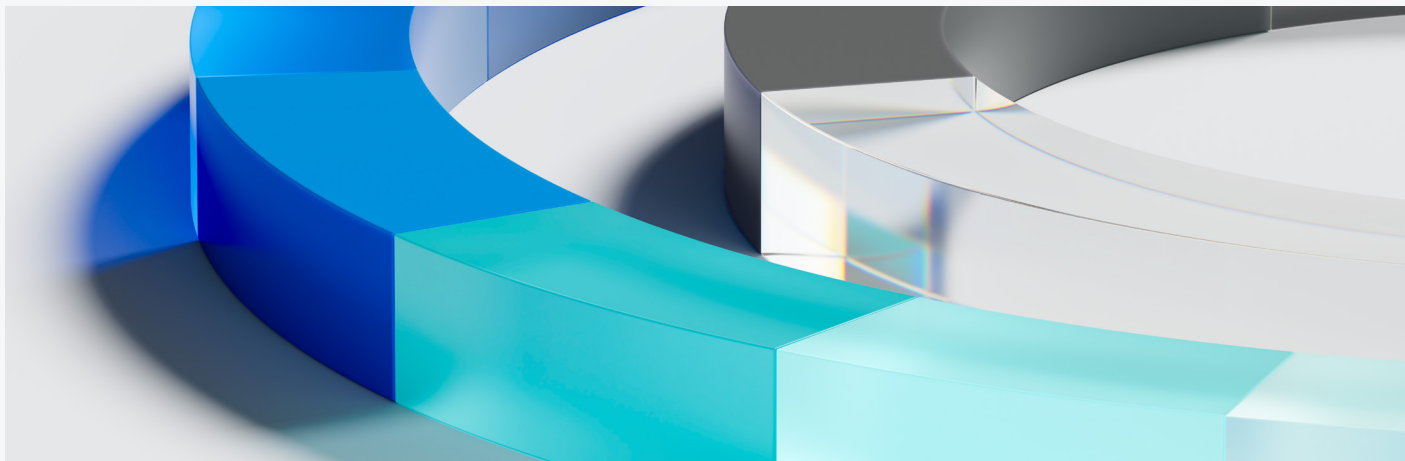


# Long-Term Capital Market Assumptions 2025

Executive summary | Punti di partenza più elevati, basi più solide



## In sintesi

- Pubblichiamo la 29ª edizione delle nostre Long-Term Capital Market Assumptions – LTCMA mentre una nuova era economica si sta delineando. Il mondo caratterizzato da bassi investimenti, bassa crescita e bassi tassi di interesse è ormai un lontano ricordo del secondo decennio del 2000. Al suo posto troviamo un'economia più sana, destinata a garantire una crescita più marcata, forti investimenti di capitale e tassi di interesse più elevati.
- I tassi di riferimento più elevati rafforzano i solidi rendimenti obbligazionari previsti, mentre una crescita più marcata supporta i rendimenti azionari. La nostra proiezione di rendimento del 6,4% per un portafoglio azionario-obbligazionario globale 60/40 in USD scende di 60 punti base (pb) rispetto all'anno scorso, una previsione in linea con la media di lungo periodo. Gli investimenti alternativi stanno riprendendosi da un periodo di ribassi e offrono rendimenti interessanti e possibilità di diversificazione.
- I governi sono passati dall'austerità all'attivismo fiscale. Affinché questo cambiamento possa stimolare la crescita reale senza limitarsi semplicemente ad alimentare l'inflazione, saranno necessari degli investimenti che rafforzino l'offerta anziché limitarsi a far crescere la domanda. Per evitare i rischi derivanti da un'inflazione più elevata potrebbe essere necessaria anche una riforma del mercato del lavoro e politiche migratorie ponderate. In ogni caso, l'elevata volatilità del mercato obbligazionario e delle valute sembra inevitabile.
- Un aumento delle tendenze di nazionalismo economico, pur non trattandosi di un processo di deglobalizzazione, mantiene valida la nostra previsione relativa a un'inflazione caratterizzata da volatilità e sottolinea l'importanza di attivi aventi un rapporto vantaggioso rispetto all'inflazione, come le materie prime e i real asset.
- Nel prossimo decennio, i vantaggi dell'intelligenza artificiale (IA) e dell'automazione si riverseranno sempre di più sull'economia in generale e probabilmente sosterranno gli utili aziendali. Al momento prevediamo un apporto di 20 pb alla crescita annua dei mercati sviluppati da parte dell'intelligenza artificiale e potrebbe essere una stima prudente. Fondamentalmente, ci aspettiamo che l'intelligenza artificiale migliori la produttività complessiva dei fattori, esercitando una pressione al ribasso sull'inflazione.
- Gli investitori dovranno gestire una serie di rischi, non ultimi quelli derivanti dalle tensioni geopolitiche che attualmente dominano le prime pagine dei giornali. Ma, nel complesso, le nostre LTCMA per il 2025 offrono una prospettiva ottimistica. Con l'aumento dei livelli di investimento e la normalizzazione dei tassi, emergerà un'economia sana, se non dinamica, che fornirà una solida base per i mercati finanziari.

La pubblicazione della 29a edizione delle nostre Long-Term Capital Market Assumptions i (LTCMA) avviene in un momento in cui alcune delle forze che hanno determinato la volatilità negli ultimi anni si stanno attenuando. Stanno diventando sempre più evidenti sia l'influenza duratura di queste forze sia il loro impatto sulla morfologia dell'economia e sui mercati finanziari.

Prevediamo che i prossimi 10-15 anni saranno caratterizzati da una maggiore spesa fiscale, da elevati investimenti di capitale e da tassi neutrali più alti, ma anche da una crescita più marcata. Le stime relative ai rendimenti restano elevate rispetto agli standard storici e riteniamo che l'economia globale sia oggi più sana di quanto non lo sia stata per gran parte dell'ultimo decennio. Le nostre proiezioni sul trend della crescita nominale per le economie del G7 sottolineano questa visione: le nostre previsioni per il 2025 vedono il quinto anno consecutivo di crescita, con un +3,9%, dal minimo pluriennale del 3,1% toccato nel 2020 (Figura 1A).

È vero, i rischi esistono. Deficit persistentemente elevati, crescenti tensioni geopolitiche, disuguaglianze di reddito e una crescente tendenza al nazionalismo economico sono tutti fattori che rappresentano una minaccia per le nostre prospettive. Crediamo, tuttavia, che l'investimento strutturale in attività produttive nel nostro orizzonte di

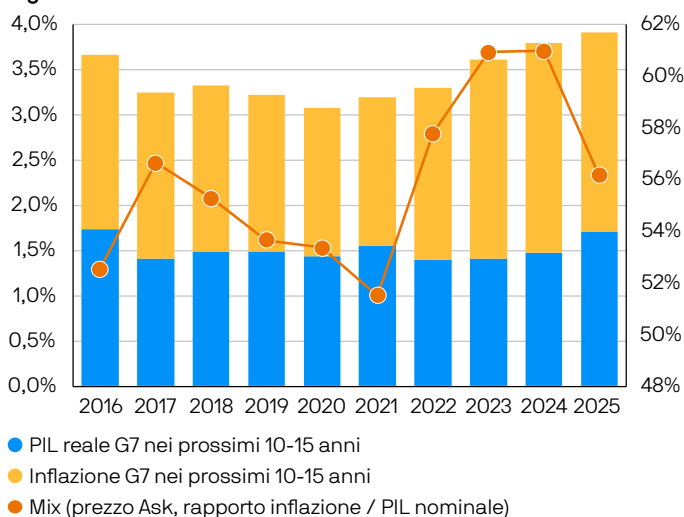
previsione segni un cambiamento decisivo e positivo rispetto al contesto caratterizzato da bassi investimenti, bassa crescita e bassi tassi di interesse dello scorso decennio.

Il rialzo del 17% delle azioni mondiali nei primi tre trimestri del 2024<sup>1</sup> crea inevitabilmente un punto di partenza più elevato (e quindi più impegnativo) per la valutazione delle azioni e di molti investimenti alternativi. La promessa di una maggiore produttività guidata dall'automazione e dall'intelligenza artificiale (IA), però, insieme al vento favorevole derivante dall'aumento del capitale,<sup>2</sup> compensano tale pressione di valutazione fornendo un impulso positivo alla crescita.

Una crescita più marcata comporta dei tassi monetari neutrali rispetto al ciclo più alti,<sup>3</sup> che a loro volta sostengono i rendimenti del reddito fisso. In combinazione con l'azionario, questo si traduce in una previsione di rendimento del 6,4% per un portafoglio azionario-obbligazionario globale USD 60/40, con un calo di 60 punti base rispetto all'anno scorso. Considerando che una semplice previsione "mark-to-market" relativa al rendimento dello scorso anno di un portafoglio 60/40 avrebbe ridotto la nostra previsione di oltre 100 punti base,<sup>4</sup> gli investitori in portafogli bilanciati sembrano essere ben posizionati per cogliere i vantaggi offerti dal miglioramento del contesto economico (Figura 1B).

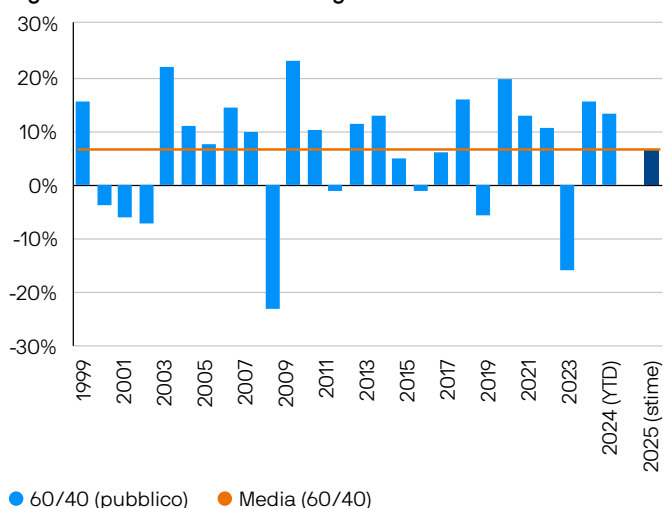
**Le prospettive di crescita dei mercati sviluppati continuano a migliorare; i rendimenti restano interessanti anche dopo i forti guadagni del 2024**

**Figura 1A: Proiezioni di crescita delle LTCMA nell'ultimo decennio**



Fonte: IMF World Economic Outlook, J.P. Morgan Asset Management; dati a settembre 2024.

**Figura 1B: 60/40 vs. storico lungo termine**



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2024.

<sup>1</sup> Rispecchia il rendimento dell'indice MSCI ACWI dal 31 dicembre 2023 al 30 settembre 2024.

<sup>2</sup> Aumento della quantità di capitale per lavoratore nell'economia.

<sup>3</sup> Neutro rispetto al ciclo: Il livello medio di un parametro chiave (rendimento o spread) che si presume prevalga dopo un periodo iniziale di normalizzazione.

<sup>4</sup> Quest'anno, le previsioni ACWI sono inferiori di 70 pb a causa di un impatto di 150 pb dovuto a fattori ciclici (a causa del rialzo azionario), compensato da un aumento di 80 pb dei rendimenti neutri rispetto al ciclo dovuto a migliori stime di margine e valutazione terminale; le previsioni aggregate sui titoli obbligazionari statunitensi sono inferiori di 50 pb.

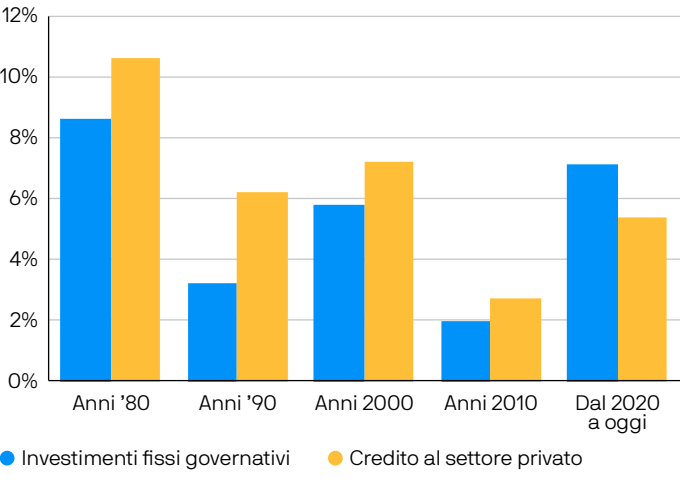
## Un forte investimento di capitale sostiene la crescita nominale

La pandemia, la crisi energetica e le opportunità offerte dalle nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale hanno rivitalizzato il desiderio di investire sia delle aziende che dei governi.

Ciò segna una netta inversione di tendenza rispetto alla caratteristica distintiva del decennio pre-pandemia: una situazione di carenza, in particolare per quanto riguarda gli investimenti nel settore pubblico. Si trattava di un classico caso di paradosso del risparmio<sup>5</sup> (Figura 2).

La riduzione dell'indebitamento post-crisi finanziaria globale è ormai alle spalle

Figura 2: Crescita media annua del credito al settore privato e degli investimenti fissi del governo



Fonte: Federal Reserve, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management; dati al 26 settembre, 2024.

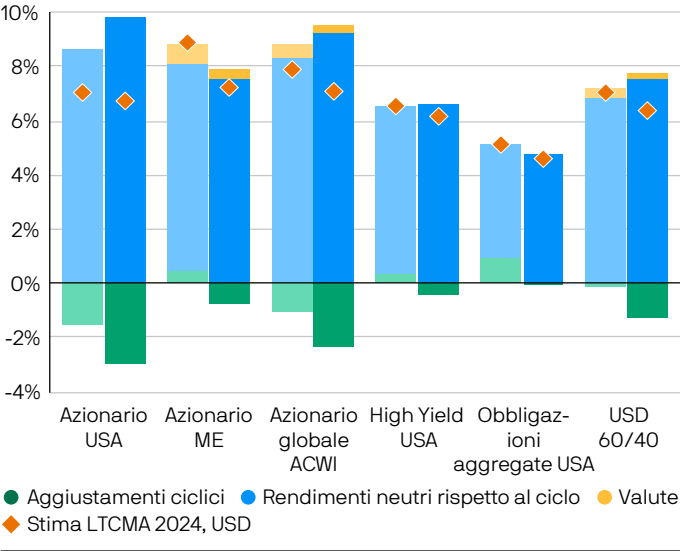
Nel corso degli anni '10 del 2000, l'attivismo monetario delle banche centrali (con una politica monetaria aggressiva) ha cercato di stimolare la spesa, ma i banchieri centrali hanno fatto fatica a contrastare le potenti forze che spingevano verso il risparmio. Le politiche monetarie non convenzionali in continua espansione e il forte aumento della base monetaria non hanno generato l'inflazione che molti partecipanti al mercato temevano, ma hanno invece fatto crescere i prezzi di alcuni attivi. Ciò ha ampliato le disuguaglianze, contribuendo a creare un clima politico più febbrile.

La pandemia ha costretto i governi a intraprendere una nuova strada. La crisi provocata dal Covid ha richiesto ingenti livelli di spesa, inizialmente per sostenere i redditi a breve termine delle famiglie e delle imprese, poi, in maniera crescente, per far fronte alle vulnerabilità nazionali esposte alla dipendenza dalle catene di approvvigionamento globali e aggravate dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e dalla crisi energetica globale.

Riteniamo che le prospettive di livelli di spesa fiscale più nella norma e positivi, insieme a forti investimenti di capitale privato, creino un contesto di base più ottimistico per quanto riguarda i rendimenti degli attivi (Figura 3).

I catalizzatori di rendimento per gli attivi chiave rivelano alcuni venti contrari ciclici

Figura 3: Catalizzatori di rendimento ciclici e neutri rispetto al ciclo per le previsioni degli attivi in USD dal 2024 al 2025



Fonte: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; dati aggiornati a settembre 2024.

\* Colonne sfumate = stime per il 2024; colonne in grassetto = stime per il 2025. USD 60/40 si riferisce a un portafoglio MSCI ACWI Equity e Bloomberg US Aggregate.

Durante la pandemia, l'interesse nazionale ha reso i governi sempre più propensi a investire. Già prima della pandemia, la popolazione dei Paesi sviluppati era decisamente stanca dell'austerità fiscale e della bassa crescita dei salari reali associata alla mancanza di investimenti.

Le implicazioni di questo cambiamento potrebbero essere significative. Gli investimenti nelle catene di fornitura, derivanti dall'interesse nazionale, rischiano in qualche modo di causare delle perdite. In teoria, almeno, allontanarsi dall'efficienza ricardiana<sup>6</sup> non rappresenta una svolta ottimale per la crescita economica nel lungo termine, poiché il commercio tende a far aumentare la concorrenza e la produttività. Nella pratica, però, le frizioni nella catena di fornitura in risposta a shock e fattori geopolitici potrebbero rendere più razionali le decisioni sul "near-sourcing" o sulla latenza nella catena di fornitura. Tuttavia, il confine tra le tutele della catena di fornitura e il protezionismo economico resta sottile.

<sup>5</sup> Il paradosso del risparmio descrive una situazione in cui gli individui che agiscono individualmente per risanare i propri bilanci non riescono a vedere miglioramenti perché altri individui agiscono in modo simile e il risultato è una crescita più debole e una domanda aggregata più bassa.

<sup>6</sup> Efficienza ricardiana: secondo l'economista del XVIII secolo David Ricardo, i Paesi concentrano la loro capacità produttiva sui beni nei quali hanno un vantaggio competitivo.

Gli investimenti nelle infrastrutture nazionali, nella sicurezza, nel settore dell'energia e nella catena di fornitura sono risposte alle debolezze del passato. Gli investimenti in nuove tecnologie, in particolare l'intelligenza artificiale, l'automazione, la robotica e terapie per le malattie croniche, sono risposte alle attuali opportunità. Sia che questi investimenti abbiano l'effetto di aumentare la produttività del lavoro, di ridurre i costi delle unità di produzione o di migliorare il capitale umano, hanno in ogni caso il potenziale per rafforzare l'economia.

Tra questi investimenti, l'intelligenza artificiale è quello di più ampia portata e più accessibile nel nostro orizzonte di previsione di 10-15 anni. Aggiungiamo quest'anno un ulteriore incremento di 10 pb alle nostre previsioni di crescita per contemplare l'impatto dell'intelligenza artificiale, portando la nostra stima dell'impatto annuale dell'IA sul PIL<sup>7</sup> in quello che è il nostro orizzonte di previsione per arrivare a +20 pb per i mercati sviluppati e +10 pb per i mercati emergenti. Per essere chiari, tale cifra potrebbe sottostimare notevolmente il reale impatto di questa tecnologia man mano che si integrerà completamente e in maniera più ampia nell'economia.

In parole povere, gli investimenti stanno avvenendo in tutta l'economia e stanno stimolando la crescita nominale. Gli investitori vedranno tutto questo inizialmente manifestarsi nella politica monetaria: i tassi originariamente aumentati per effetto dell'inflazione probabilmente rimarranno più alti a causa della crescita.

## Attivismo fiscale: aumento degli investimenti governativi con l'austerità che non è più in agenda

Le nostre aspettative relative a un continuo attivismo fiscale potrebbero sembrare in contrasto con i livelli del debito pubblico, che sono addirittura più alti di quelli successivi alla crisi finanziaria. Tuttavia, a nostro avviso, un ritorno all'austerità sembra politicamente irrealizzabile.

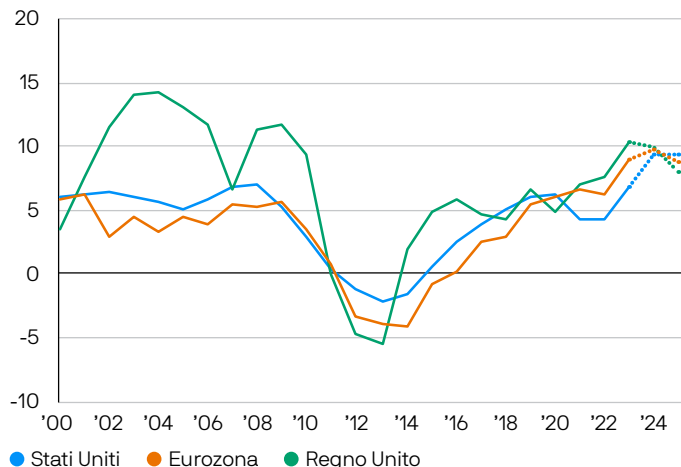
I governi stanno riscontrando una maggiore richiesta sia di spese in conto capitale (**Figura 4**) sia di spese quotidiane legate all'invecchiamento della popolazione. Sarà fondamentale il modo in cui i governi stabiliranno le priorità nella gestione delle spese: soprattutto sarà di vitale importanza concentrare le risorse sulla creazione di capitale produttivo. Maggiori investimenti, in particolare una maggiore spesa fiscale, comportano il rischio di una cattiva allocazione del capitale. Ciò significa che la domanda aumenta senza creare attività produttive, generando così un rischio di inflazione al rialzo nel breve periodo e aumentando la volatilità dell'inflazione nel medio termine.

La spesa in catene di fornitura, approvvigionamento locale e difesa nazionale richiede il mantenimento di un delicato equilibrio per evitare di oltrepassare la sottile linea rossa tra investimenti giudiziosi ed eccessi che alimentano

l'inflazione. Al contrario, gli investimenti nell'elettrificazione, nelle reti energetiche sostenibili e nell'integrazione dell'intelligenza artificiale nell'economia possono potenzialmente incrementare la capacità produttiva nel lungo periodo.

**Si prevede che gli investimenti governativi rimarranno a livelli elevati, in netto contrasto con il periodo precedente alla crisi finanziaria globale**

**Figura 4: % variazione anno su anno, media mobile a 3 anni**



Fonte: Deutsche Bundesbank, INE, INSEE, ISTAT, LSEG Datastream, OECD, J.P. Morgan Asset Management; dati al 27 giugno, 2024. Il grafico mostra l'andamento degli investimenti fissi lordi del governo. Stime OCSE. L'Eurozona rappresenta la media ponderata del PIL di Francia, Germania, Italia e Spagna.

Per migliorare la crescita reale, senza limitarsi semplicemente ad alimentare l'inflazione, saranno necessari degli investimenti che rafforzino l'offerta anziché limitarsi a far crescere la domanda. Degli investimenti mirati a migliorare anche la produttività del lavoro nel lungo periodo, soprattutto se abbinati a una necessaria riforma del mercato del lavoro e a una politica migratoria pragmatica, possono far sì che la spesa stimoli la crescita reale anziché fare aumentare semplicemente i rischi di inflazione a lungo termine.

In ogni caso, gli investimenti fiscali devono essere recepiti chiaramente come appetibili dagli investitori internazionali, affinché questi siano disposti ad acquistare titoli di Stato e, in ultima analisi, a finanziare l'investimento a tassi di interesse ragionevoli. Solo il tempo ci dirà se i governi saranno in grado di resistere alle pressioni politiche e di concentrare la spesa su incrementi di crescita a lungo termine, piuttosto che su sussidi a breve termine per ottenere più consensi dagli elettori.

Talvolta si sostiene che gli investimenti pubblici sostituiscano quelli privati. Nei dati troviamo, tuttavia, poche prove di ciò e riteniamo che una maggiore disponibilità dei governi a investire sia un prerequisito necessario per una fase favorevole per gli investimenti del settore privato.

<sup>7</sup> Nelle LTCMA dell'anno scorso, abbiamo incrementato di 10 pb le nostre previsioni di crescita nei mercati sviluppati (MS) legate all'intelligenza artificiale. Quest'anno, aggiungiamo ulteriori 10 pb all'incremento della crescita dei mercati sviluppati (portando il totale a +20 pb) e 10 pb alle previsioni di crescita dei mercati emergenti (ME) legate all'intelligenza artificiale.

“Ceteris paribus”, l’effetto dell’aumento del capitale aggiunge circa 10 pb alle stime relative al PIL annuale dei mercati sviluppati. In un orizzonte temporale più lungo, pari a 10-15 anni, alcuni di questi investimenti potrebbero incrementare la produttività totale dei fattori (TFP), in particolare quelli legati all’intelligenza artificiale. Includiamo un modesto incremento della produttività complessiva dei fattori nei Paesi sviluppati, anche se è probabile che si accumuli negli anni successivi.

Una crescita nominale più marcata presuppone dei tassi neutrali più alti<sup>8</sup> nel nostro orizzonte di previsione. Poiché le autorità fiscali hanno tolto il piede dai “freni economici”, le autorità monetarie non hanno più bisogno di premere l’acceleratore.

Un mix più equilibrato di politiche monetarie e fiscali rifletterà e contribuirà a una maggiore crescita nominale. In questo contesto, i tassi di interesse più elevati, temuti dagli investitori per gran parte degli ultimi anni, saranno accettati come un sintomo positivo di una fase di crescita economica più forte e più sana.

Quest’anno, la nostra stima relativa ai rendimenti monetari in USD è di 20 pb superiore e spinge verso l’alto l’intero insieme di attivi, in particolare le obbligazioni (Figura 5). Il reddito fisso contribuirà ancora una volta a rafforzare i rendimenti del portafoglio con un reddito più consistente e costante (Figura 6).

Notiamo il rischio di una maggiore volatilità nei prezzi dei titoli di Stato. Una maggiore spesa fiscale e una minore necessità, o volontà, delle banche centrali di impegnarsi in un allentamento quantitativo (QE) implicano che il mercato obbligazionario abbia una maggiore capacità di punire la dissolutezza fiscale. In altre parole, le obbligazioni potrebbero riprendere il loro ruolo di forza di polizia economica globale. Come ha scoperto a sue spese Liz Truss, primo ministro del Regno Unito in carica per un breve periodo (dal 6 settembre al 25 ottobre 2022), e come hanno scoperto con sgomento i titolari di mutui del Regno Unito, il giudizio del mercato obbligazionario può essere rapido e brutale. Se i mercati obbligazionari torneranno a fungere da barometro della solidità fiscale, ciò potrebbe avvenire al prezzo di una maggiore volatilità.

Sebbene tassi di interesse più elevati facciano aumentare il costo del capitale, riteniamo che le aziende con maggiori spese in conto capitale e un vantaggio competitivo potrebbero essere premiate nel lungo termine. Mentre usciamo da una fase di investimenti limitati per addentrarci in una di potenziale boom delle spese in conto capitale, investire da una posizione di forza è un aspetto positivo, sia per una singola azienda che per l’intera economia.

Le elevate ipotesi dei tassi di liquidità supportano le previsioni di rendimento in tutto il reddito fisso

Figura 5: Tabella dei rendimenti chiave del reddito fisso (G4 ed debito dei mercati emergenti)

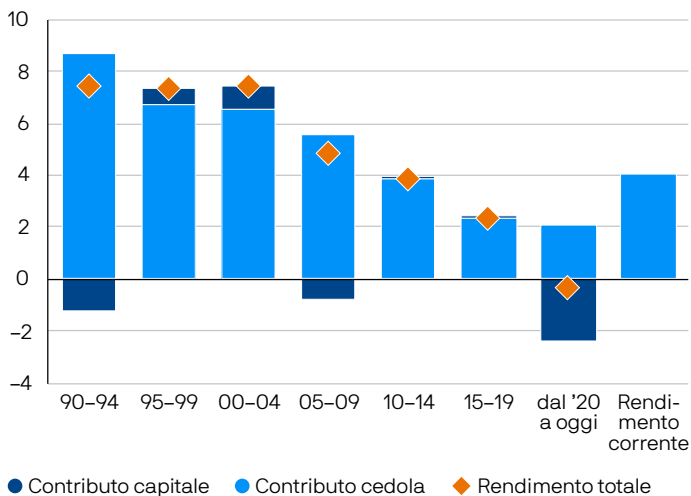
	USD		GBP		EUR		JPY	
	Tassi neutri rispetto al ciclo	Rendimento atteso 2025	Tassi neutri rispetto al ciclo	Rendimento atteso 2025	Tassi neutri rispetto al ciclo	Rendimento atteso 2025	Tassi neutri rispetto al ciclo	Rendimento atteso 2025
Inflazione	2,4%		2,2%		2,0%		1,5%	
Liquidità	2,8%	3,1%	2,5%	2,9%	2,2%	2,4%	1,4%	1,1%
Obbligazioni a 10 anni	3,9%	4,2%	3,4%	4,2%	3,1%	3,3%	2,1%	1,4%
Indice obbligazionario a lungo termine*	4,2%	4,3%	3,5%	5,0%	3,3%	3,3%	2,1%	1,4%
Credito investment grade	5,3%	5,0%	5,0%	5,2%	4,3%	3,8%	2,6%	1,9%
High yield	8,2%	6,1%			6,7%	5,3%		
Debito dei Mercati Emergenti**	7,3%	5,8%						

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2024.  
\* EUR: Indice > 15 anni; JPY: Indice obbligazionario JGB; GBP: Indice > 15 anni; USD: Indice > 15 anni; USD. \*\* Debito ME in valuta forte.

<sup>8</sup> R\* è il tasso di interesse neutrale che equilibra l’economia nel lungo periodo. Corrisponde al tasso di interesse reale che non è né troppo accomodante né troppo restrittivo quando l’economia fa registrare una situazione di piena occupazione. Il tasso terminale è il tasso di interesse di riferimento finale al termine di un ciclo di aumenti o tagli dei tassi da parte di una banca centrale. Durante i cicli di rialzo e di tagli, gli operatori di mercato cercano spesso di valutare il tasso terminale e prestano molta attenzione a tale parametro e alle previsioni dei policymaker. Il tasso neutro rispetto al ciclo è il livello medio di un parametro chiave (rendimenti o spread) che presumiamo prevalga dopo un periodo iniziale di normalizzazione.

I periodi con tassi di interesse più elevati coincidono con cedole obbligatorie più elevate, che sono, in media, superiori al price return

Figura 6: Contributo medio ai rendimenti dei Treasury USA



Fonte: Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management; dati a settembre 2024.

## Tendenza al nazionalismo economico

Pur riconoscendo il costo in termini di vite umane causato dalla pandemia e dall'invasione dell'Ucraina, la nostra visione di quelle che sono le conseguenze economiche di questi avvenimenti è relativamente positiva. Il nostro moderato ottimismo potrebbe sembrare incongruo rispetto ad alcuni commenti negativi relativi all'idea di una deglobalizzazione.

Riconosciamo che la tendenza verso un maggiore nazionalismo economico ha portato all'emergere di un mondo multipolare<sup>9</sup> con blocchi commerciali più frammentati ma rifiutiamo la nozione di deglobalizzazione spesso citata nei media finanziari. Nonostante il desiderio principale sia quello di consolidare le fragilità della catena di approvvigionamento dopo la pandemia, alcune realtà economiche sono ben distanti dalla narrativa politica della deglobalizzazione. I Paesi non possono invertire dall'oggi al domani, senza complicazioni, gran parte dei loro scambi commerciali. Gli Stati Uniti continuano ad acquistare grandi quantità di chip semiconduttori dall'Asia, i Paesi nordici continuano a ricevere la maggior parte delle loro banane da Paesi con climi più soleggiati e la Repubblica Democratica del Congo resta il principale fornitore mondiale di cobalto.

I sostenitori più accaniti del nazionalismo economico spesso non riescono a cogliere il paradosso secondo cui, per realizzarlo appieno, sarebbe necessario un enorme e immediato aumento della domanda di competenze e materiali di base per sviluppare le capacità locali, il che comporterebbe un brusco aumento a breve termine delle migrazioni e degli scambi commerciali.

Gran parte della recente tendenza al nazionalismo economico è di tipo meno estremista e si concentra sulla pianificazione strategica e sulla resilienza nazionale. Esiste però il rischio che il nazionalismo economico si trasformi in un palese protezionismo, che ha effetti più inflazionistici e può perturbare i mercati finanziari attraverso guerre commerciali e dazi.

Per cogliere l'impatto del nazionalismo economico sull'inflazione, nel nostro orizzonte di previsione, manteniamo un'aspettativa di elevata volatilità per quanto riguarda l'inflazione. Un'inflazione estremamente volatile evidenzia l'importanza di detenere attività con un rapporto vantaggioso rispetto all'inflazione come parte di un portafoglio equilibrato. L'aumento della domanda di materie prime dovuto all'aumento delle spese in conto capitale sostiene già i rendimenti e prevediamo che l'indice generale delle materie prime supererà l'inflazione di 140 pb, in media, nel nostro orizzonte di previsione. I rendimenti degli attivi reali riflettono le svalutazioni con un rendimento di ingresso interessante e a nostro avviso, la loro resilienza all'inflazione ne accresce ulteriormente l'attrattiva (Figura 7).

<sup>9</sup> David Kelly, Stephanie Aliaga, Kerry Craig, et al., "La globalizzazione evolverà ma non si dissolverà (Globalization will evolve - but not unravel)", *Previsioni di lungo termine per i mercati finanziari 2023*, J.P. Morgan Asset Management, 30 novembre, 2022.

Gli attivi reali sono uno strumento utile per gestire i rischi di inflazione

Figura 7: Proiezioni LTCMA 2025 per gli asset reali (a leva\*, al netto delle commissioni (%))

Asset reali	2025	2024
Private equity immobiliare		
Immobiliare core USA	8,1	7,5
Value-added USA	10,1	9,7
Core Europa	7,6	7,3
Value-added Europa	9,7	9,2
Core Asia-Pacifico	8,1	8,7
REIT (valuta locale)		
REIT USA	8,0	8,2
REIT Europa	8,7	9,7
REIT Asia-Pacifico	7,8	8,7
REIT globali**	8,0	8,5
Prestiti ipotecari commerciali (valuta locale)		
USA	6,4	6,3
Infrastrutture globali core (USD)		
Core	6,3	6,8
Trasporti globali (USD)		
Core	7,8	7,7
Legname globale (USD)		
Legname globale	5,3	6,2
Materie prime (USD)		
Materie prime	3,8	3,8
Oro	4,0	4,1

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al settembre 2023 e al 30 settembre 2024.

\* Tutte le ipotesi di rendimento incorporano una leva finanziaria, ad eccezione delle materie prime, che non comportano leva.  
\*\* Il composito mondiale è creato ipotizzando le seguenti ponderazioni: circa. 70% Stati Uniti, 10% Europa e 20% Asia-Pacifico.

Come nel caso di una maggiore spesa fiscale, l'impatto del nazionalismo economico dipende sia dalla natura che dalla velocità dei cambiamenti. Laddove il nazionalismo economico affronta le lacune strategiche e rafforza la resilienza, può incrementare la capacità produttiva nel corso del ciclo. Tuttavia, se crea doppioni o ostacola gli scambi, qualsiasi "picco glicemico" nell'economia a breve termine rischia alla fine di estromettere più capitale produttivo e innescare episodi più frequenti di volatilità dell'inflazione.

La promessa dell'intelligenza artificiale e dell'automazione

Una conseguenza tangibile del nazionalismo economico è l'attenzione rivolta agli interessi della sicurezza nazionale. Dato il crescente predominio dell'economia dell'informazione e le persistenti minacce degli attacchi informatici, le aziende e i governi considerano i dati e la tecnologia sempre più come risorse strategiche. Questi ha consentito a circa 10 aziende "Big tech"<sup>10</sup> di operare quasi in una situazione di monopolio tollerato, una situazione che, nonostante il crescente controllo da parte dei legislatori, potrebbe persistere ancora per qualche tempo. Ciò potrebbe spiegare in parte l'elevato peso della tecnologia in alcuni indici azionari nazionali e, di conseguenza, la concentrazione delle azioni statunitensi negli indici globali (Figura 8). Crediamo, tuttavia, che il potenziale diffuso dell'intelligenza artificiale rafforzi il predominio del settore tecnologico.

A nostro avviso, il boom tecnologico si trova ancora nelle sue fasi iniziali. Tenendo conto del nostro orizzonte di previsione, vedremo i vantaggi dell'intelligenza artificiale e dell'automazione estendersi sempre di più all'economia in generale, non solo al settore tecnologico.<sup>11</sup> Come abbiamo notato, prevediamo un apporto annuo medio di 20 pb<sup>12</sup> alla crescita dei mercati sviluppati, e potrebbe essere una stima prudente.

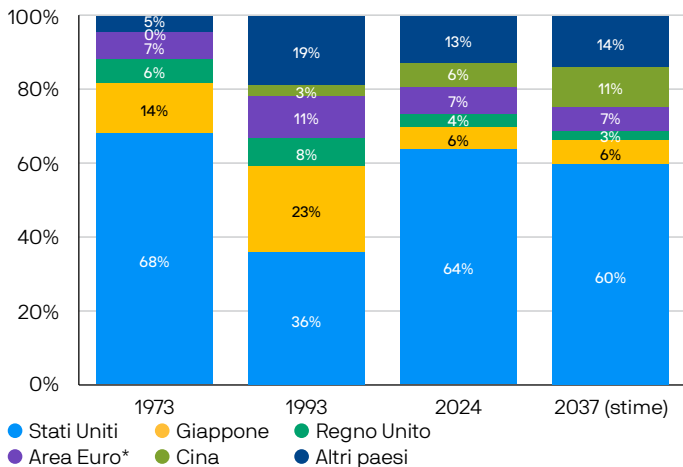
Oggi, l'impatto sulla crescita dell'intelligenza artificiale deriva dall'intensificazione del capitale (aumento della quantità di capitale per lavoratore nell'economia), ma ci aspettiamo che alla fine migliorerà la produttività di tutti i fattori, esercitando una pressione al ribasso sull'inflazione.

Mantenere un vantaggio tecnologico è un imperativo strategico nazionale. Vediamo il rischio di un'accelerazione della corsa agli armamenti tecnologici, che potrebbe polarizzare ulteriormente i blocchi commerciali. Gli Stati Uniti e la Cina sono rivali, ma la posizione dell'Europa resta poco chiara; politicamente, l'Europa è più allineata con gli Stati Uniti, ma mantiene importanti relazioni commerciali con la Cina. Anche l'India è destinata a diventare un attore importante nel nostro orizzonte di previsione, poiché il suo elevato tasso di crescita previsto porterà il Paese a salire nella classifica dalla quinta alla terza economia più grande a livello mondiale.

<sup>10</sup> Con il termine "Big tech" si intendono le sette principali aziende tecnologiche quotate in borsa negli Stati Uniti.  
<sup>11</sup> Stephanie Aliaga and Michael Albrecht, "Il potere trasformativo dell'IA generativa" (The transformative power of generative AI), J.P. Morgan Asset Management, 20 settembre, 2023.  
<sup>12</sup> Vedi nota 7 a piè di pagina.

Il predominio degli Stati Uniti a livello di capitalizzazione del mercato azionario globale è elevato ma non senza precedenti

**Figura 8: Ponderazione dell'azionario dei diversi Paesi a livello globale in specifici momenti storici e stima futura**



Fonte: SEC, Credit Suisse, McKinsey, MSCI, Bloomberg, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; dati a febbraio 2024. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati attuali e futuri.

\* I dati storici dell'Area Euro sono stimati utilizzando una somma degli Stati membri o applicando il rapporto prevalente degli Stati contemplati per stimare il totale della zona in caso di dati incompleti.

L'importanza sia strategica che economica della tecnologia fa presagire che i campioni nazionali del settore godranno ancora per qualche tempo di un certo margine di manovra. Di conseguenza, riteniamo che i margini tecnologici siano difendibili per gli anni a venire, soprattutto considerando l'attenzione incessante del settore su innovazione, ricerca e sviluppo.<sup>13</sup>

Con l'aumentare dei vantaggi della tecnologia per l'economia in generale, crediamo che la concentrazione di grandi nomi della tecnologia negli indici andrà poco a poco diminuendo. Questo rispecchia in parte quanto avvenuto con il calo della concentrazione dell'indice verificatosi negli anni '50 e alla fine degli anni '70, quando importanti tecnologie finirono per incrementare i guadagni in molti settori, consentendo ad altri settori di raggiungere i pionieri.

Considerate le diverse attività delle grandi aziende tecnologiche e la loro redditività, non crediamo che il loro predominio vada ad attenuarsi riducendosi al livello dell'indice più ampio, come è accaduto alle aziende dot-com nel 2001 e alle banche nel 2008.

I crescenti vantaggi offerti dall'intelligenza artificiale e da altre tecnologie, tra cui l'automazione dei processi, la robotica e la miniaturizzazione, sosterranno verosimilmente gli utili nel nostro orizzonte di previsione. Sebbene gli attuali margini dell'indice generale possano essere moderatamente superiori al livello di sostenibilità nel lungo periodo, non prevediamo un semplice ritorno ai margini medi di lungo termine. Negli ultimi 25 anni il business mix e l'efficienza del capitale delle aziende sono cambiati notevolmente. Per gli indici ad alto contenuto tecnologico, come quelli statunitensi, ciò compensa le valutazioni elevate e lascia la nostra stima dei rendimenti azionari statunitensi a grande capitalizzazione al 6,7%, solo 30 pb in meno rispetto allo scorso anno, nonostante l'attuale mercato rialzista azionario.

Rileviamo rendimenti azionari generalmente inferiori a causa di livelli iniziali più elevati a livello di indici (**Figure 9A e 9B**). I rendimenti nei mercati sviluppati al di fuori degli Stati Uniti sono supportati da valutazioni relative più basse e, per gli investitori che investono in USD, dalla valuta (**Figura 10**). Tuttavia, dato che la spinta dell'intelligenza artificiale sembra destinata ad avvantaggiare in modo sproporzionato le economie sviluppate, il premio di rendimento per i mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati quest'anno è praticamente svanito, scendendo di 100 pb a soli 10 pb in termini di USD. Questo a sua volta implica che gli investitori dei mercati emergenti siano incentivati a concentrarsi sul cogliere possibili opportunità di alfa invece di affidarsi semplicemente al beta.

<sup>13</sup> Il nostro team di ricerca azionaria prevede che gli hyperscaler spenderanno complessivamente più di 1.000 miliardi di USD di capex nei prossimi cinque anni.

Le previsioni per l'azionario scendono poiché le valutazioni rappresentano un ostacolo nonostante le solide prospettive di utili

Figura 9A: Previsioni LTCMA, 2025 vs. 2024, in USD

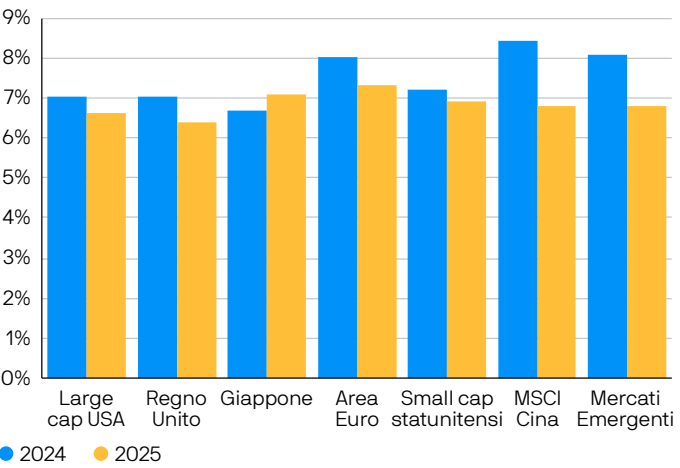
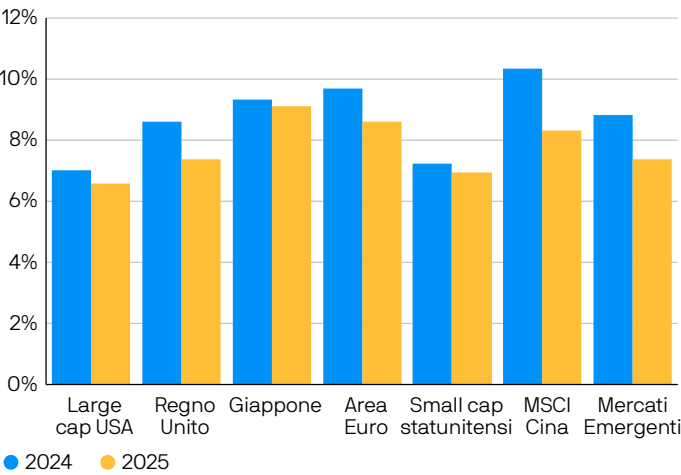


Figura 9B: Previsioni LTCMA, 2025 vs. 2024, in valuta locale



Fonte: Bloomberg, FactSet, J.P. Morgan Asset Management; dati a settembre 2024.

Il dollaro USA rimane sopravvalutato rispetto alla maggior parte delle altre valute

Figura 10: Previsioni per le principali valute LTCMA 2025

	Previsione spot terminale (10-15 anni)				
	Spot corrente	2025	2024	Variazione	Variazione %
AUD	1,45	1,41	1,34	0,0	-5,3%
BRL	5,42	6,66	6,88	-0,2	-3,2%
CAD	1,35	1,18	1,15	0,0	2,6%
CHF	1,18	1,31	1,29	0,0	-2,6%
CNY	7,02	6,05	5,77	0,3	4,9%
EUR	1,11	1,29	1,31	0,0	-1,5%
GBP	1,34	1,48	1,49	0,0	-0,7%
JPY	145,64	113,52	108,37	5,1	4,8%
MXN	19,63	28,00	27,49	0,5	1,9%
SEK	10,27	8,41	8,21	0,2	2,4%

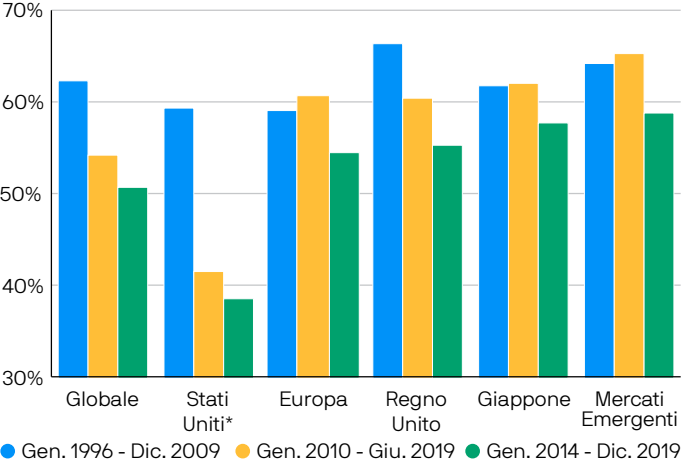
Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2023 e ad agosto 2024.

La combinazione di elevati investimenti, tassi di interesse più alti e importanti progressi tecnologici rappresenta un vantaggio per l'economia nel suo complesso. Tra le aziende e i settori emergeranno tuttavia vincitori e vinti. Ciò crea un ambiente con maggiori possibilità per gli investitori di cogliere alfa attivo. Naturalmente, non tutti i gestori otterranno rendimenti aggiuntivi, ma per i gestori più abili crediamo che ci sia più spazio in tal senso.

La capacità dei gestori attivi di sfruttare queste opportunità è rafforzata dal rientro delle politiche monetarie non convenzionali. Gli interventi delle banche centrali, come l'allentamento quantitativo (QE), dovevano rispettare il principio di neutralità del mercato. Senza le competenze o il mandato per scegliere vincitori e vinti, le banche centrali hanno dovuto acquistare indiscriminatamente. A nostro avviso, ciò ha influito negativamente sulla performance relativa dei gestori attivi. Seguire il mantra “non combattere la Fed” ha reso più difficile per loro distinguere tra i vari attivi. In breve, la politica monetaria non convenzionale ha ostacolato l'allocazione effettiva del capitale globale (Figura 11).

Il coinvolgimento delle banche centrali ha coinciso con un periodo difficile per i gestori attivi

Figura 11: % di gestori che hanno sovraperformato i rispettivi ETF, su base annuale utilizzando dati mensili



Fonte: eVestment, J.P. Morgan Asset Management; dati a tutto il 2019.  
\* Strategie core per tutte le capitalizzazioni.

Quest'anno, le nostre previsioni sul private equity (PE) migliorano leggermente, nonostante le previsioni più basse relative al mercato pubblico, grazie a un adeguamento positivo della nostra metodologia per incorporare meglio l'impatto della leva finanziaria sui rendimenti. Abbiamo inoltre leggermente aumentato (20 pb) le ipotesi di alfa per il private equity ponderato per capitalizzazione. Ciò supporta i rendimenti medi dei gestori e riflette la maggiore attenzione dei garanti al miglioramento operativo, oltre a un probabile moderato aumento dei multipli di uscita. L'effetto frenante dei ribassi del private equity che avevamo visto negli ultimi anni si è attenuato, ma in compenso, l'aumento dei costi di finanziamento continua a moderare i rendimenti (Figura 12). In sintesi, i rendimenti del private equity aumentano leggermente e crediamo che uno sblocco del mercato delle Offerte Pubbliche Iniziali (IPO) dopo due anni molto moderati sarà un importante catalizzatore per i rendimenti futuri

Riteniamo inoltre che il contesto per la differenziazione dei gestori e l'alfa continui a migliorare, offrendo ulteriori potenziali di rialzo per chi sarà in grado di selezionare con successo i gestori. Le previsioni medie dei gestori di hedge fund per quest'anno sono in genere leggermente più alte; inoltre, i tassi di liquidità più elevati hanno una correlazione significativa e positiva con i rendimenti in eccesso degli hedge fund, il che implica un buon ambiente per l'alfa dei gestori (Figura 13).

Le previsioni medie dei gestori per molti investimenti alternativi stanno leggermente migliorando

Figura 12: Ipotesi di rendimento per strumenti finanziari alternativi LTCMA 2025 (a leva\*, al netto delle commissioni, %)

Investimenti alternativi	2025	2024
Private Equity (USD)**		
Composito ponderato per la capitalizzazione	9,9	9,7
Private equity - small cap	10,1	9,7
Private equity - mid cap	9,8	9,5
Private equity - large/mega cap	9,8	9,7
Debito privato (USD)		
Direct lending	8,2	8,5
Venture capital (USD)		
Venture capital	8,8	9,2
Fondi Hedge (USD)		
Equity long bias	5,0	4,7
Event-driven	4,9	5,0
Relative value	5,0	4,9
Macro	3,8	3,6
Diversified†	4,9	5,0
Conservative††	3,4	3,7

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; stime al 30 settembre 2023 e al 30 settembre 2024.

\* Tutte le ipotesi di rendimento incorporano una leva finanziaria, a eccezione delle materie prime, che non comportano leva.

\*\* Il private equity composito è ponderato in base all'AUM: 65% large cap e mega cap, 25% mid cap e 10% small cap. Le categorie dimensionali della capitalizzazione fanno riferimento alle dimensioni del pool di attivi, che hanno una correlazione diretta con le dimensioni delle società acquisite, salvo nel caso delle mega cap.

† Diversified rappresenta il rendimento previsto per gli hedge fund multi-strategia.

†† Conservative rappresenta il rendimento previsto per gli hedge fund multi-strategia che cercano di ottenere rendimenti coerenti e una bassa volatilità complessiva del portafoglio investendo principalmente in strategie a bassa volatilità, come l'azionaria market-neutral e l'arbitraggio del reddito fisso. Le previsioni Conservative del 2024 utilizzano un beta dello 0,70 rispetto a Diversified.

I tassi più elevati sono correlati a maggiori extra-rendimenti degli hedge fund

Figura 13: Extra-rendimenti degli hedge fund (rispetto al beta azionario) in diversi regimi dei tassi



Fonte: J.P. Morgan Asset Management (Oscar Montes & Rachel Eisman), Bloomberg, dati ad agosto 2024.

Nota: extra-rendimento degli hedge fund nel complesso JPMAAM al netto del rendimento attribuito al beta azionario. Abbiamo raggruppato i rendimenti mobili su 12 mesi in intervalli di tassi di interesse (0-6% con incrementi dell'1%) e calcolato l'extra-rendimento medio dell'hedge fund per ciascun intervallo.

## Portafogli per una nuova era economica

Osservando le economie e i mercati finanziari, siamo ottimisti riguardo al decennio a venire. Per il quinto anno consecutivo, prevediamo una crescita più elevata per le economie del G7, guidata da spese in conto capitale e investimenti, con tassi di interesse neutrali rispetto al ciclo più elevati che spingono verso l'alto i rendimenti di tutti gli attivi. I tassi di interesse più elevati sostengono dei solidi rendimenti del mercato obbligazionario, mentre una crescita più sostenuta favorisce gli utili aziendali e i rendimenti azionari.

Le stime LTCMA sono, per impostazione predefinita, relative a un rendimento dell'indice nei mercati degli attivi pubblici e a un rendimento medio del gestore nei mercati alternativi. Sebbene non si preveda un'alfa attivo, riteniamo che l'attuale contesto economico possa essere di supporto. Man mano che emergono vincitori e vinti nell'adozione della tecnologia e che il capex crea una maggiore competizione per il capitale, ci aspettiamo rendimenti più idiosincratici e una maggiore possibilità di ricavare alfa attivo.

Il nostro scenario ottimistico prevede anche dei rischi: con l'aumento della spesa, aumenta inevitabilmente la possibilità di un'allocazione errata del capitale e con essa il rischio di deficit insostenibili. Non c'è dubbio che i deficit saranno più elevati. Crediamo, tuttavia, che il potenziale della tecnologia e degli investimenti per alimentare un aumento della produttività nel nostro orizzonte di previsione possa rendere i deficit più gestibili, poiché una maggiore crescita economica favorirà l'incremento delle entrate fiscali.

Se l'attuale nazionalismo economico, per lo più pragmatico, si trasformasse in un vero e proprio dichiarato protezionismo, ciò rappresenterebbe un altro rischio significativo, soprattutto se il cambiamento climatico accelerasse ulteriormente i modelli migratori. Una corsa agli armamenti tecnologici rappresenterebbe una deriva minacciosa del boom dell'intelligenza artificiale, ma notiamo, allo stesso tempo, che contrastare la criminalità informatica potrebbe favorire una maggiore cooperazione globale.

I rendimenti degli attivi, sia in forma lorda che rettificata per il rischio, rimangono sani (**Figure 14 e 15**), con le obbligazioni sostenute da tassi di liquidità neutrali più elevati e le azioni leggermente più basse, a riflesso di un'economia globale di metà ciclo in fase di maturazione. Gli attivi alternativi stanno ora emergendo da un periodo caratterizzato da significativi ribassi.

Gli investitori vorranno assicurarsi di essere tutelati da alcuni degli scenari più avversi e dall'emergere di nuovi rischi associati all'inflazione e alla dissolutezza fiscale (**Figura 16**). Alcuni attivi alternativi, come il legname, le infrastrutture di base, le strategie dei macro hedge fund e i trasporti, hanno dimostrato di offrire una protezione significativa del portafoglio dal tipo di rischi che tendono a far scendere i prezzi sia delle azioni che delle obbligazioni, come abbiamo sperimentato nel 2022.

Gli aumenti dei rendimenti degli attivi alternativi migliorano significativamente quest'anno, mentre le variazioni degli indici di Sharpe variano tra i mercati pubblici e privati

Figura 14A: Indice di Sharpe

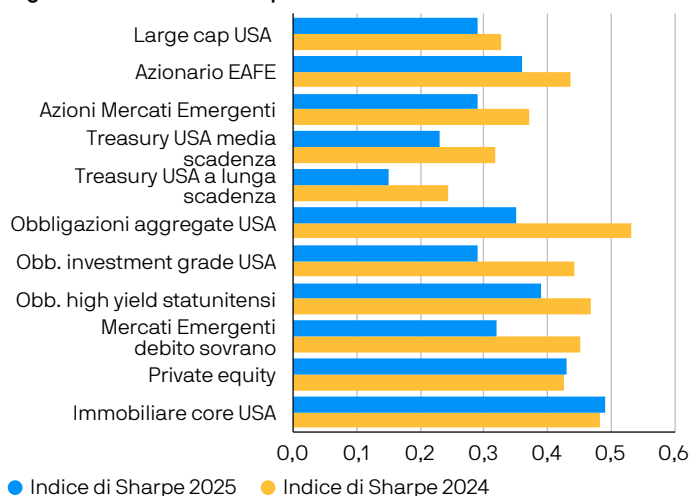
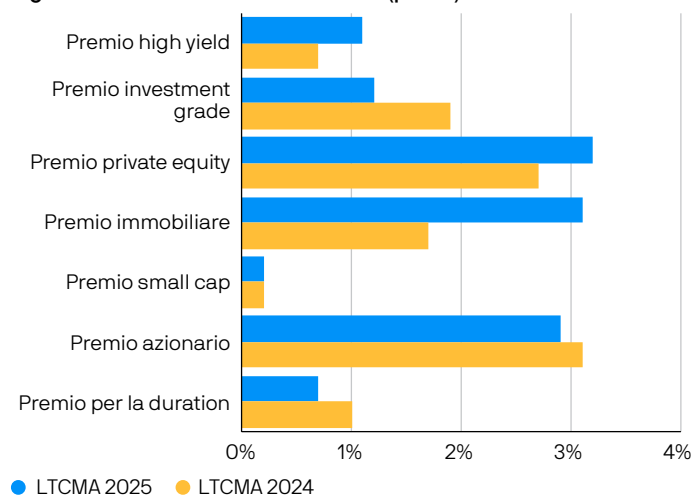


Figura 14B: Aumento dei rendimenti (premi)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2024.

In breve, sia gli attivi alternativi sia gli asset reali sono destinati a trarre vantaggio non solo da stime di rendimento medio più elevate, ma anche da un contesto in miglioramento per la generazione di alfa.

Pur essendo vero che sia le prospettive macro che i valori di mercato sono caratterizzati da un punto di partenza più elevato e da basi più solide, con delle valutazioni più alte, riteniamo che anche la crescita e la maggiore propensione

a investire siano fenomeni da tempo scontati. È chiaro che siamo ormai entrati in una nuova era economica, anche se sentiamo ancora gli effetti persistenti della transizione a volte difficile che ci siamo lasciati alle spalle. Crediamo tuttavia che, con l'aumento dei livelli di investimento e la normalizzazione dei tassi a un livello appropriato, emergerà un'economia sana, se non dinamica, vibrante e autosufficiente.

Anche se le frontiere tra azionario e obbligazionario si stanno assottigliando, il potenziale di rendimento sembra interessante e la differenziazione tra gli attivi offre un terreno di caccia più ricco per gli investitori attivi.

Figura 15A: Frontiera azionario-obbligazionario in USD e portafogli 60/40 basati su LTCMA 2025 vs. 2024 per rischio e rendimento (%)

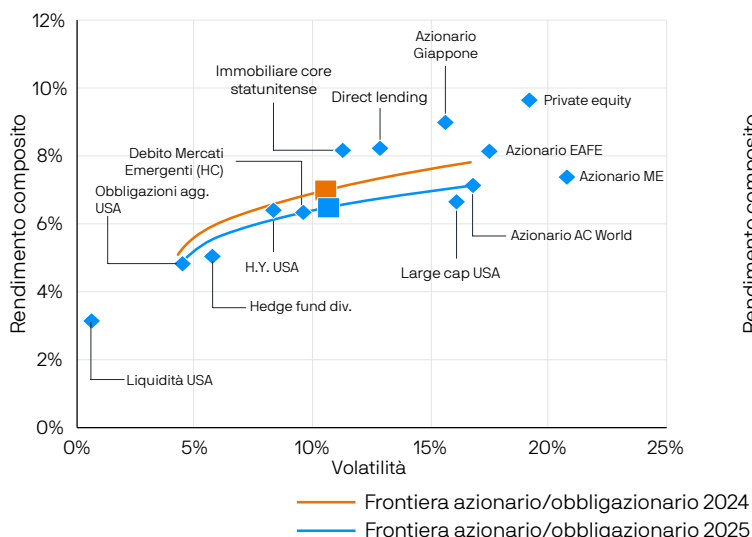
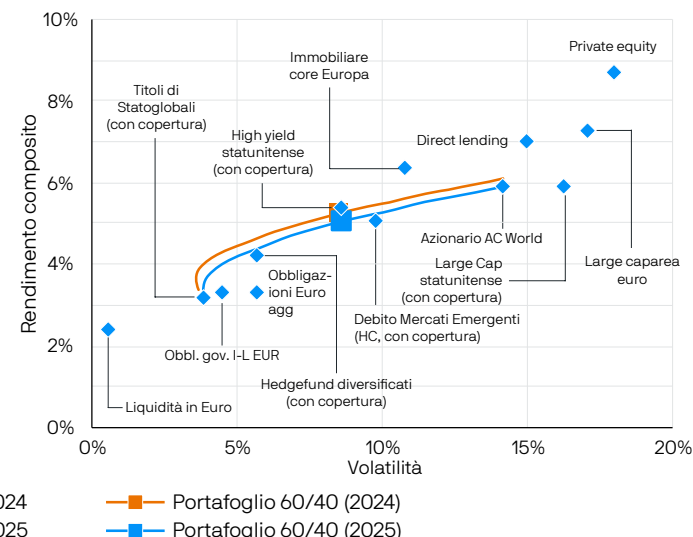


Figura 15B: Frontiera azionario-obbligazionario in EUR e portafogli 60/40 basati su LTCMA 2025 vs. 2024 per rischio e rendimento (%)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 30 settembre 2024.

Nel nostro orizzonte di previsione di 10-15 anni, esaminiamo alcuni dei rischi ciclici focalizzandoci sui rischi che potrebbero alterare il trend della crescita o dell’inflazione oppure lasciare un’impronta duratura sui rendimenti degli attivi a lungo termine

Figura 16: Principali rischi strutturali che influenzano le nostre previsioni a lungo termine e le ipotesi di rendimento degli attivi

Rischio	Rialzo o ribasso?	Descrizione	Implicazioni macroeconomiche o per classe di attivo
La preoccupazione per l'aumento del debito provoca un ritorno all'austerità in stile post-grande crisi finanziaria	Ribasso	I governi riducono i piani di spesa e tagliano la spesa per investimenti per concentrarsi sulla spesa corrente quotidiana	La crescita diminuisce e le aliquote fiscali aumentano per far fronte alle passività dello Stato. Positivo per le obbligazioni, negativo per le azioni
I conflitti regionali si estendono o sconfinano, coinvolgendo la NATO o la Cina	Ribasso	L'invasione Russa dell'Ucraina, la guerra in Medio Oriente o altri conflitti si intensificano o si ampliano e coinvolgono le superpotenze	Rischio di shock nella catena di approvvigionamento e per il settore dell'energia, con il rischio di sanzioni di rappresaglia che potrebbero compromettere ulteriormente gli scambi commerciali. Positivo per obbligazioni e USD, sostiene le materie prime, negativo per le azioni, colpisce più duramente l'Europa
Tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.	Ribasso	Washington e Pechino si trovano nuovamente coinvolti in una guerra commerciale con tariffe e sanzioni reciproche su una vasta gamma di beni	Un ulteriore ridimensionamento dei blocchi regionali danneggia la crescita e provoca inflazione. I prezzi delle materie prime rimangono elevati e i settori industriali sono sotto pressione poiché le catene di approvvigionamento sono compromesse
Rapida fuga dal dollaro USA come valuta di riserva chiave	Ribasso	Emerge uno sfidante dell'USD (può essere il caso sia di una criptovaluta che una valuta fiat alternativa) che allontana le riserve dall'USD, riduce la domanda di attivi statunitensi e riporta l'attenzione sul deficit degli Stati Uniti	Negativo per la crescita, USD, obbligazioni, credito e azioni; positivo per real asset e materie prime
Default del debito degli Stati Uniti.	Ribasso	Il tetto del debito e altre questioni di bilancio negli Stati Uniti raggiungono una situazione di stallo, portando al default; il rimborso del debito assorbe una percentuale del bilancio troppo elevata per essere politicamente accettabile	Profondamente negativo per le attività rischiose e potenziale crisi di liquidità, poiché quelli che erano attivi privi di rischio vengono ora messi in discussione. Inizialmente positivo per le obbligazioni, ma potrebbe rapidamente vedere una sovraperformance dello obbligazioni non statunitensi; oro, CHF e JPY positivi
Indipendenza energetica europea attraverso investimenti nelle energie rinnovabili	Rialzo	I paesi europei raddoppiano gli investimenti dopo aver ridotto la dipendenza dal gas russo per accelerare l'adozione di fonti di energia rinnovabili e infrastrutture sostenibili	L'incertezza sulla rete energetica europea viene risolta; l'approfondimento delle competenze grazie agli investimenti costituisce un impulso positivo alla produttività, mentre i miglioramenti infrastrutturali aggiungono un ulteriore supporto positivo; l'EUR e le azioni UE sono i netti vincitori
Peggioramento della situazione climatica o ambientale	Ribasso	Eventi meteorologici più frequenti o più estremi, che portano alla distruzione di risorse produttive e all'interruzione della fornitura di cibo e materie prime di base	L'interruzione dell'approvvigionamento nel breve periodo, seguita dalla pressione sulla scarsità delle risorse durante il ripristino delle attività, porta a un'inflazione più elevata. Positivo per materie prime, real asset; negativo per obbligazioni, azioni, credito
Ciclo di investimenti e capex più forte del previsto	Rialzo	L'aumento della spesa fiscale e la ripresa delle spese in conto capitale seguite alla pandemia hanno portato alla creazione di capacità produttiva e all'aggiornamento delle competenze lavorative	Positivo per il PIL reale, limitando l'inflazione; favorevole per azioni, credito e altri attivi rischiosi; attenua alcuni rischi di inflazione di coda destra dei mercati obbligazionari; può favorire gli attivi dei mercati sviluppati rispetto a quelli dei mercati emergenti
Adozione accelerata dell'intelligenza artificiale	Rialzo	La scarsità di manodopera che sta limitando la crescita in alcune regioni viene mitigata; possibilità di una forte ripresa della produttività, con il miglioramento della crescita tendenziale	Positivo per il PIL reale grazie agli effetti positivi sull'inflazione; favorevole per le azioni dei mercati sviluppati, il credito e altri attivi rischiosi; mitiga alcuni rischi di inflazione di coda destra
Attacco informatico riuscito al sistema finanziario o alle infrastrutture nazionali	Ribasso	Infrastrutture economicamente essenziali distrutte da un attacco informatico, con conseguenti perdite tangibili e una perdita di fiducia nel sistema	Negativo per la crescita, poiché potenzialmente rallenta l'adozione della tecnologia o riduce la fiducia nel sistema. Positivo per le obbligazioni al margine, negativo a breve termine per il capitale azionario, ma i settori e le aziende considerati resilienti o con una soluzione potrebbero riprendersi
Nuove pandemie o comparsa di ceppi resistenti ai vaccini	Ribasso	Emerge un ceppo resistente al vaccino dell'attuale pandemia o un agente patogeno completamente nuovo, che richiede lockdown prolungati e crea interruzioni nelle catene di approvvigionamento a livello globale	Negativo per la crescita, anche se può fornire ulteriori stimoli, causando una volatilità ciclica e rischiando un'ulteriore ampliamento dei deficit; positivo per le obbligazioni nel breve periodo, ma vi è il rischio di un periodo più lungo di repressione finanziaria nel lungo termine; aumento della volatilità nei titoli azionari
Le terapie di nuova generazione per lo stile di vita e le malattie croniche diventano disponibili su larga scala	Rialzo	I farmaci di tipo GLP-1 per combattere le malattie croniche nelle popolazioni in età lavorativa migliorano l'efficacia e sono più ampiamente adottati, aumentando la durata della vita lavorativa	Equivale ad aumentare la forza lavoro prolungando la vita lavorativa produttiva, ma senza l'impatto negativo del semplice innalzamento dell'età pensionabile. Una crescita più sana sostiene attività rischiose come azioni e credito
La polarizzazione politica peggiora nei paesi sviluppati	Ribasso	La deriva verso i partiti politici populistici accelera o la polarizzazione dei partiti precedentemente centristi diventa più estrema, portando ad impegni fiscali o politiche economiche irrealistici	Aumento dei premi di rischio richiesti per l'aumento dei prestiti governativi; la volatilità delle attività è più elevata al margine; rendimenti potenzialmente inferiori se le valutazioni si adeguano al ribasso per riflettere l'incertezza economica

Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati a ottobre 2024.

## Ringraziamenti

**John Bilton, CFA**

Head of Global Multi-Asset Strategy  
Multi-Asset Solutions

**Michael Feser, CFA**

Portfolio Manager  
Multi-Asset Solutions

**Jared Gross**

Head of Institutional  
Portfolio Strategy

**Gareth Haslip, Ph.D., FIA**

Global Head of Insurance  
Strategy and Analytics

**Monica Issar**

Global Head of Wealth Management  
Multi-Asset and Portfolio Solutions

**Dr. David Kelly, CFA**

Chief Global Strategist  
Head of Global Market  
Insights Strategy

**Grace Koo, Ph.D.**

Portfolio Manager and Quantitative  
Analyst  
Multi-Asset Solutions

**David Lebovitz**

Global Strategist  
Multi-Asset Solutions

**Tim Lintern, CFA**

Portfolio Manager and Quantitative  
Researcher  
Quantitative Solutions

**Thushka Maharaj, D.Phil, CFA**

Global Strategist  
Multi-Asset Solutions

**Usman Naeem**

Portfolio Manager  
Global Fixed Income,  
Currency & Commodities

**Gabriela Santos**

Chief Market Strategist for the Americas  
Global Market Insights Strategy

**Christopher M. Sediqzad, CFA**

Research Analyst  
Multi-Asset Solutions

**Pulkit Sharma, CFA, CAIA**

Head of Alternatives  
Investment Strategy & Solutions

**Rajesh Tanna**

Portfolio Manager  
International Equity Group

**Karen Ward**

Chief Market Strategist, EMEA  
Global Market Insights Strategy

**Anthony Werley**

Chief Investment Officer  
Endowments & Foundations Group



JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions: data la complessità intrinseca del trade-off rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul proprio giudizio, oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa, nel definire le strategie di allocazione. Si fa presente che tutte le informazioni riportate sono basate su analisi qualitative. L'affidamento esclusivo a queste ultime è sconsigliato. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in una particolare classe di attivo o strategia, né una garanzia di rendimenti futuri. Si segnala che le classi di attivo e le ipotesi strategiche riportate nel presente documento sono esclusivamente passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. I riferimenti a rendimenti futuri non sono indicativi né garanzia dei rendimenti effettivamente conseguibili dai portafogli dei clienti. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a solo scopo illustrativo. Non vanno intese come raccomandazioni d'acquisto o di vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle condizioni di mercato correnti sono frutto del nostro giudizio e sono soggette a variazioni senza preavviso.

Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi né deve essere utilizzato come una consulenza contabile, legale o fiscale. Gli esiti delle previsioni sono indicati a solo scopo illustrativo/analitico e sono soggetti a limitazioni rilevanti. Le stime di rendimenti "attesi" o "alfa" sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni dei dati storici da cui tali stime sono desunte determineranno implicazioni diverse per i rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivo sono dipendenti da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, rispetto al passato, pertanto un investitore non dovrebbe aspettarsi di conseguire risultati simili ai dati riportati nel presente documento. I riferimenti a rendimenti futuri sia per le strategie di asset allocation che per le classi di attivo non sono garanzie dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, i potenziali investitori non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel formulare decisioni di investimento. Il modello non può tenere conto dell'impatto che fattori economici, di mercato e di altra natura possono avere sull'implementazione e sulla regolare gestione di un effettivo portafoglio d'investimento. A differenza delle performance di portafoglio reali, i risultati del modello non riflettono contrattazioni, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori reali suscettibili di incidere sui rendimenti futuri. Le ipotesi del modello sono solo passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. La capacità di un gestore di conseguire simili rendimenti è soggetta a fattori di rischio che possono esulare in tutto o in parte dal controllo del gestore stesso. Le opinioni contenute nel presente documento non sono da intendersi come una consulenza o una raccomandazione di acquisto o di vendita di investimenti in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Le previsioni, le cifre, le opinioni o le tecniche e strategie di investimento illustrate sono fornite a solo scopo informativo, sono basate su alcune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione. Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare decisioni di investimento e pertanto non deve essere utilizzato come base di valutazione dei meriti dell'investimento in alcun titolo o prodotto. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e stabilire, con l'assistenza dei loro consulenti di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti ai loro obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di disporre di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti possono subire oscillazioni dipendenti dalle condizioni di mercato e dal trattamento fiscale, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. Le performance e i rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo.

Nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui alla pagina internet [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) S. à r.l., Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia.

LV-JPM55100 | 10/24 | IT | 09ki211811100130