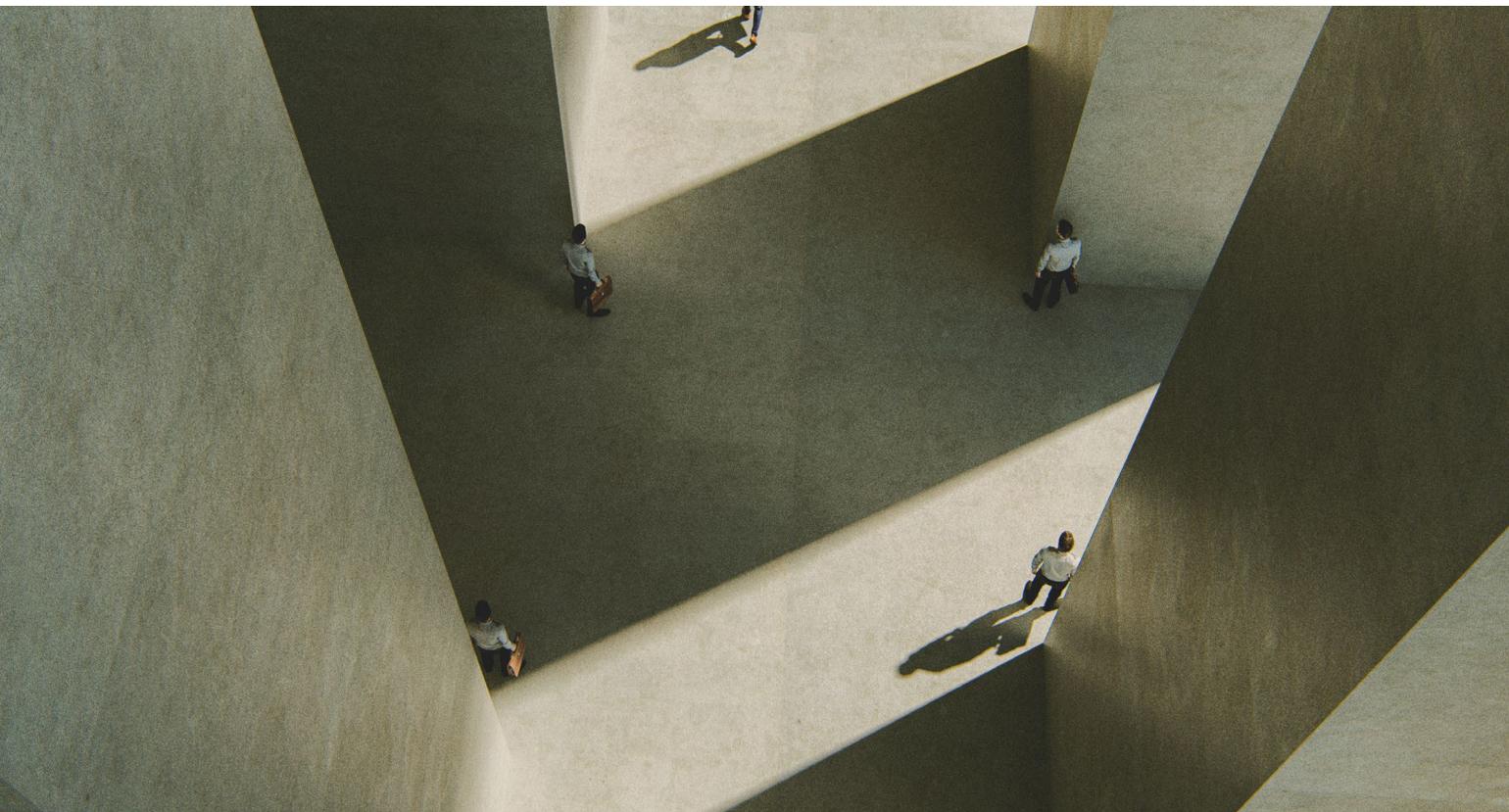
Potremmo vedere altre opportunità come questa nell'anno a venire. Che siate o meno coinvolti nella gestione delle passività, man mano che i costi di prestito diminuiscono, ci aspettiamo di vedere un aumento della domanda di credito da linee di credito per l'equità domestica (HELOC), linee di credito di portafoglio e acquisti e rifinanziamenti di mutui. I tassi in calo sono importanti anche per la pianificazione patrimoniale: i tassi di prestito intra-familiari sono meno onerosi, così come i tassi di soglia per i trust di rendita trattenuta dal concedente (veicoli in cui l'apprezzamento degli asset al di sopra del tasso di soglia viene trasferito al beneficiario esente da imposte di successione).

LE ASPETTATIVE VARIABILI SULLE MOSSE DELLA FED POSSONO CREARE OPPORTUNITÀ PER BLOCCARE I TASSI

Tasso di interesse a 3 mesi previsto implicato dai futures SOFR, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati al 23 ottobre 2024.



25 Città ripensate



EVOLUZIONE DEGLI SCENARI DI INVESTIMENTO

Il paesaggio fisico delle città sta cambiando. È un fenomeno post-pandemico con portata globale.

Anche prima del COVID, le città stavano cambiando. Negli Stati Uniti, i millennial invecchiati si stavano trasferendo in aree suburbane più accessibili. La pandemia e la proliferazione degli accordi di lavoro da casa hanno supercaricato la dinamica. Ora, i nuovi sviluppi in molte città statunitensi (tra cui Boston, Indianapolis e l'area metropolitana di Dallas/Fort Worth) presentano proprietà multifamiliari a basso profilo, in stile giardino; edifici per uffici nei sobborghi di prestigio e nelle aree urbane periferiche; e retail a uso misto riqualificato.

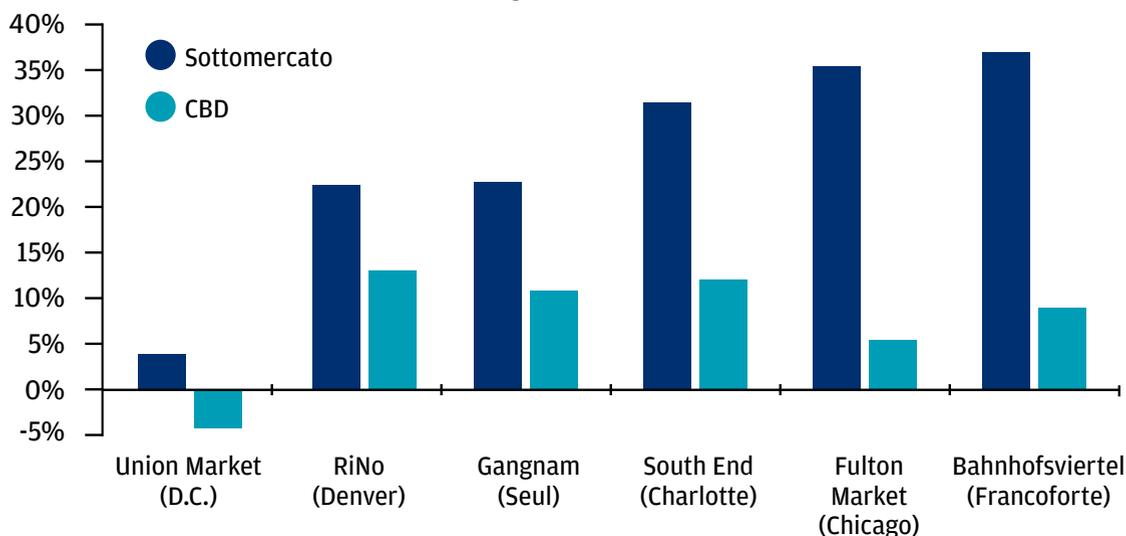
A livello globale, la crescita degli affitti nei mercati periferici urbani e suburbani come Gangnam (Seoul), Fulton Market (Chicago) e Bahnhofsviertel (Francoforte) ha superato la crescita degli affitti nel quartiere centrale degli affari (CBD) di 2,5x-9x negli ultimi cinque anni. Ci aspettiamo che questa tendenza continui.

Nel frattempo, i governi delle città e gli investitori collaboreranno sempre più per convertire edifici per uffici di classe B e C di qualità inferiore e più vecchi in usi più produttivi (ad esempio, alloggi o persino data center). Oltre l'80% dello spazio per uffici in città come Chicago, Francoforte e Singapore è stato costruito prima del 2015.

Detto ciò, la nuova costruzione di spazi per uffici di classe A certificati LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) continua a prosperare. Alcuni esempi includono la Salesforce Tower a Sydney e CapitaSpring a Singapore. La nuova sede di J.P. Morgan, che dovrebbe aprire a New York City nell'estate del 2025, sarà una delle nuove torri per uffici che cambieranno gli skyline delle città di tutto il mondo.

FUORI DAI DISTRETTI CENTRALI DEGLI AFFARI DELLE CITTÀ, LA CRESCITA DEGLI AFFITTI STA AUMENTANDO

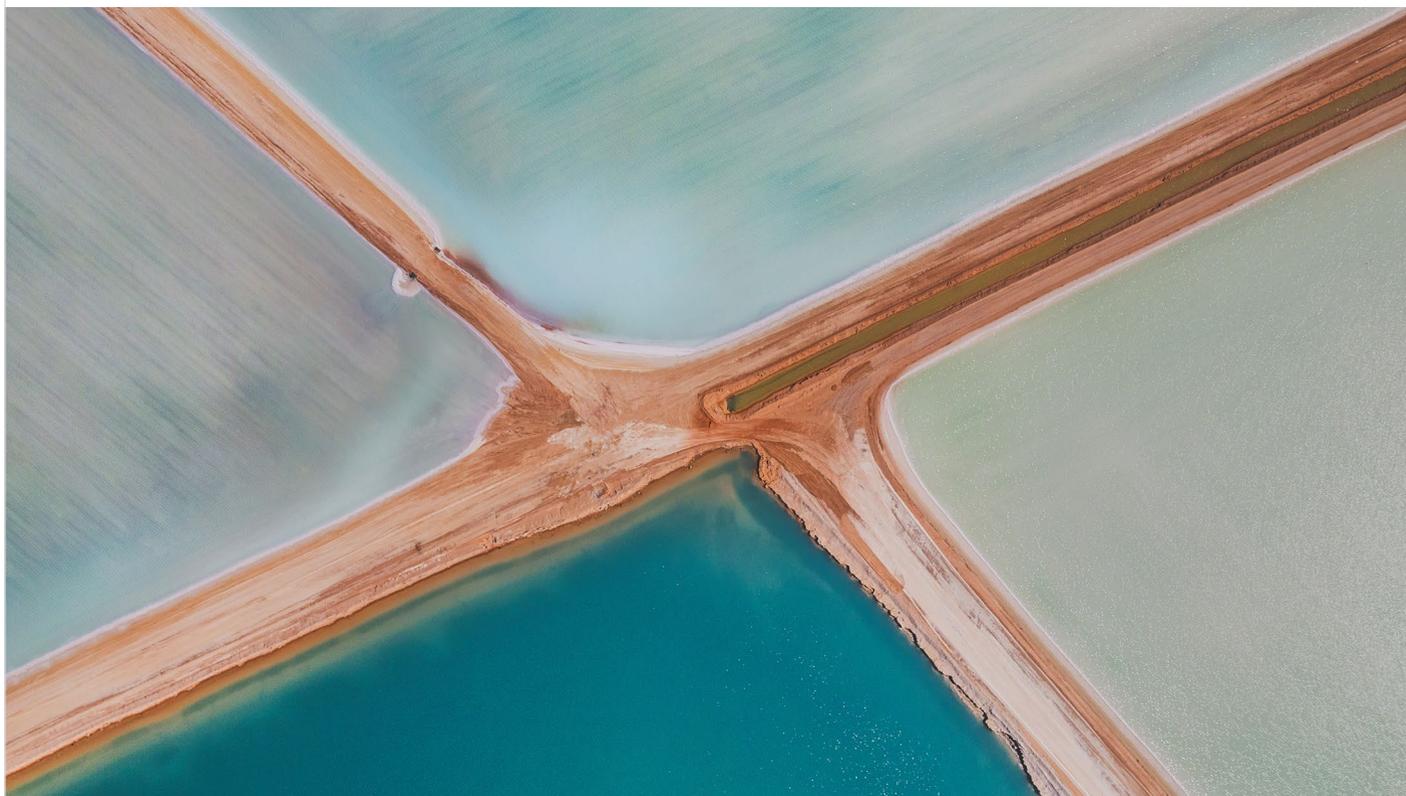
Crescita degli affitti a 5 anni, %



Fonte: JLL Research. Dati aggiornati a maggio 2023.

Conclusione

Il 2024 si è rivelato un anno eccezionale per i rendimenti degli investimenti. Siamo entusiasti di costruire su quella forza con voi e la vostra famiglia nel 2025. Che si tratti di capitalizzare l'opportunità nell'accelerare gli investimenti di capitale, garantire la resilienza del portafoglio attraverso il reddito e gli asset reali, o comprendere i potenziali impatti del recente ciclo elettorale globale, il vostro team di J.P. Morgan è qui per aiutarvi a raggiungere i vostri obiettivi.



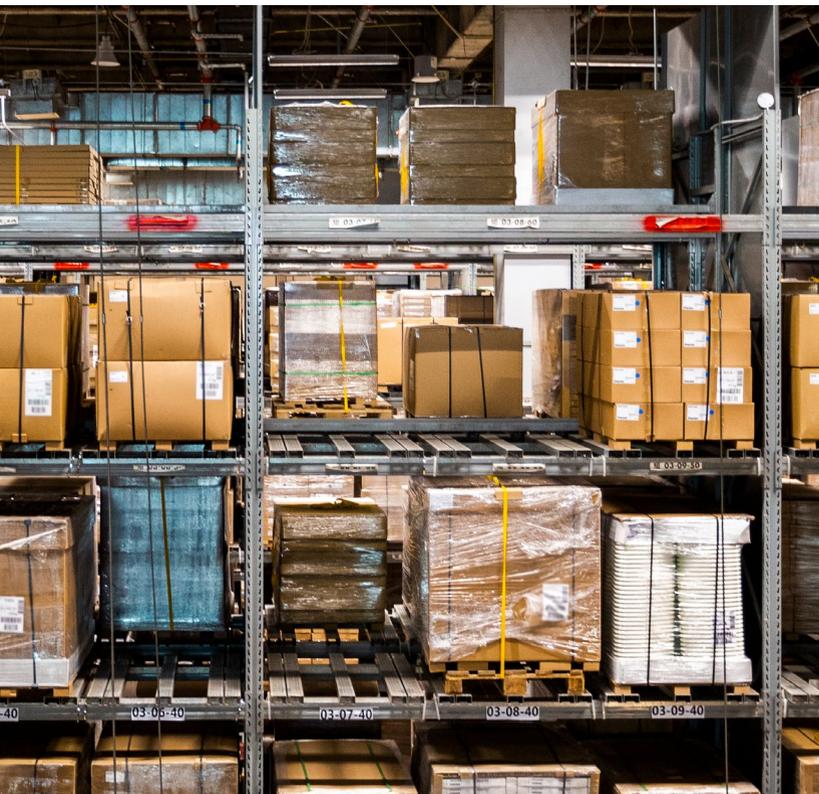
Parte 06

Prospettive globali

Asia

America Latina

Europa



Asia



Come trovare opportunità nei mercati emergenti

I mercati emergenti hanno deluso gli investitori per anni. Nonostante le promesse di alta crescita e alti rendimenti, nel complesso, le azioni dei mercati emergenti (ME) rimangono tra le classi di attivi con le peggiori performance negli ultimi 15 anni. Le aspettative degli investitori di una forte crescita economica sono state in gran parte soddisfatte: in media, le economie dei ME sono cresciute del 4,3% rispetto a un tasso dell'1,7% per i loro omologhi dei mercati sviluppati (MS). Ma in molti mercati, i rendimenti azionari non hanno seguito lo stesso andamento.

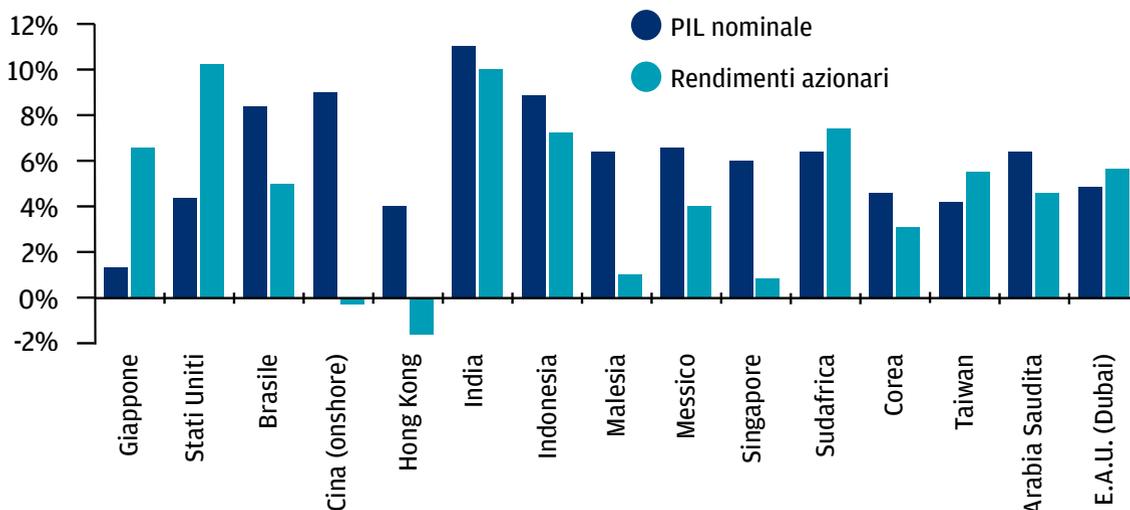
Perché la crescita in alcuni paesi ha stimolato rendimenti azionari positivi mentre in altri no? Come discutiamo qui, il nesso critico è tra la crescita economica e i profitti aziendali. In defi-

nitiva, per gli investitori, sono i profitti (e la crescita dei profitti) che contano, quindi la domanda chiave è quali fattori permettono alla crescita economica di tradursi in profitti aziendali.

Con la Federal Reserve (Fed) che riduce i tassi e la Cina che avvia un nuovo ciclo di stimoli, le prospettive per i mercati emergenti stanno migliorando. **Ma gli investitori devono prestare attenzione alle dinamiche delle economie e dei mercati particolari, e essere molto selettivi nel determinare dove e come investire attraverso lo spettro dei ME.** Si noti che questa visione è focalizzata sull'investimento a lungo termine. Le opportunità tattiche a breve termine—nei mercati cinesi quest'anno, ad esempio—possono apparire e scomparire in base ad altri fattori.

LA CRESCITA ECONOMICA NON SI TRADUCE SEMPRE IN RENDIMENTI NEI MERCATI EMERGENTI

Crescita annualizzata del PIL nominale vs. rendimenti dei prezzi degli indici azionari locali dal 2009, valuta locale, %



Fonti: Fonti nazionali, MSCI, Bloomberg Finance L.P. Dati al 30 settembre 2024.

Cosa muove i mercati azionari

Cosa guida i rendimenti azionari? Gli investitori sono premiati quando le aziende aumentano i loro profitti per azione o restituiscono capitale attraverso dividendi. In generale, il movimento delle azioni segue i profitti (utili) nel lungo periodo. Quando gli utili crescono, i prezzi delle azioni tendono a salire. Tuttavia, è qui che le azioni dei ME hanno ritardato rispetto ai loro omologhi dei MS. Sebbene la crescita economica sia stata forte in diversi paesi, molte aziende domestiche non hanno visto crescere i loro profitti. Uno degli esempi più evidenti è la Cina, dove gli utili sono rimasti stabili negli ultimi 10 anni nonostante una forte crescita economica (vedi grafico).

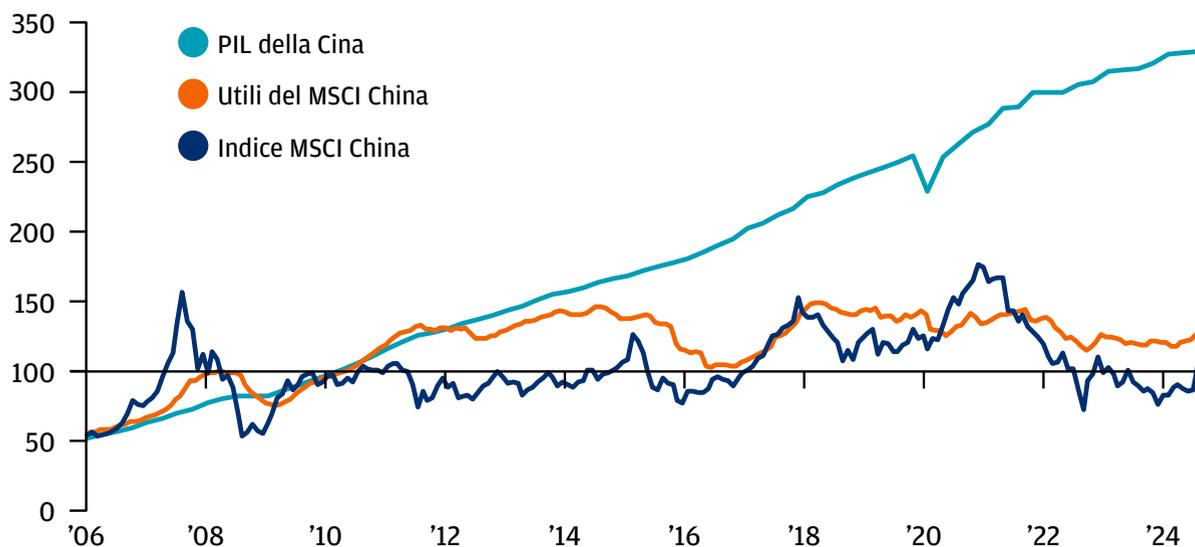
Tre fattori spiegano la crescita relativamente debole degli utili, a nostro avviso.

In primo luogo, i modelli economici variano riguardo ai ruoli rispettivi dei settori pubblico e privato. Alcuni paesi riescono a generare produzione—costruendo infrastrutture o aumentando i volumi di esportazione—ma i loro modelli non favoriscono la generazione di profitti aziendali. Ad esempio, un'economia potrebbe includere ingenti sussidi governativi che aumentano la concorrenza non economica e abbassano i prezzi. Una dinamica simile si verifica nelle economie che includono molte imprese statali (SOE) che non sono altrettanto motivate dal profitto.



LE AZIONI CINESI NON HANNO TENUTO IL PASSO CON LA CRESCITA ECONOMICA

PIL nominale della Cina e indice MSCI China e utili, 2010 = 100



Fonti: Ufficio nazionale di statistica della Cina, MSCI, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Dati al T3 2024.

Il secondo fattore è la governance aziendale. Anche le aziende di successo che generano forti ricavi non creano necessariamente profitti. E, cosa importante, potrebbero non creare profitti su base per azione. Le aziende possono generare ricavi significativi, ma spendere quegli utili, ad esempio, in investimenti inutili o pagando stipendi più alti alla direzione.

Più frequentemente, le aziende sono redditizie, ma prendono azioni “ostili” agli azionisti—emettendo più azioni, ad esempio, diluendo così il valore per gli azionisti. **Poiché gli utili sono misurati su base per azione, se l'emissione di azioni aumenta in linea con i profitti, gli utili per azione (EPS) non crescono mai.**

Il terzo fattore è più macro e riguarda il ruolo delle esportazioni in un'economia ME particolare, e per i mercati emergenti nel complesso. Sebbene il consumo interno sia cresciuto tra le economie dei ME, le esportazioni rimangono il determinante più influente per i profitti aziendali. Pertanto, non sorprende che i mercati emergenti abbiano avuto il loro periodo d'oro a metà degli anni 2000, quando la crescita del commercio globale era alle stelle in mezzo all'iper-globalizzazione. Con il commercio ampiamente sotto pressione a causa del crescente protezionismo e del cambiamento delle catene di approvvigionamento, trovare economie che siano ancora in grado di far crescere le esportazioni in questo ambiente diventa un fattore importante.

Un quadro a tre fattori per investire nei ME



Come possono gli investitori trovare opportunità nell'ambiente attuale? Pensiamo che il diagramma di Venn offra un quadro utile.

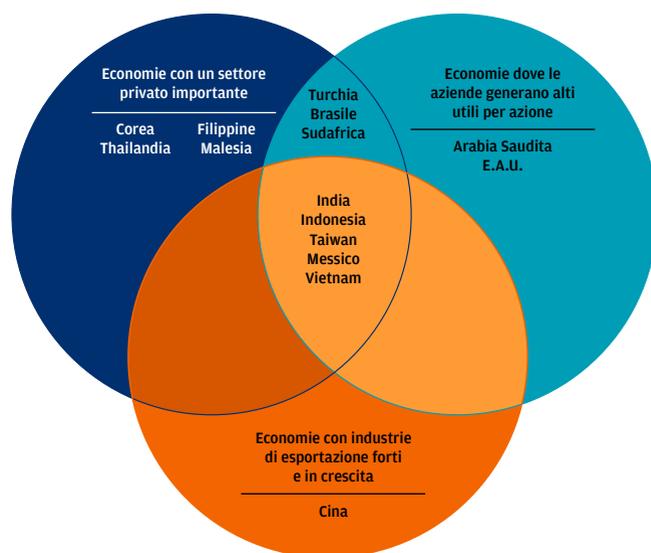
Osservate le economie che si trovano al centro del diagramma di Venn: una combinazione di settori privati fiorenti con un'interferenza governativa minima, aziende che valorizzano gli azionisti e aumentano gli utili, e esportazioni in crescita. Certamente, poche economie soddisfano questi criteri. Ed è proprio per questo che gli investitori devono essere particolarmente selettivi quando investono nei mercati emergenti.

Esaminando il primo fattore, la struttura economica, il settore privato è diventato il principale motore di crescita in molte economie, con una maggiore competitività che stimola una performance aziendale migliorata. Esempi includono mercati con una piccola quota di SOE, come India, Indonesia, Taiwan, Corea, Sudafrica e Turchia.

Quando consideriamo il secondo fattore, la governance aziendale—e più specificamente se le aziende creano valore per gli azionisti—India, Brasile, Indonesia, Taiwan e gli Emirati Arabi Uniti generano rendimenti sia attraverso la crescita dei profitti che dei dividendi, e soprattutto, tendono a non diluire il valore per gli azionisti. In questi paesi, le aziende si concentrano generalmente sull'aumento dei profitti e sul ritorno di quel valore agli azionisti; non a caso, le loro aziende tendono a far crescere gli utili per azione a un buon ritmo.

LA SELETTIVITÀ È IMPORTANTE QUANDO SI INVESTE NEI MERCATI EMERGENTI

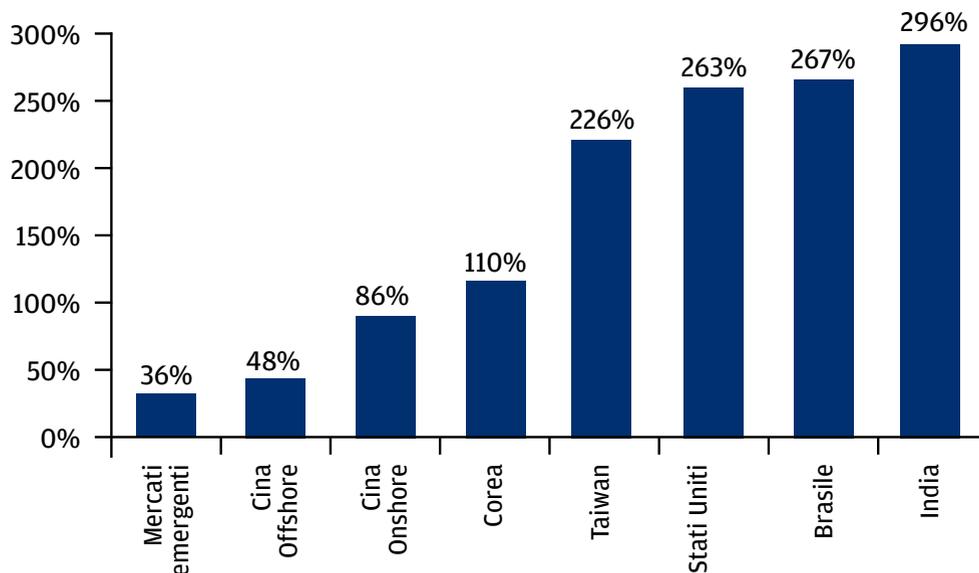
Un quadro per investire nei mercati emergenti



Fonte: J.P. Morgan Wealth Management.

ALCUNE AREE DEI MERCATI EMERGENTI HANNO VISTO CRESCERE I PROFITTI A UN RITMO IMPRESSIONANTE

Crescita degli utili per regione, valuta locale, settembre 2009-settembre 2024, %



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

Nota: I mercati emergenti sono indicati da MSCI Emerging Markets, la Cina offshore da MSCI China, la Cina onshore da CSI 300, la Corea da KOSPI, Taiwan da Taiex, gli Stati Uniti da S&P 500, il Brasile da Bovespa e l'India da SENSEX Index.

Passando al terzo fattore, il ruolo delle esportazioni, la Cina si distingue chiaramente. Una performance eccezionale delle esportazioni negli ultimi anni ha spinto la quota di mercato globale della Cina al 15% di tutte le esportazioni globali. Dal punto di vista di un investitore, l'aumento delle esportazioni cinesi è legato al ruolo del governo cinese nella promozione delle esportazioni. Un'economia con grandi sussidi governativi e sforzi di stimolo diretti ad aumentare l'offerta potrebbe non essere un contesto favorevole per i margini di profitto e la crescita degli utili.

Notiamo anche che la potenza di esportazione della Cina sfida molti altri mercati emergenti. L'eccedenza commerciale in crescita della Cina e la crescita delle esportazioni sia nei prodotti a bassa tecnologia che ad alta tecnologia stanno mettendo sotto pressione altri produttori globali.

Rapporti recenti che mostrano la Corea in deficit commerciale con la Cina nel kimchi evidenziano la portata della sfida per i mercati emergenti ex-Cina. Tuttavia, economie come Vietnam, India, Taiwan, Polonia e Turchia sono riuscite a guadagnare quote di mercato nelle esportazioni.

Quindi, dove dovrebbero rivolgersi gli investitori nella ricerca di quella combinazione sfuggente di alta crescita e alti rendimenti azionari? Nel nostro quadro a tre fattori, India, Indonesia, Taiwan e Messico si distinguono come i terreni di caccia più promettenti per gli investitori azionari. L'indice ME può deludere. Ma gli investitori che scelgono bene i loro punti e le loro azioni hanno il potenziale per realizzare rendimenti interessanti.



America Latina

Politica e politica monetaria: Una lezione di prudenza

Quando la Fed ha lanciato il suo tanto atteso primo taglio dei tassi pochi mesi fa, un ciclo globale di riduzione dei tassi ha preso piede.

Come potrebbe evolversi questo ciclo? Per rispondere a questa domanda, possiamo guardare alla politica monetaria dell'America Latina come a un caso di studio. In alcuni aspetti, è una storia rassicurante. La crescita economica in gran parte dell'America Latina rimane forte e l'inflazione è contenuta. Ma in altri aspetti, è una lezione di prudenza. La politica e le politiche sono qui fondamentali.

Il modo in cui la politica monetaria e la politica fiscale interagiscono sarà particolarmente rilevante man mano che molti paesi si avvicinano a un "attivismo fiscale", con un aumento della spesa e degli investimenti pubblici. Mentre gli investitori considerano l'impatto di questo ciclo di riduzione dei tassi sulle economie e sui mercati, la storia latinoamericana può offrire lezioni utili.

Iperinflazione e le lezioni della storia

L'America Latina ha lottato notoriamente con l'iperinflazione dagli anni '70 fino alla metà degli anni '90, quando le banche centrali hanno svolto un ruolo cruciale nel contenerla. La privatizzazione delle industrie statali, la liberalizzazione del commercio e l'imposizione di misure di austerità sono state anch'esse importanti. Ma l'istituzione di politiche monetarie chiare e prevedibili, indipendenti dal potere esecutivo, si è rivelata decisiva.

Il Cile ha aperto la strada concedendo autonomia alla sua banca centrale nel 1989. Molti altri paesi hanno seguito l'esempio negli anni '90. Il Brasile, la più grande economia della regione, ha reso la sua banca centrale indipendente nel 2021.

Al contrario, i paesi che hanno minato l'indipendenza della banca centrale, come l'Argentina e il Venezuela, continuano a lottare per mantenere l'inflazione sotto controllo.

LE RIFORME LEGALI HANNO INTRODOTTO UNA MAGGIORE AUTONOMIA PER LE BANCHE CENTRALI LATINOAMERICANE

Indipendenza delle banche centrali in America Latina prima e dopo le riforme legali, paesi selezionati

Paesi	Anno di riforma	Prima della rif.	Dopo la riforma	Paesi	Anno di riforma	Prima della rif.	Dopo la riforma
Argentina	1992	0,4	0,8	Messico	1993	0,39	0,64
Bolivia	1995	0,3	0,8	Nicaragua	1992	0,45	0,7
Brasile	2021	0,25	*	Paraguay	1995	0,38	0,62
Cile	1989	0,1	0,82	Perù	1992	0,43	0,8
Colombia	1992	0,27	0,69	Uruguay	1995	0,18	0,71
Costa Rica	1995	0,44	0,73	Venezuela	1992	0,43	0,73
Rep. Dominicana	2002	0,37	0,65	Stati Uniti	**		0,48
Honduras	1997	0,36	0,67	Unione Europea	**		0,86

Fonte: Banca Mondiale. Dati al 2017.

Nota: L'indice di indipendenza delle banche centrali si basa sulle disposizioni legali delle leggi sulle banche centrali e sulla legislazione correlata. Il valore complessivo dell'indice fluttua su una scala continua da zero a uno, con valori più alti che indicano una maggiore indipendenza legale delle banche centrali. I paesi in cui una legislazione successiva ha in parte annullato queste riforme sono contrassegnati con un asterisco. *La banca centrale del Brasile è diventata effettivamente indipendente nel 2021, ma non c'è un punteggio aggiornato. **Negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, non ci sono state riforme specifiche per modificare il punteggio.

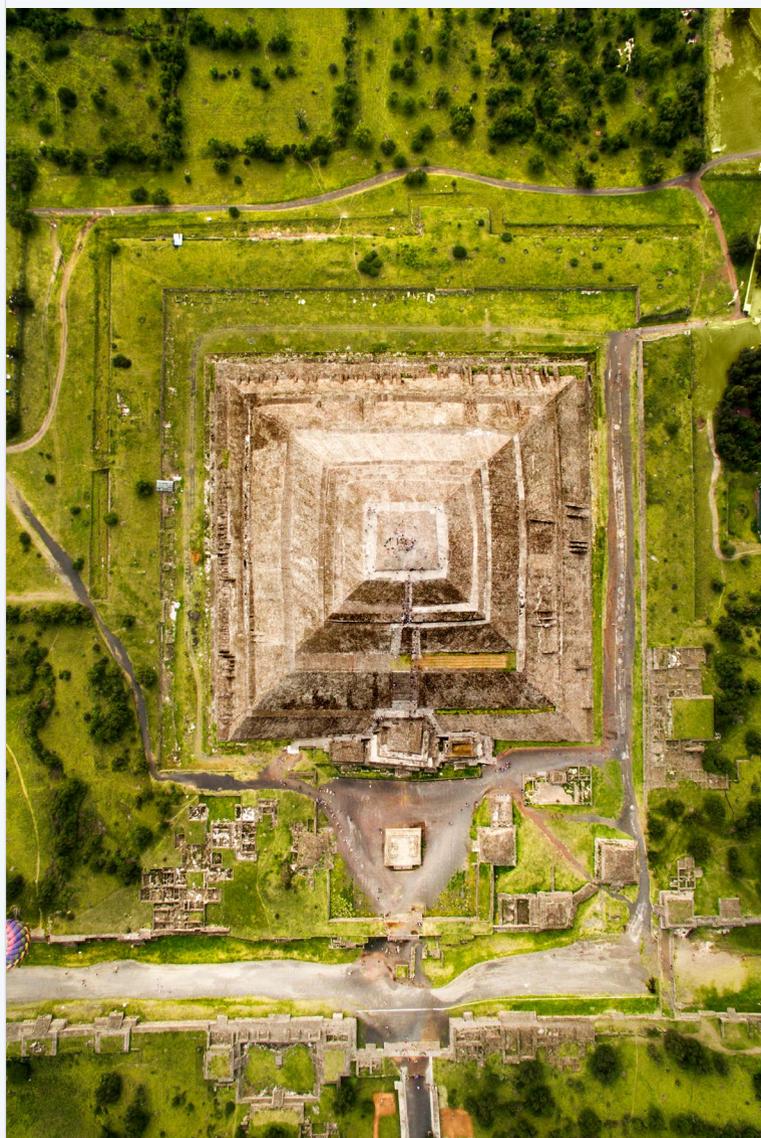
Politica dopo la crisi finanziaria globale e il COVID

Gli ultimi 15 anni sono stati un periodo di sfide per la politica monetaria, ma di un tipo diverso. La crisi finanziaria globale ha sconvolto le nozioni tradizionali di ciò che le banche centrali potevano e non potevano fare. Per stabilizzare il sistema finanziario, la Fed e altre banche centrali hanno preso misure senza precedenti, inclusi tassi di interesse a zero e allentamento quantitativo (acquisto di titoli di stato e altri attivi finanziari per il bilancio della banca centrale).

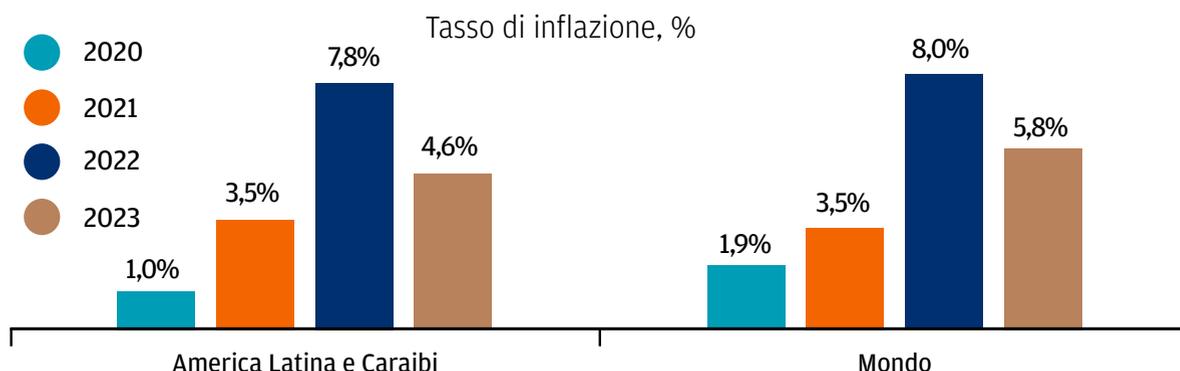
Questo “attivismo monetario” ha fornito stabilità, ma col senno di poi, è chiaro che ha anche aumentato i prezzi degli attivi a rischio. Essenzialmente, con i tassi di cassa vicini allo zero, gli investitori in cerca di rendimento hanno dovuto cercare, e di conseguenza aumentare le offerte, su attivi con più rischio.

Durante questo periodo, le banche centrali in America Latina hanno ridotto i tassi di politica monetaria di oltre 500 punti base dal T3 2008 al T4 2009. Hanno anche abbassato i requisiti di riserva e preso altre misure per aumentare la liquidità, inclusa la fornitura di liquidità in USD nei mercati FX per alleviare la volatilità a breve termine delle valute locali.

Il shock del COVID ha innescato un rinnovato attivismo monetario da parte di molte banche centrali delle economie sviluppate. Le banche centrali latinoamericane, da parte loro, hanno mantenuto una politica monetaria più tradizionale. Di fronte alla minaccia di un’inflazione implacabile, hanno aumentato i tassi più rapidamente e con più forza rispetto ad altre grandi banche centrali.

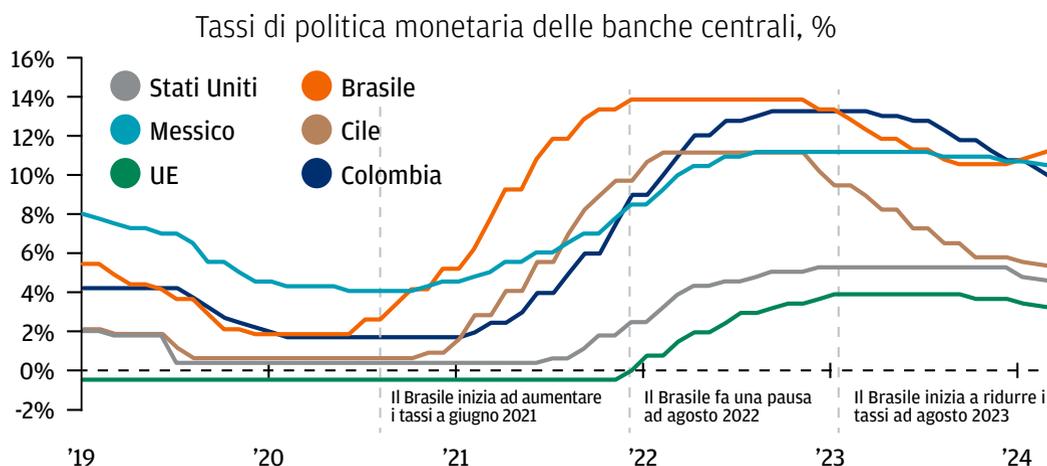


LE BANCHE CENTRALI LATINOAMERICANE HANNO CONTROLLATO L'INFLAZIONE POST-COVID PIÙ RAPIDAMENTE DI MOLTI DEI LORO PARI GLOBALI



Fonte: Fondo Monetario Internazionale. Dati al 31 dicembre 2023.

DURANTE IL COVID, LE BANCHE CENTRALI LATINOAMERICANE HANNO AUMENTATO I TASSI PIÙ RAPIDAMENTE DI ALTRE GRANDI BANCHE CENTRALI



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 7 novembre 2024.

Due vie per controllare l'inflazione

Di conseguenza, le banche centrali latinoamericane hanno controllato l'inflazione post-COVID più rapidamente di molti dei loro pari globali.

Quando la Fed ha iniziato ad aumentare i tassi nel marzo 2022, le principali banche centrali dell'America Latina avevano già aumentato i tassi di 525 punti base in media. Quando la Fed ha sospeso gli aumenti a settembre 2023, sia il Brasile che il Cile stavano già allentando.

Il significativo differenziale di tasso reale rispetto agli Stati Uniti ha permesso alle principali valute latinoamericane di apprezzarsi considerevolmente.

Questo è stato particolarmente vero per il peso messicano (MXN), che ha anche beneficiato di fondamentali macroeconomici favorevoli (crescita solida, inflazione contenuta, deficit fiscali e delle partite correnti gestibili).



Pressione politica, instabilità economica

In ogni misura, la politica monetaria dell'America Latina è stata un successo. Tuttavia, apprendiamo (e non per la prima volta) che la stabilità dei prezzi e una politica monetaria prudente non possono garantire la stabilità economica. Questo è particolarmente vero man mano che le economie diventano più aperte ai flussi di capitali esteri e la politica guida la politica fiscale. La retorica politica può facilmente minare la credibilità delle banche centrali. L'espansione fiscale guidata da considerazioni elettorali spesso compromette una politica monetaria altrimenti efficace.

Alcuni esempi:

In Brasile, gli attacchi diretti del presidente Luiz Inácio Lula da Silva alla banca centrale, uniti alla bassa credibilità del governo riguardo agli obiettivi fiscali, hanno portato a maggiori aspettative di inflazione. Di conseguenza, anche se l'inflazione è relativamente modesta al 4,4%, la banca centrale del Brasile (COPOM) ha riavviato il ciclo di inasprimento. Ha aumentato i tassi di 75 punti base, con altri 50 punti base di aumenti previsti entro la fine dell'anno, mentre la banca centrale cerca di controllare le aspettative di inflazione.

Altrove nella regione, la politica ha esercitato pressione sia sulla stabilità dei prezzi che sulla crescita economica. La Colombia affronta uno dei deficit fiscali più alti della regione, e l'agenda di riforma del presidente Gustavo Petro aggrava il problema minando gli investimenti privati e la certezza degli investimenti. In Messico, l'ex presidente Andrés Manuel Lopez Obrador ha sfruttato la schiacciante vittoria elettorale del partito Morena per portare avanti un'agenda di riforma radicale, sollevando interrogativi sull'impegno del governo ad attrarre investimenti privati in mezzo alla rilocalizzazione globale delle catene di approvvigionamento. Ora spetta alla presidente Claudia Sheinbaum controllare un deficit fiscale dilagante e ricostruire la credibilità minata dello stato di diritto del Messico.

Dai loro minimi post-COVID, le valute di Brasile, Colombia e Messico si sono deprezzate in media del 16%, e gli spread sovrani si sono ampliati di 31 punti base in media. Allo stesso tempo, i mercati azionari hanno guadagnato, in media, "solo" il 31% in termini di valuta locale (rispetto a un guadagno del 67% nei mercati statunitensi).

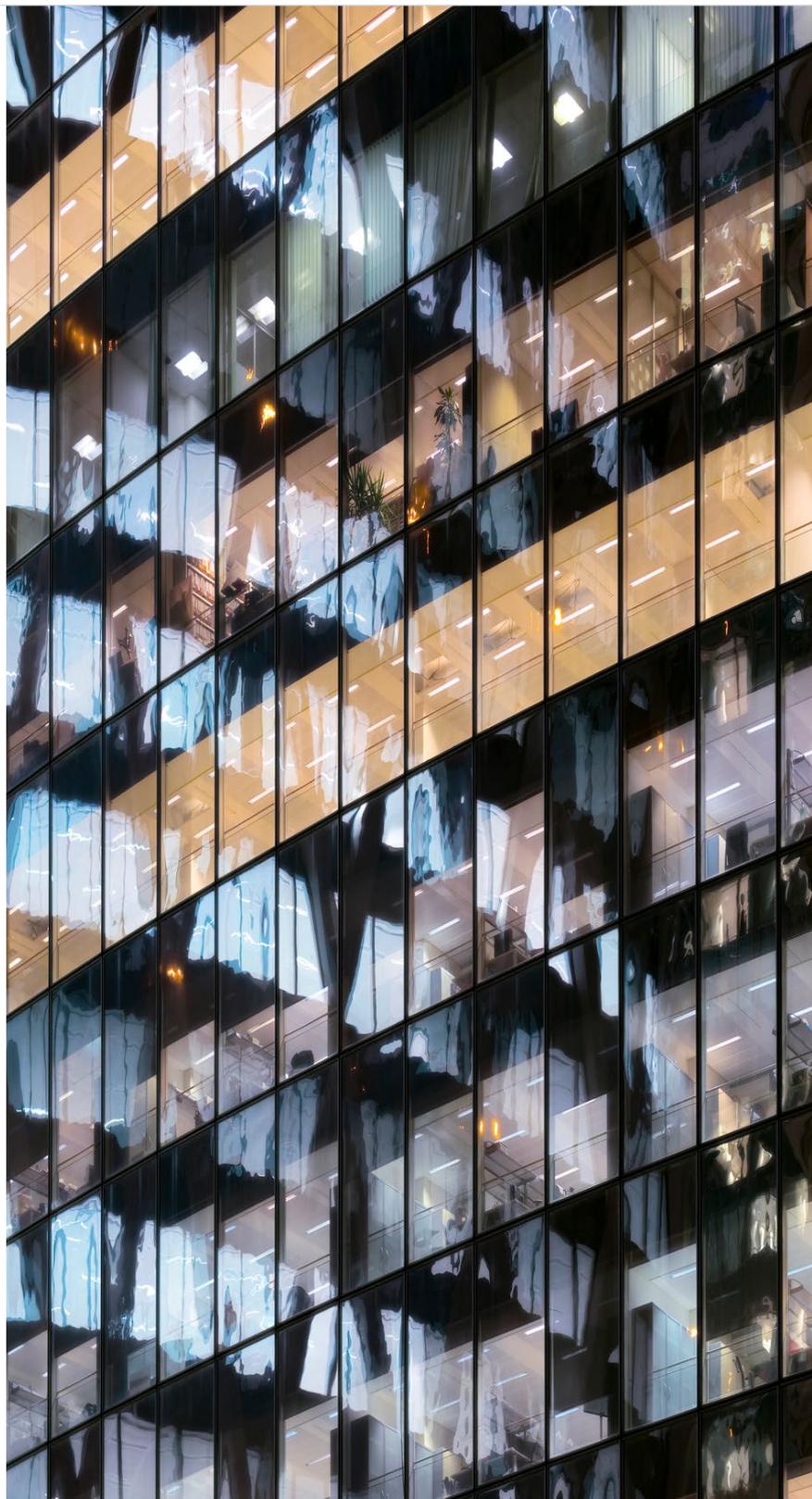
Come illustrano questi esempi, il rischio politico ha il potenziale di compromettere la stabilità economica. A nostro avviso, **gli investitori nei mercati latinoamericani potrebbero voler sfruttare le forti tendenze a lungo termine come il nearshoring, ma dimensionare correttamente gli investimenti per mitigare il rischio di volatilità.**

Conclusione

Mentre la Fed e altre banche centrali continuano i loro cicli di allentamento, l'esperienza latinoamericana serve da lezione di prudenza. La politica monetaria tradizionale—soprattutto i primi aumenti dei tassi—si è dimostrata efficace nel controllare l'inflazione post-COVID. Ma più recentemente, le pressioni politiche hanno minacciato tale eredità. Questa è una lezione per i responsabili politici ovunque.



Europa



Non tutti i profitti dell'IA sono americani: Sbloccare il potenziale di crescita dell'Europa

Il ciclo industriale globale è stato in calo per gran parte degli ultimi due anni. È simile al long COVID: le interruzioni delle catene di approvvigionamento dell'era pandemica sono state difficili da superare. Le aziende europee affrontano sfide su diversi fronti, tra cui i mercati del lavoro, la concorrenza e la produttività. Pochi settori hanno lottato più della manifattura europea.

Ma guardando più da vicino, le prospettive sono più luminose. Crediamo che il 2025 sarà l'anno degli investimenti in capitale da parte dei governi e delle imprese, poiché i responsabili politici si concentrano sul supporto alla crescita economica e i CEO vedono opportunità di impiegare il loro capitale in modo redditizio. Questo è un tema chiave nella nostra prospettiva. Quindi, anche se la manifattura tradizionale ha rallentato, le aziende industriali europee innovative e redditizie sono ben posizionate per beneficiare dell'aumento degli investimenti in capitale in quattro aree chiave:

- **La catena del valore dell'IA**
- **Infrastrutture**
- **Aero-spaziale**
- **Difesa**

Riteniamo che i clienti possano trovare opportunità interessanti investendo in questi temi tramite aziende europee. In un portafoglio ben diversificato, le partecipazioni potrebbero anche completare le azioni tecnologiche basate negli Stati Uniti, che sono diventate sovrappesate in molti portafogli dei clienti, insieme a una maggiore esposizione al dollaro statunitense. Pensiamo che il dollaro sia strutturalmente sopravvalutato, il che rafforza l'argomento a favore del possesso di asset non statunitensi.

Inoltre, le aziende europee potrebbero beneficiare delle misure di stimolo e supporto recentemente implementate dalla Cina. Se la Cina continua con questo approccio nei mesi e nei trimestri a venire, potrebbe aumentare i ricavi per le aziende europee che sono partner commerciali chiave. Infatti, dopo gli Stati Uniti, la Cina è il secondo più grande partner commerciale dell'Europa.

Superare un difficile contesto macroeconomico

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) della manifattura europea è stato costantemente al di sotto della soglia chiave di 50 dalla metà del 2022. I PMI in Germania, la tradizionale potenza industriale europea e circa il 25% dell'economia dell'Eurozona, sono stati intorno ai bassi 40, una performance anemica rispetto al suo recente passato.



Riconosciamo il recente contesto macroeconomico sfidante. Dalla crisi finanziaria globale, l'Eurozona è rimasta indietro rispetto agli Stati Uniti sotto diversi aspetti.

Per le industrie europee ad alta intensità energetica, le sfide nell'approvvigionamento energetico e la regolamentazione governativa onerosa complicano ulteriormente il quadro.

I responsabili politici europei riconoscono la necessità di un'economia più competitiva. Il rapporto recentemente pubblicato dall'ex presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi, essenzialmente un piano per aiutare l'Eurozona a "riaccendere la crescita", offre alcune iniziative ponderate. Speriamo che alcune possano essere adottate nel tempo.

Traducendo le parole in azioni, la Commissione europea si è impegnata a investire 20 miliardi di euro all'anno nell'IA entro il 2030 per garantire che l'Europa rimanga competitiva in questo importante settore. Crediamo che questo sia un passo nella giusta direzione.

Sebbene la crescita del PIL in Europa sia debole, specialmente nel settore industriale, pensiamo che i driver strutturali—le forze che guidano una crescita duratura e non ciclica—possano "superare" le sfide macroeconomiche. I settori, in particolare le industrie europee, che supportano i driver strutturali nell'IA, nell'aerospaziale, nelle infrastrutture e nella difesa cresceranno probabilmente molto più velocemente dell'economia dell'area euro nel suo complesso.

³⁶ Fonti: HCOB, Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati a ottobre 2024.

³⁷ Fonte: Commissione Europea. Dati aggiornati al 31 dicembre 2023.

La catena del valore dell'IA

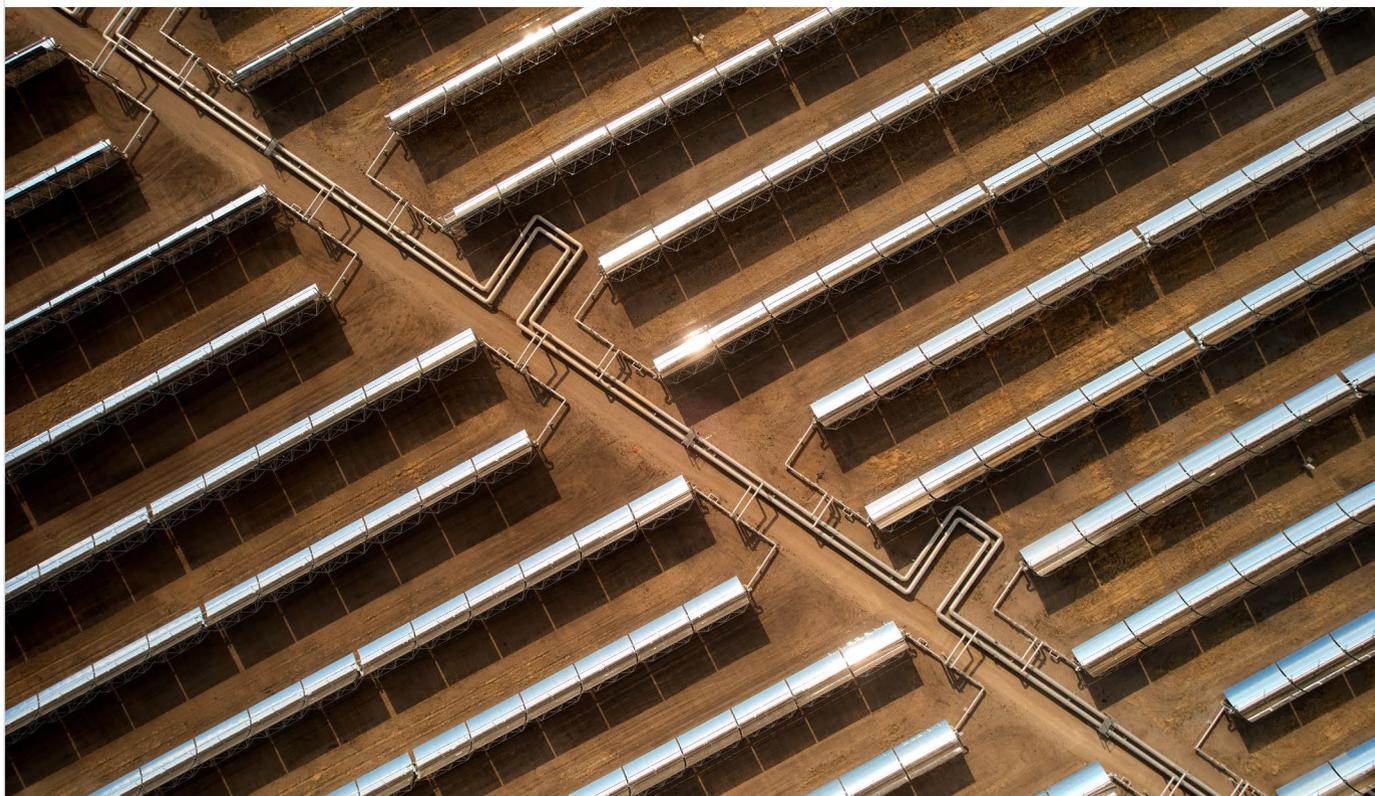
Crediamo che il mondo progredirà con un'adozione crescente dell'IA. Nell'ecosistema dell'IA, che include i produttori di semiconduttori e i creatori di grandi modelli linguistici, le aziende europee forniscono input critici.

In altre parole, queste aziende fanno parte della catena del valore dell'IA. Forniscono elettrificazione (i centri dati dell'IA hanno una domanda quasi insaziabile di energia), tecnologie di energia rinnovabile, macchinari di precisione ed esperienza ingegneristica.

Considerate: entro la fine del decennio, la transizione energetica globale potrebbe richiedere un investimento in capitale aggiuntivo di 1-2 trilioni di dollari all'anno.

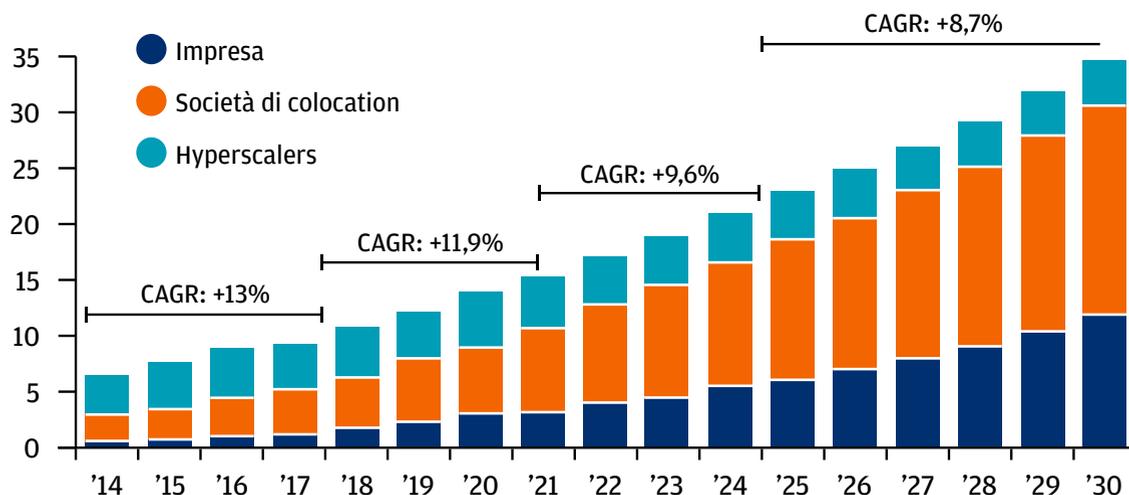
L'IA potrebbe guidare un aumento decuplicato del consumo di energia nei prossimi tre anni. Soddisfare questa domanda crescente richiederà un'innovazione continua, e le aziende energetiche europee stanno già lavorando per fornirla.

Nel settore immobiliare, le aziende europee stanno utilizzando l'IA per migliorare l'efficienza energetica e la sostenibilità degli edifici attraverso sistemi di gestione dell'energia "intelligenti". Si prevede che il mercato globale degli edifici intelligenti crescerà da 80,25 miliardi di dollari nel 2022 a 205,3 miliardi di dollari entro il 2031.



I CENTRI DATI DELL'IA HANNO UNA DOMANDA QUASI INSAZIABILE DI ENERGIA

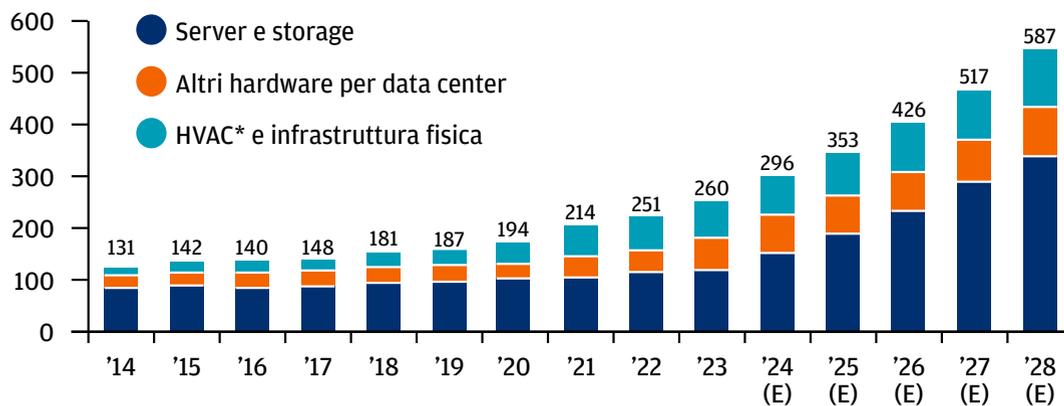
Consumo di energia dei centri dati per fornitore, gigawatt



Fonti: J.P. Morgan Wealth Management, Bloomberg Finance L.P. Dati al T2 2024.
CAGR: Tasso di crescita annuale composto.

SI PREVEDE CHE LE SPESE PER I CENTRI DATI RADDOPPIERANNO NEI PROSSIMI CINQUE ANNI

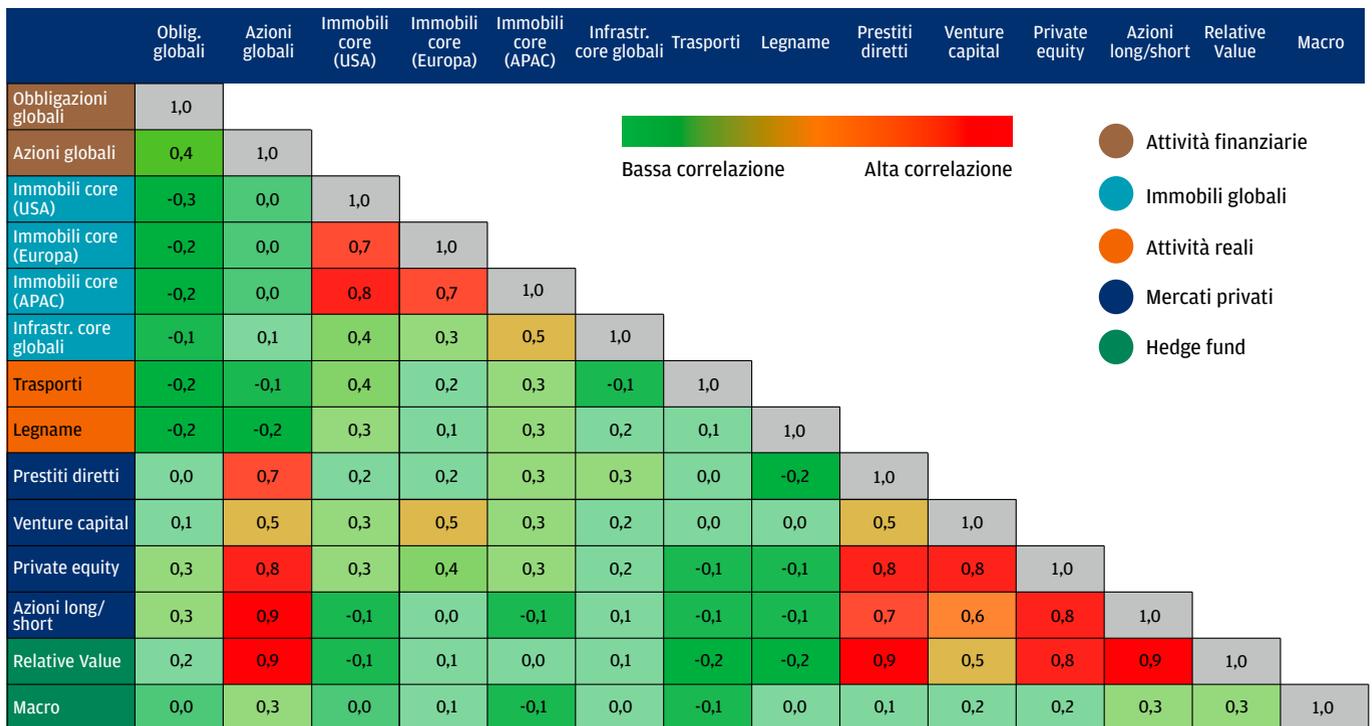
Spese in conto capitale globali per i centri dati, miliardi di dollari



Fonti: Dell'Oro, stima di J.P. Morgan. * HVAC sta per riscaldamento, ventilazione e condizionamento dell'aria. Dati di marzo 2024.

LE INFRASTRUTTURE PRIVATE E GLI ASSET REALI HANNO STORICAMENTE OFFERTO RENDIMENTI NON CORRELATI

Correlazioni dei mercati pubblici e privati, rendimenti trimestrali (T2 2008-T1 2024), %



Fonti: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF.
Nota: Verde = bassa correlazione.



Infrastrutture

Sempre più, i governi e le aziende si concentrano sull'investimento e la modernizzazione delle infrastrutture, comprese le strutture di trasmissione e distribuzione dell'elettricità, i sistemi energetici e i servizi pubblici. Nel settore dei trasporti, l'IA e l'elettificazione possono ottimizzare le operazioni portuali, ridurre la congestione e migliorare la logistica. Le aziende europee sono attive su più fronti, con un ruolo particolarmente importante nella transizione energetica.

Aero-spaziale

Le aziende europee sono anche nomi di spicco in un settore aerospaziale che potrebbe presto essere trasformato dall'elettrificazione e dall'IA. Ad esempio, la manutenzione predittiva guidata dall'IA può ridurre i tempi di inattività e i costi operativi. L'IA può migliorare la sicurezza analizzando vaste quantità di dati per prevedere e aiutare a prevenire potenziali guasti.

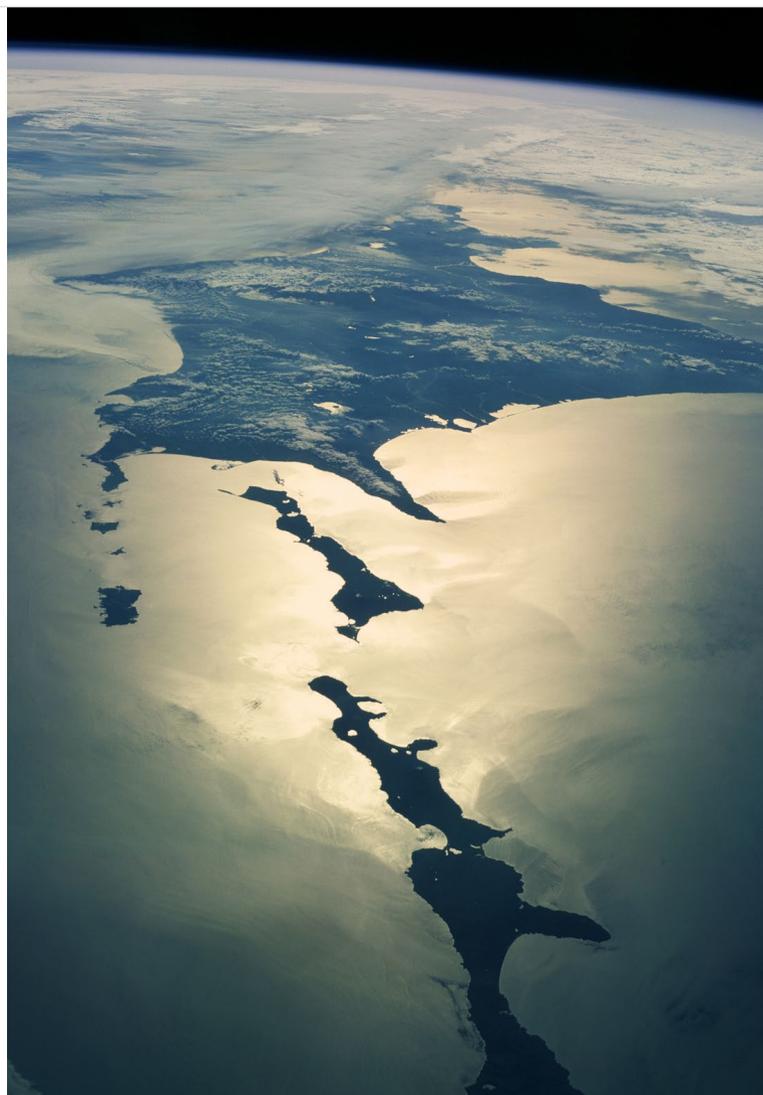
Molte flotte invecchiate hanno un bisogno sostanziale di manutenzione e sostituzione continua. Un forte mercato post-vendita sembra destinato a continuare, insieme a una domanda di aerei più nuovi, più avanzati e più efficienti dal punto di vista energetico.

Difesa

In un contesto di crescenti rischi geopolitici, i membri dell'Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord (NATO) stanno spendendo di più per la difesa. Infatti, tra i membri dell'UE della NATO, 16 dei 23 sono attualmente sulla buona strada per superare la soglia del 2% del PIL nel 2024, fino a un totale cumulativo di 360 miliardi di euro. Dieci anni fa, il membro medio era solo all'1,2% del PIL. Ci aspettiamo che la tendenza al rialzo continui, con spese sostanziali per le aziende di difesa, aerospaziale, tecnologia e logistica, tra le altre.

L'aerospaziale e l'IA sono essenziali per questi piani, e i partner industriali europei saranno probabilmente coinvolti in questi investimenti. Le principali aree di investimento includono la modernizzazione delle attrezzature, la cybersicurezza e le infrastrutture.

Nella difesa nazionale—come in qualsiasi industria globale—l'allocazione delle risorse a fornitori diversificati può distribuire il rischio e aumentare la resilienza. Investire in aziende allineate con il tema della difesa sembra promettente.



Strategia di portafoglio



Come potrebbero questi quattro temi adattarsi al vostro portafoglio?

L'aumento degli investimenti in capitale legati all'IA e al progresso tecnologico nell'economia globale è una forza strutturale, non ciclica, a nostro avviso. **Investire nella catena del valore dell'IA tramite aziende europee offre il potenziale per la crescita e la diversificazione geografica.** Riconosciamo l'"eccezionalismo americano" che ha contribuito alla sovraperformance del settore tecnologico statunitense. Crediamo anche che sia sensato completare quelle posizioni con un'esposizione internazionale ai temi legati all'IA.

Abbiamo fiducia che l'investimento in capitale nell'aerospaziale e nella difesa continuerà negli anni a venire. Queste saranno imprese critiche per le economie in un mondo incerto, offrendo opportunità di crescita a lungo termine per i portafogli dei clienti.

Infine, l'investimento in strategie di infrastrutture private offre caratteristiche interessanti, tra cui bassa volatilità, coerenza dei flussi di cassa e correlazioni basse o negative con le classi di attivi più ampie.

Conclusione

Le aziende europee continueranno a fornire input critici alla catena del valore dell'IA, ai settori delle infrastrutture, dell'aerospaziale e della difesa. Soprattutto per i clienti che si trovano con posizioni sovradimensionate nelle azioni tecnologiche statunitensi, vediamo il potenziale di un approccio globale ben diversificato per investire in queste quattro aree chiave di crescita. La “vecchia economia” dell'Europa ha recentemente incontrato delle sfide, ma l'economia di domani sta già prendendo forma.



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

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy & Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative 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

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Jay Serpe

Head of Alternative Investments Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI

Nota: Gli indici sono forniti a scopo illustrativo, non sono prodotti di investimento e non possono essere considerati per investimenti diretti. Gli indici sono uno strumento predittivo o comparativo intrinsecamente debole.

Tutti gli indici sono denominati in dollari statunitensi, salvo diversa indicazione.

Titoli Ibridi Preferenziali BAML: Sono strumenti finanziari emessi da Bank of America Merrill Lynch che combinano caratteristiche sia del debito che del capitale proprio. Offrono tipicamente dividendi fissi o variabili e hanno un diritto di prelazione sugli attivi superiore rispetto alle azioni ordinarie, ma possono non avere diritti di voto.

Indice Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y): Misura la performance delle obbligazioni governative denominate in euro emesse dai paesi della zona euro con scadenze comprese tra 7 e 10 anni. Serve come benchmark per gli investimenti in obbligazioni governative a medio termine nella zona euro.

Indice Bloomberg Global Aggregate: Un benchmark completo per i mercati globali del debito a tasso fisso di qualità investment grade, che comprende gli indici U.S. Aggregate, Pan-European Aggregate e Asian-Pacific Aggregate. Include una gamma diversificata di sottoindici standard e personalizzati classificati per liquidità, settore, qualità e scadenza.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond: Un benchmark completo per il mercato obbligazionario statunitense di qualità investment grade, denominato in dollari, a tasso fisso e tassabile. Include emissioni obbligazionarie tassabili con rating BBB o superiore, con una scadenza di un anno o più e un valore nominale in circolazione di almeno 100 milioni di dollari. L'indice comprende titoli del Tesoro, titoli legati al governo e alle imprese, MBS (titoli garantiti da ipoteca a tasso fisso di agenzia), ABS e sia CMBS di agenzia che non di agenzia.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield: Un indice che traccia la performance delle obbligazioni societarie ad alto rendimento, a tasso fisso, denominate in USD. Include titoli con rating Ba1/BB+/BB+ o inferiore da Moody's, Fitch e S&P, escludendo le obbligazioni di emittenti classificati come mercati emergenti da Bloomberg.

Indice Bovespa: L'Indice Ibovespa della Borsa di San Paolo (o Bovespa) è un indice di rendimento totale lordo ponderato per la capitalizzazione di mercato flottante ed è composto dalle azioni più liquide negoziate alla Borsa di San Paolo.

Spese in conto capitale (CapEx): Si riferisce ai fondi che un'azienda destina all'acquisizione o al miglioramento di beni fisici come proprietà, edifici industriali o attrezzature. Queste spese sono spesso utilizzate per avviare nuovi progetti o investimenti, aumentando il valore a lungo termine dell'azienda.

Indice Cliffwater Direct Lending: Un indice che misura la performance dei fondi di prestito diretto, che forniscono prestiti a società di mercato medio. Offre approfondimenti sulle caratteristiche di rischio e rendimento di questa classe di attivi, riflettendo le tendenze e la performance del mercato del debito privato.

Prestiti Ipotecari Commerciali (CML)–Senior: Una media ponderata per la capitalizzazione di mercato di tutti i mutui inclusi nell'Indice Gilberto-Levy dei Mutui Commerciali, riflettendo i dati alla fine del primo trimestre del 2024.

Indice dei Prezzi al Consumo: Misura la variazione media nel tempo dei prezzi pagati dai consumatori urbani per un paniere completo di beni e servizi. Questo indice copre tutti i gruppi di spesa ed è utilizzato per valutare l'inflazione e guidare la politica economica in un paese o regione.

Indice CSI 300: L'Indice CSI 300 è un indice ponderato per il flottante libero che consiste in 300 azioni di tipo A quotate sulle borse di Shanghai o Shenzhen. L'indice ha un livello base di 1000 al 31/12/2004.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

Indice EURO STOXX 50: L'Indice EURO STOXX 50, il principale indice di blue-chip per la zona euro, offre una rappresentazione di blue-chip dei leader di supersettore nella regione. L'indice copre 50 azioni di 11 paesi della zona euro. L'indice è concesso in licenza a istituzioni finanziarie per servire come sottostante per una vasta gamma di prodotti di investimento come fondi negoziati in borsa (ETF), futures, opzioni e prodotti strutturati.

Indice di Produttività del Lavoro dell'Unione Europea:

Misura l'efficienza del lavoro nell'UE valutando la retribuzione reale per dipendente. Questo indice valuta quanto efficacemente gli input di lavoro contribuiscono alla produzione economica, fornendo approfondimenti sulla performance economica e la competitività della regione.

Indice FTSE EPRA NAREIT Global REITs: Un indice che traccia la performance dei fondi di investimento immobiliare quotati (REIT) a livello mondiale, offrendo una visione completa del mercato immobiliare globale attraverso vari settori e regioni.

Indici HFRI (Hedge Fund Research, Inc.): Un insieme di indici che tracciano la performance di varie strategie di hedge fund. Questi indici forniscono benchmark per la performance degli hedge fund attraverso diversi stili, come equity hedge, event-driven, macro e valore relativo, offrendo approfondimenti sulle tendenze e i rendimenti complessivi dell'industria degli hedge fund.

Prodotto Interno Lordo: Il prodotto interno lordo (PIL) misura il valore di mercato finale di tutti i beni e servizi prodotti all'interno di un paese. È l'indicatore più frequentemente utilizzato dell'attività economica. L'approccio del PIL per industria (o PIL basato sulla produzione) è la somma del valore aggiunto lordo (produzione meno consumo intermedio) di tutti i settori industriali e dei servizi dell'economia (a prezzi di base), più tutte le tasse meno le sovvenzioni sui prodotti. Questo concetto è aggiustato per l'inflazione.

Indice KOSPI: L'Indice KOSPI è un indice ponderato per la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie sul tabellone principale della Borsa di Corea. L'indice è stato sviluppato con un valore base di 100 al 4 gennaio 1980. Nota: Le azioni privilegiate sono escluse nel calcolo dell'Indice KOSPI dal 14 giugno 2002.

Indice MSCI All-Country World: Un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato aggiustato per il flottante libero che misura la performance del mercato azionario attraverso mercati sviluppati ed emergenti a livello globale, offrendo una panoramica completa delle tendenze azionarie internazionali.

Indice MSCI Australia: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione del mercato australiano. Con 57 componenti, l'indice copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante libero in Australia.

Indice MSCI Brazil: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione in Brasile, coprendo circa l'85% del mercato azionario brasiliano.

Indice MSCI Canada: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione del mercato canadese. Con 85 componenti, l'indice copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante libero in Canada.

Indice MSCI China: Questo indice offre una copertura completa delle azioni di grande e media capitalizzazione attraverso varie classi di azioni cinesi, incluse azioni A, H, B, Red chips, P chips e quotazioni estere come gli ADR. Rappresenta circa l'85% del mercato azionario cinese.

Indice MSCI Mercati Emergenti: L'indice MSCI EM (Mercati Emergenti) è un indice azionario ponderato per il flottante libero che cattura la rappresentazione delle grandi e medie capitalizzazioni nei paesi dei mercati emergenti. L'indice copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante libero in ciascun paese.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

Indice MSCI Europa: Un indice di capitalizzazione di mercato aggiustato per il flottante libero progettato per misurare la performance azionaria nei mercati europei sviluppati.

Indice MSCI France: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione del mercato francese. Con 60 componenti, l'indice copre circa l'85% del mercato azionario francese.

Indice MSCI Global Private Infrastructure Asset: Un indice che traccia la performance degli investimenti in infrastrutture private a livello mondiale. Fornisce un benchmark per valutare i rendimenti e i rischi associati agli asset infrastrutturali, inclusi settori come trasporti, servizi pubblici ed energia.

Indice MSCI Global Property Fund: Misura la performance dei fondi di investimento immobiliare quotati a livello globale. Include una gamma diversificata di fondi immobiliari che investono in vari tipi di asset immobiliari, come proprietà commerciali, residenziali, industriali e al dettaglio. L'indice offre agli investitori una visione completa del mercato globale dei fondi immobiliari, fornendo approfondimenti sulla performance e le tendenze degli investimenti immobiliari attraverso diverse regioni e settori.

Indice MSCI India: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione in India, coprendo circa l'85% del mercato azionario indiano.

Indice MSCI Korea: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione in Corea del Sud, coprendo circa l'85% del mercato azionario coreano.

Indice MSCI Taiwan: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione in Taiwan, coprendo circa l'85% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante libero.

Indice MSCI Regno Unito: Misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione del mercato del Regno Unito. Con 77 componenti, l'indice copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante libero nel Regno Unito.

MSCI USA: Un indice che misura la performance dei segmenti di grande e media capitalizzazione del mercato azionario statunitense. Offre una visione completa delle tendenze e delle dinamiche del mercato azionario statunitense.

MSCI World: L'indice MSCI World è un indice azionario ponderato per il flottante libero. È stato sviluppato con un valore base di 100 al 31 dicembre 1969. MXWO include i mercati sviluppati mondiali e non include i mercati emergenti.

NASDAQ (Stati Uniti): Il NASDAQ è una delle principali borse statunitensi nota per la sua piattaforma di trading elettronico e il focus su aziende tecnologiche e orientate alla crescita. Ospita l'indice NASDAQ-100, che include 100 delle più grandi aziende non finanziarie quotate in borsa, rendendolo un indicatore chiave della performance del settore tecnologico.

Indice NCREIF Property–ODCE: L'indice NCREIF Open-End Diversified Core Equity (ODCE) è un benchmark che traccia la performance dei fondi immobiliari core aperti. Si concentra su proprietà diversificate e generatrici di reddito negli Stati Uniti, fornendo approfondimenti sulla performance del mercato immobiliare core.

Indice NCREIF Timberland Property: L'indice NCREIF Timberland è una misura composita di rendimento in serie temporale trimestrale della performance degli investimenti di un ampio pool di proprietà forestali individuali negli Stati Uniti acquisite sul mercato privato a scopo di investimento.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

Indice delle Spese per Consumi Personali (PCE): Una misura completa dei prezzi pagati per beni e servizi dai residenti statunitensi o per loro conto. Cattura efficacemente l'inflazione o la deflazione attraverso un ampio spettro di spese dei consumatori e riflette i cambiamenti nel comportamento dei consumatori.

Indice dei Direttori degli Acquisti: Le indagini PMI tracciano il sentiment tra i responsabili degli acquisti nelle aziende manifatturiere, di costruzione e/o di servizi. Un indice di sentiment complessivo è generalmente calcolato dai risultati delle indagini su produzione, ordini, inventari, occupazione, prezzi, ecc.

Indice Sensex: L'indice S&P BSE Sensex è un indice di mercato azionario ponderato per la capitalizzazione che traccia la performance di 30 aziende ben consolidate e finanziariamente solide quotate alla Borsa di Bombay (BSE) in India. È uno degli indici azionari più antichi e seguiti in India, servendo da barometro per il mercato azionario indiano e l'economia. Il Sensex ha una data e un valore base di 100 nel 1978-1979. L'indice è passato alla metodologia del flottante libero dal 01/09/03.

S&P 500®: Considerato ampiamente come il principale indicatore del mercato azionario statunitense, questo indice include 500 aziende leader nei principali settori, concentrandosi sul segmento delle grandi capitalizzazioni. Rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato totale, rendendolo un indicatore chiave della performance complessiva del mercato.

Indice TAIEX: L'indice della Borsa di Taiwan (TWSE), o TAIEX, è un indice ponderato per la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie quotate alla Borsa di Taiwan. L'indice ha un valore base di 100 basato sul suo livello del 1966. L'indice è anche noto come indice TSEC.

Rendimento del Tesoro USA a 10 Anni: Il tasso di interesse pagato dal governo degli Stati Uniti sul suo titolo del Tesoro a 10 anni. Serve come benchmark chiave per altri tassi di interesse e riflette il sentiment degli investitori sulle condizioni economiche future e sull'inflazione.

Indice di Produttività del Lavoro USA: Misura l'efficienza del lavoro nel settore delle imprese non agricole negli Stati Uniti calcolando la produzione reale per ora lavorata. Questo indice riflette quanto efficacemente gli input di lavoro sono convertiti in produzione economica, servendo come indicatore chiave della produttività e della performance economica.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

RISCHI CHIAVE

Le prospettive e le performance passate non garantiscono risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Si prega di fare riferimento alla sezione “Definizione degli Indici e Termini” per informazioni importanti. Tutte le aziende menzionate sono presentate a scopo illustrativo e non sono intese come raccomandazioni o approvazioni da parte di J.P. Morgan in questo contesto.

Tutti i dati di mercato ed economici sono aggiornati a ottobre 2024 e provengono da Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo diversa indicazione.

Questo materiale è solo a scopo informativo e può informarti su determinati prodotti e servizi offerti dalle attività di private banking, parte di JPMorgan Chase & Co. (“JPM”). I prodotti e i servizi descritti, così come le commissioni, le spese e i tassi di interesse associati, sono soggetti a modifiche in conformità con gli accordi di conto applicabili e possono variare tra le diverse località geografiche. Non tutti i prodotti e servizi sono offerti in tutte le località. Se sei una persona con disabilità e hai bisogno di ulteriore supporto per accedere a questo materiale, contatta il tuo team J.P. Morgan o inviaci un'email a accessibility.support@jpmorgan.com per assistenza. **Si prega di leggere tutte le Informazioni Importanti.**

A scopo illustrativo. Le stime, le previsioni e i confronti sono alla data indicata nel materiale.

Obbligazioni ad Alto Rendimento—Le obbligazioni ad alto rendimento (con rating pari o inferiore a BB+/Ba1) comportano un rischio maggiore poiché sono classificate al di sotto del grado di investimento, o potrebbero non essere classificate, il che implica un rischio maggiore di default dell'emittente. Inoltre, il rischio di declassamento del rating è più elevato per le obbligazioni ad alto rendimento rispetto alle obbligazioni di grado di investimento.

Investire in asset alternativi comporta rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali ed è adatto solo per investitori esperti. Gli investimenti alternativi comportano rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali e non dovrebbero essere considerati un programma di investimento completo.

Generalmente non sono fiscalmente efficienti e un investitore dovrebbe consultare il proprio consulente fiscale prima di investire. Gli investimenti alternativi hanno commissioni più elevate rispetto agli investimenti tradizionali e possono anche essere altamente indebitati e utilizzare tecniche di investimento speculative, che possono amplificare il potenziale di perdita o guadagno dell'investimento. Il valore dell'investimento può diminuire così come aumentare e gli investitori possono recuperare meno di quanto investito.

I prodotti strutturati coinvolgono derivati. Non investire in essi a meno che tu non comprenda appieno e sia disposto ad assumerti i rischi associati. I rischi più comuni includono, ma non sono limitati a, il rischio di sviluppi di mercato avversi o imprevisti, il rischio di qualità del credito dell'emittente, il rischio di mancanza di una standardizzazione uniforme dei prezzi, il rischio di eventi avversi che coinvolgono qualsiasi obbligazione di riferimento sottostante, il rischio di alta volatilità, il rischio di illiquidità/poco o nessun mercato secondario e conflitti di interesse. Prima di investire in un prodotto strutturato, gli investitori dovrebbero esaminare il documento di offerta, il prospetto o il supplemento al prospetto allegato per comprendere i termini effettivi e i rischi chiave associati a ciascun prodotto strutturato individuale. Qualsiasi pagamento su un prodotto strutturato è soggetto al rischio di credito dell'emittente e/o del garante. Gli investitori possono perdere l'intero investimento, cioè subire una perdita illimitata. I rischi elencati sopra non sono completi. Per un elenco più completo dei rischi coinvolti con questo particolare prodotto, si prega di parlare con il proprio rappresentante J.P. Morgan. Se hai dubbi sui rischi coinvolti nel prodotto, puoi chiarire con l'intermediario o cercare un consiglio professionale indipendente.

Le performance passate non garantiscono risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Gli investimenti nei mercati emergenti potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I mercati emergenti comportano un grado di rischio maggiore e una volatilità aumentata. Le variazioni dei tassi di cambio e le differenze nelle politiche contabili e fiscali al di fuori degli Stati Uniti possono aumentare o diminuire i rendimenti. Alcuni mercati esteri potrebbero non essere politicamente ed economicamente stabili come gli Stati Uniti e altre nazioni. Gli investimenti nei mercati emergenti possono essere più volatili.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

Gli investimenti in materie prime possono avere una maggiore volatilità rispetto agli investimenti in titoli tradizionali. Il valore delle materie prime può essere influenzato da cambiamenti nei movimenti complessivi del mercato, dalla volatilità degli indici delle materie prime, dalle variazioni dei tassi di interesse o da fattori che influenzano un'industria o una materia prima particolare, come siccità, inondazioni, condizioni meteorologiche, malattie del bestiame, embarghi, tariffe e sviluppi economici, politici e normativi internazionali. Investire in materie prime crea un'opportunità per un rendimento aumentato ma, allo stesso tempo, crea la possibilità di una perdita maggiore.

Non tutte le strategie di opzioni sono adatte a tutti gli investitori. Alcune strategie possono esporre gli investitori a rischi e perdite potenziali significativi. Gli investitori sono invitati a considerare attentamente se le opzioni o i prodotti o le strategie correlate alle opzioni siano adatti alle loro esigenze.

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

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

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.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI E DEI TERMINI & INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

Di conseguenza:

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

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

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

