

Tema: I catastrofisti

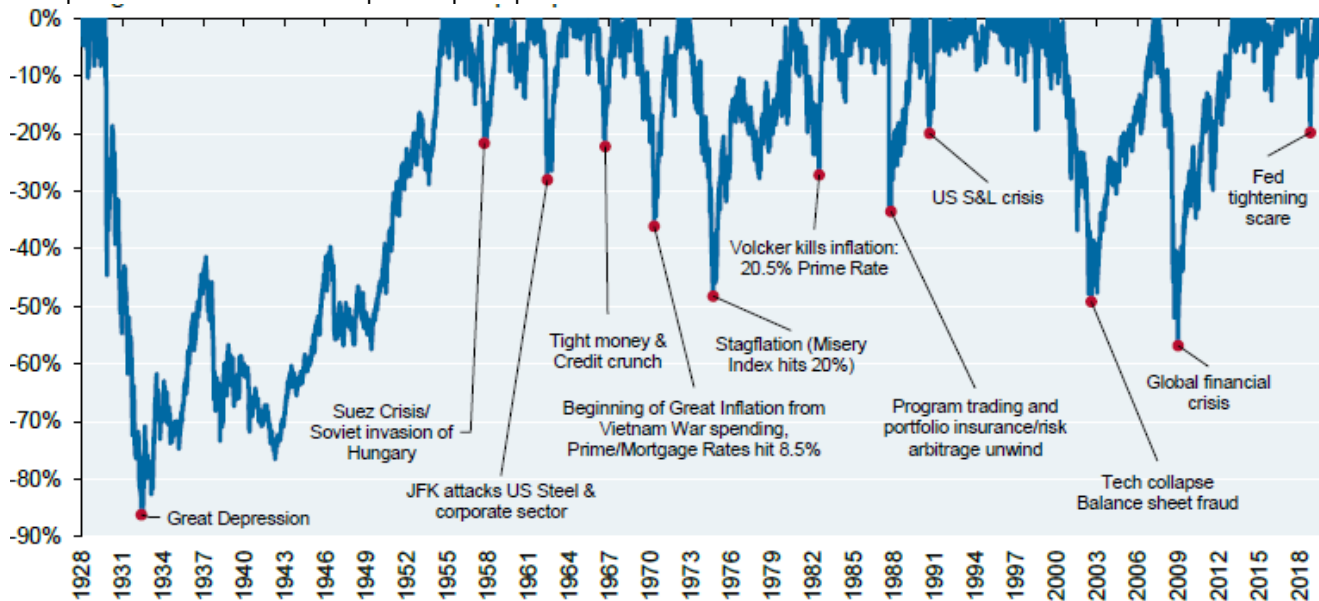
Le recessioni e i mercati ribassisti sono fenomeni ineluttabili, ma dopo la crisi finanziaria globale è successo qualcosa di particolare: l'ascesa dei catastrofisti, ovvero di osservatori di mercato, previsori e gestori le cui affermazioni apocalittiche si diffondono a macchia d'olio sulla stampa finanziaria cartacea e online. Ne capisco il motivo: alla fine del 2010 gli investitori avevano vissuto due mercati ribassisti consecutivi, ciascuno con un calo delle quotazioni azionarie di oltre il 40%. Ogni volta i mercati azionari hanno impiegato diversi anni a recuperare il terreno perduto, a differenza di quanto accaduto con i ribassi degli anni '60 e '80, meno pronunciati e di durata più breve. Il pessimo andamento dei mercati durante le fasi ribassiste consecutive del 2001/2008 era qualcosa che non si vedeva da decenni ed è paragonabile soltanto ad alcuni episodi della Grande Depressione.

Sono anche consapevole che le notizie iper-pessimistiche trovano rispondeva nel nostro bias della negatività, argomento esaminato dal premio Nobel Daniel Kahneman nel suo libro del 2011 sul cervello e l'istinto di sopravvivenza degli esseri umani¹, dal politologo Stuart Soroka che ha illustrato la relazione inversa tra vendite di riviste e positività della copertina², e da un esperimento del 2014 in cui un quotidiano cittadino ha perso due terzi dei suoi lettori in un giorno in cui ha pubblicato deliberatamente solo buone notizie.

Ciò detto, quali sono le conseguenze per gli investitori che hanno reagito alle terribili previsioni con cui i catastrofisti hanno inondato l'etere e Internet dal 2010?

Storia dei ribassi dell'S&P 500

Calo percentuale dell'S&P 500 rispetto al picco precedente



Fonte: Bloomberg, JPMAM. 8 novembre 2019.

Abbiamo raccolto i commenti rilasciati da noti catastrofisti a partire dal 2010 (cfr. Tabella 1), alcuni dei quali sono passati alla storia per aver previsto fasi ribassiste e recessioni del passato. Abbiamo misurato l'impatto della decisione di spostare 1 dollaro da un investimento in azioni a un portafoglio diversificato di titoli di Stato, mortgage-backed securities e obbligazioni societarie dopo aver letto le affermazioni

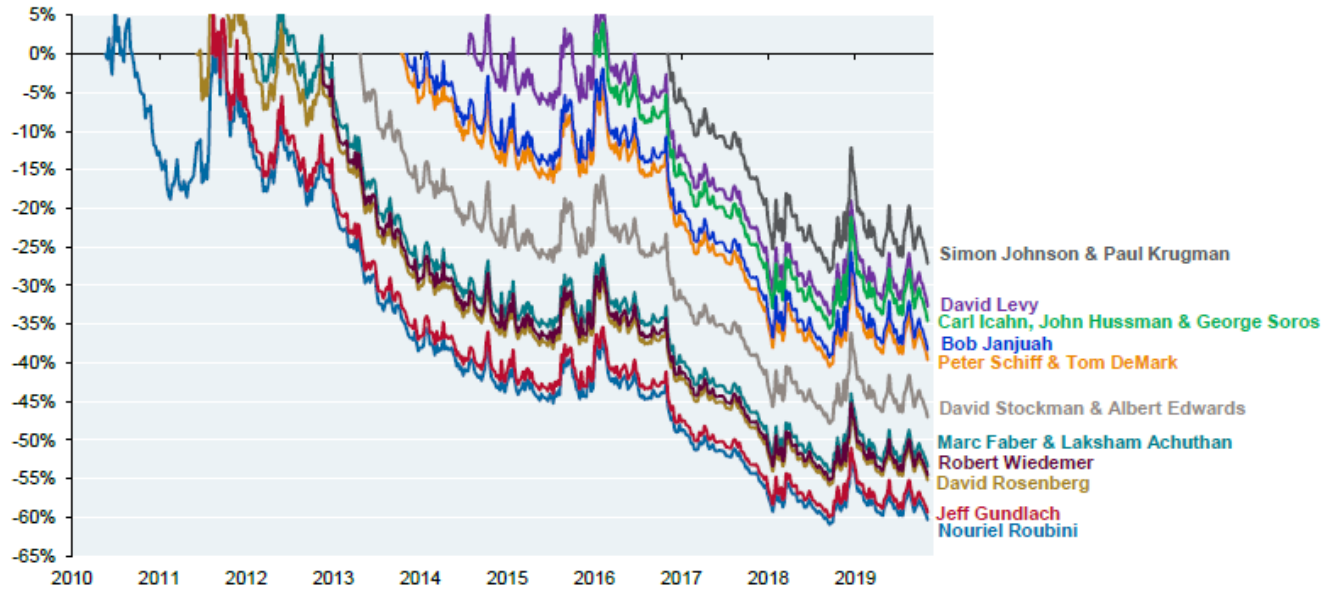
¹ "I cervelli degli esseri umani e di altri animali contengono un meccanismo progettato per dare priorità alle **brutte notizie**. Riducendo di qualche centesimo di secondo il tempo necessario per individuare un predatore, questo circuito migliora le probabilità di sopravvivenza dell'animale quanto basta per consentirgli di riprodursi". Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow*, 2011.

² In "*Negativity in Democratic Politics*" (Cambridge University Press, 2014), anche Stuart Soroka esplora il forte impatto psicologico delle brutte notizie, compresi i cambiamenti della frequenza cardiaca e della conducibilità cutanea.

successive al 2010. A scanso di equivoci, non si tratta di stabilire se i catastrofisti siano a un certo punto diventati più ottimisti. Il grafico intende evidenziare la **perdita di opportunità** per gli investitori che hanno modificato la propria esposizione dopo aver letto le loro affermazioni al tempo. Ad esempio, 1 dollaro trasferito dalle azioni alle obbligazioni nel 2014 in risposta a un'affermazione ultra-pessimistica avrebbe sottoperformato i mercati azionari del 40% circa a fronte del rialzo dell'S&P 500, sostenuto più dalla crescita degli utili che dall'espansione dei multipli³.

Le conseguenze di prestare ascolto ai catastrofisti, 2010-2019

Impatto sulla performance dello spostamento di 1 dollaro dall'S&P 500 al Barclays Aggregate Bond Index, misurato dalla settimana dell'affermazione catastrofistica nella Tabella 1 fino all'8 novembre 2019



Fonte: JPMAM, Bloomberg. 8 novembre 2019. Grafico basato su dati settimanali relativi all'S&P 500 e al Barclays Aggregate Bond Index.

³ **Crescita degli utili vs. multipli.** Dal 2010 il prezzo dell'S&P 500 è aumentato del 175%; il 75%-95% di questo incremento è attribuibile alla crescita degli utili, mentre il resto è riconducibile all'espansione del multiplo prezzo/utigli.

Un giorno, naturalmente, i catastrofisti saranno ricompensati con una recessione. In parte come conseguenza della guerra commerciale USA-Cina, la sovraperformance delle azioni rispetto alle obbligazioni ha raggiunto un picco all'inizio del 2018 e segna il passo da allora; la fiducia dei CEO è scesa al livello più basso dalla crisi finanziaria; negli Stati Uniti è iniziata una recessione degli utili; e il 67% degli intervistati nell'ambito del Duke CFO Survey ritiene che gli Stati Uniti saranno in recessione entro la fine del 2020 (nonostante tutto questo, il posizionamento degli investitori istituzionali nei futures azionari è prossimo al livello più elevato/rialzista dal 2007). Credo che la solidità dei consumi, il vigore del mercato del lavoro e del mercato immobiliare e la modesta ripresa del settore manifatturiero negli Stati Uniti impediranno una recessione nel 2020, ma potrei sbagliarmi⁴. In ogni caso, per gli investitori che hanno reagito alle affermazioni dei catastrofisti si pone un problema più generale: **la prossima recessione e il prossimo mercato ribassista dovranno essere abbastanza pronunciati per riguadagnare ciò che è stato sacrificato lungo il cammino.** Facendo un calcolo approssimativo, sarebbe necessaria una fase ribassista pluriennale sostenuta, con flessioni del 35%-45% rispetto ai massimi, per invertire molte delle perdite di opportunità evidenziate nel grafico.

Quanto sarà pronunciata la prossima fase ribassista sui mercati? Dubito che sarà di entità paragonabile alle due precedenti, per via dei seguenti fattori: una riduzione degli squilibri economici globali (c1), livelli più elevati di capitale e minori rischi di finanziamento delle banche statunitensi ed europee (c2), un rafforzamento della situazione patrimoniale delle famiglie statunitensi (c3), una riduzione del rischio nella maggior parte dei mercati emergenti grazie ai maggiori livelli di riserve valutarie e alla minore dipendenza dai capitali esteri (c4, c5), e il livello contenuto della nuova offerta di azioni negli USA da quando i riacquisti e le operazioni di M&A hanno superato le nuove emissioni azionarie negli ultimi cinque anni (c6). Cfr. l'Appendice I per i grafici.

Quali sono **le contro-argomentazioni degli ultra-pessimisti?** Le valutazioni azionarie negli Stati Uniti sono nettamente superiori alla mediana⁵, gli standard di sottoscrizione nel mercato dei leveraged loans sono [scesi a livelli preoccupanti](#), e gran parte della crescita statunitense in questa fase avanzata del ciclo è finanziata dai disavanzi di bilancio. Inoltre, come discusso nel nostro *Eye on the Market* di [ottobre](#), nel 2020 a Washington potremmo assistere a un cambiamento radicale, con un aumento significativo delle imposte, l'introduzione di divieti ai riacquisti di azioni, un aggravio dei costi regolamentari nei settori tecnologia, energia, salute, finanzia, biotech, wireless, chimica e altro ancora. È troppo presto per ragionare in termini di probabilità, ma le chance di una riorganizzazione fondamentale dell'economia statunitense sono in aumento.

Tutto sommato, penso che la prossima recessione e il prossimo mercato ribassista non saranno così gravi o duraturi⁶ come quelli ben peggiori mostrati a pagina 1. Se avessi ragione, le mie

⁴ I **modelli di recessione** danno risultati contrastanti; le versioni aggiornate che riflettono i cambiamenti strutturali dell'economia statunitense comprendono i dati relativi alle indagini sulle imprese, l'inflazione core, la pendenza della curva dei rendimenti fino a 18 mesi, gli spread creditizi e il saldo finanziario del settore privato. Con questo approccio, le **probabilità di recessione nei prossimi 12-24 mesi sono pari al 25% circa**. I segnali che giungono dalle curve dei rendimenti, dal canto loro, sono meno affidabili di una volta. In primo luogo, la domanda proveniente dalle economie con rendimenti negativi (Europa/Giappone) esercita una pressione al ribasso sui rendimenti a lungo termine statunitensi, il che costituisce un segno di debolezza più all'estero che negli Stati Uniti. In secondo luogo, il premio a termine delle obbligazioni a lungo termine è diminuito dagli anni '80, rendendo più probabile un'inversione della curva anche in assenza di recessione.

⁵ La maggior parte dei **parametri di valutazione dei titoli azionari USA** si colloca intorno al 90° percentile in termine di onerosità rispetto al passato; tra questi, i rapporti prezzo/valore contabile, prezzo/utili ed enterprise value/fatturato. Secondo alcuni indicatori, tuttavia, le valutazioni sono molto più contenute: è questo il caso del free cash flow yield (50° percentile, soprattutto per via della minore intensità della spesa per gli investimenti dal 2008) e della differenza tra l'earnings yield dell'S&P 500 e il rendimento del Treasury USA decennale (24° percentile, a causa della repressione finanziaria operata dalla Federal Reserve).

⁶ **La durata di un mercato ribassista è importante per comprendere le conseguenze per gli investitori.** Quanto più a lungo dura una fase ribassista, tanto più gli investitori che avevano in precedenza un posizionamento difensivo possono reinvestire a valutazioni più basse, e tanto maggiore è la probabilità che gli investitori con posizioni di sovrappeso cedano alle pressioni a vendere. I mercati ribassisti di breve durata, d'altro canto, non comportano opportunità o anomalie altrettanto pronunciate. Ad esempio, dopo il calo del 20% subito dall'S&P

previsioni avvalorerebbero l'approccio dei gestori che hanno mantenuto una normale esposizione agli attivi rischiosi nei portafogli diversificati dal 2010, anche a fronte della maturazione del ciclo economico e del turbinio di affermazioni apocalittiche intorno a loro. Chi cerca una catastrofe, peraltro, non ha bisogno di guardare lontano: ce n'è una molto lenta che si sta svolgendo in tempo reale in **Illinois** (cfr. pagina 7).

Michael Cembalest
J.P. Morgan Asset Management

Catastrofismo: non soltanto sui mercati finanziari

Alcuni noti analisti hanno inoltre menzionato, con spettacolare imprecisione, il raggiungimento di un "picco" per alcune materie prime. Nel 2012 il gestore Jeremy Grantham ha scritto un articolo sulla rivista *Nature*, nel quale affermava quanto segue:

"C'è poi l'incombente carenza di due fertilizzanti: fosforo (fosfato) e potassio (potassa). Questi due elementi non possono essere creati artificialmente, non possono essere sostituiti, sono necessari per la crescita di tutte le forme di vita, vengono estratti dal sottosuolo e sono soggetti a depauperamento. Si tratta di affermazioni spaventose... Non sono in grado di stabilire che cosa accadrà quando questi fertilizzanti si esauriranno e, credetemi, ho provato a cercare una risposta soddisfacente. Sembra esserci una sola conclusione: il loro utilizzo deve essere drasticamente ridotto nei prossimi 20-40 anni o **inizieremo a morire di fame.**"

Parole terrificanti, vero? Eppure al tempo numerose informazioni dimostravano che entrambe le materie prime sarebbero state disponibili per oltre un secolo (IFDC, USGS). Inoltre, i rapporti dello US Geological Survey e delle Nazioni Unite per il 2019 segnalano una **disponibilità di 140-420 anni** sulla base delle riserve economicamente sfruttabili di potassa e fosfati (rispettivamente) e una **disponibilità di oltre 1000 anni** sulla base delle riserve teoricamente recuperabili.



Tabella I: affermazioni catastrofiste, 2010-2016

Le affermazioni catastrofiste differiscono dalla semplice assunzione di un "posizionamento difensivo" da parte di alcuni gestori. Quest'ultimo si traduce solitamente in una modesta riduzione del rischio nell'ordine del 10% nell'ambito di portafogli interamente investiti, mentre le prime sono di fatto un invito a ridurre drasticamente il rischio di portafoglio date le aspettative di recessione, mercati ribassisti, crisi finanziarie e caos generale. La tabella che segue non è un elenco esaustivo; avremmo potuto includere Bill Gross ("The Cult of Equity is Dying", 2012) e Harry Dent ("The US Has Gone Over The Demographic Cliff And Markets Will Crash This Summer", 2013) ma non avevamo più spazio.

Date	Armageddonist	Quote
May 20, 2010	Nouriel Roubini	"There are some parts of the global economy that are now at the risk of a double-dip recession. From here on I see things getting worse." - <i>CBS</i>
June 4, 2011	David Rosenberg	"Another recession is coming, and soon. So says Gluskin Sheff economist David Rosenberg. Rosenberg, a longtime bear on the economy and the stock market, now says he is 99% sure we will have another recession by the end of next year." - <i>Fortune</i>
August 9, 2011	Jeff Gundlach	"It seems suicidal to buy a broad-based basket of stocks or economically sensitive commodities or emerging markets stocks - all of which are very leveraged to economic growth" - <i>Kiplinger</i> ; and "Sell everything, nothing looks good" in July 2016 - <i>Reuters</i>
February 24, 2012	Lakshman Achuthan	"Lakshman Achuthan, co-founder of the Economic Cycle Research Institute, said on Friday that his research firm is sticking with the forecast it made in September: A new recession is inevitable, despite improvement in high-profile economic indicators, such as job creation and unemployment, and a stock market rally. Achuthan said data gathered since his September forecast only confirms his view that economic growth has slowed to such a degree that a downturn is now unavoidable, likely by late summer." - <i>CNN</i>
May 25, 2012	Marc Faber	"I think we could have a global recession either in Q4 or early 2013. That's a distinct possibility." When asked what were the odds, Faber replied, "100%" - <i>CNBC</i>
November 12, 2012	Robert Wiedemer	"The data is clear, 50% unemployment, a 90% stock market drop, and 100% annual inflation starting in 2013." - <i>Newsmax</i>
March 31, 2013	David Stockman	"When the latest bubble pops, there will be nothing to stop the collapse. If this sounds like advice to get out of the markets and hide out in cash, it is." - <i>Business Insider</i>
April 25, 2013	Albert Edwards	"We repeat our key forecasts of the S&P Composite to bottom around 450 (-70%), accompanied by sub 1% US ten year yields" - <i>CNBC</i> , following on Edwards' "ultimate death cross" in July 2012
May 30, 2013	Peter Schiff	"We've got a much bigger collapse coming...I am 100% confident the crisis that we're going to have will be much worse than the one we had in 2008" - <i>Marketwatch</i> , and "The crisis is imminent. I don't think Obama is going to finish his second term without the bottom dropping out. And stock market investors are oblivious to the problems." - <i>Money Morning</i>
October 15, 2013	Tom DeMark	"DeMark's Dow Jones Index chart covering the period from May 2012 to the present seems to be tracking, almost precisely, the months leading up to the 1929 stock market crash." "The market's going to have one more rally, then once we get above that high, I think it's going to be more treacherous... I think it's all preordained right now." - <i>Bloomberg</i>
November 6, 2013	Bob Janjuah	"We see a significant risk-on top before giving way, over the last three quarters of 2014 through 2015, to what could be a 25%-50% sell-off in global stock markets." - <i>Marketwatch</i>
July 24, 2014	David Levy	"David Levy says the United States is likely to fall into a recession next year, triggered by downturns in other countries, for the first time in modern history. "The recession for the rest of the world ... will be worse than the last one," says Mr. Levy, whose grandfather called the 1929 stock crash. Mr. Levy predicts a US recession will throw its housing recovery in reverse, and push home prices below the low in the last recession. He says panicked investors are likely to dump stocks and flood into US Treasuries, a haven in troubled times, like never before." - <i>The Independent</i>
September 29, 2015	Carl Icahn	"I see real tremendous problems ahead and I don't think we are handling it right and nobody really wants to talk [it] out... We are headed toward a strong correction and possibly a complete meltdown but not systemic like 2008. It won't threaten the system, it's just going to threaten your livelihood and net worth....I do think you are in a very massive bubble and when it bursts it isn't going to be pretty, it could be a blood bath." - <i>Forbes</i>
January 7, 2016	George Soros	"Global markets are facing a crisis and investors need to be very cautious, billionaire George Soros told an economic forum in Sri Lanka on Thursday..."China has a major adjustment problem," Soros said. "I would say it amounts to a crisis. When I look at the financial markets there is a serious challenge which reminds me of the crisis we had in 2008." - <i>Bloomberg</i>
January 18, 2016	John Hussman	"A broad range of other leading measures, joined by deterioration in market action, point to the same conclusion that recession is now the dominant likelihood." - <i>Hussman Funds</i>
October 31, 2016	Simon Johnson	"Mr. Trump's presidency would likely cause the stock market to crash and plunge the world into recession...anti-trade policies would cause a sharp slowdown, much like the British are experiencing after their vote to exit the European Union." - <i>New York Times</i>
November 9, 2016	Paul Krugman	"It really does look like President Donald J. Trump, and markets are plunging....So we are very probably looking at a global recession, with no end in sight. I suppose we could get lucky somehow. But on economics, as on everything else, a terrible thing has just happened." - <i>New York Times</i>



Appendice I: possibili attenuanti della gravità del prossimo mercato ribassista

Grafico 1

Diminuzione degli squilibri globali

Valore assoluto degli avanzi e dei disavanzi delle partite correnti di tutti i Paesi, in % del PIL mondiale



Fonte: FMI, n=194 Paesi. 2018.

Grafico 2

Diminuzione del rischio nel sistema finanziario

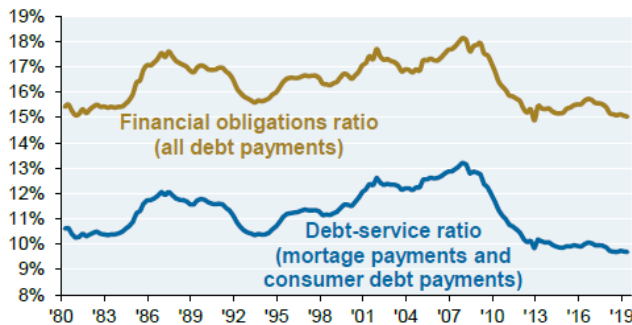
Bank risk-weighted-capital ratio		
	2007	2019
US	8.5%	13.7%
Europe	8.0%	15.6%
Bank liquid assets as % of short term liabilities		
	2007	2019
US	41%	45%
Europe	35%	41%
Bank loan-to-deposit ratio		
	2007	2019
US	97%	77%
Europe	139%	104%

Fonte: Fed, FDIC, BCE, JPMAM. 2° trim. 2019.

Grafico 3

Rapporto di servizio del debito delle famiglie sui minimi degli ultimi 40 anni

% del reddito disponibile

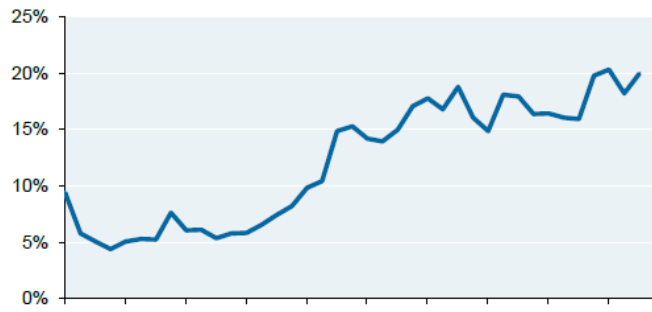


Fonte: US Federal Reserve. 2° trim. 2019. Gli obblighi finanziari comprendono i pagamenti relativi a mutui ipotecari, beni di consumo, leasing auto, affitti, assicurazione sulla casa e imposte immobiliari.

Grafico 4

Riserve valutarie dei mercati emergenti

Livello mediano delle riserve nazionali in % del PIL

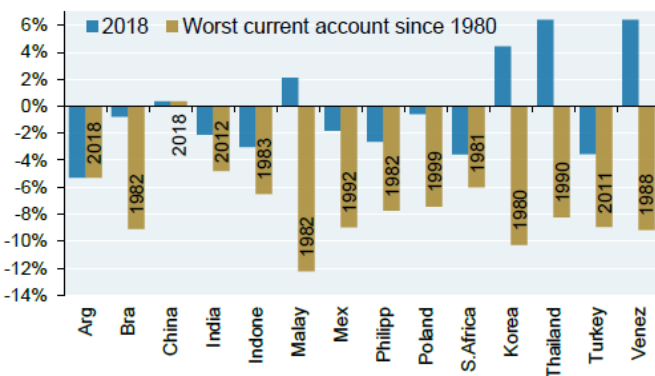


Fonte: FMI, Banca mondiale, Haver. 2018.

Grafico 5

Partite correnti dei mercati emergenti

% del PIL

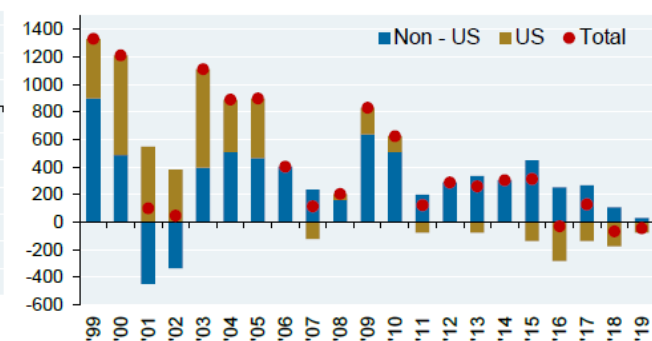


Fonte: FMI. 2018.

Grafico 6

Livelli estremamente bassi di offerta netta di azioni

Mld di USD, sulla base dell'MSCI All Country World Equity Index



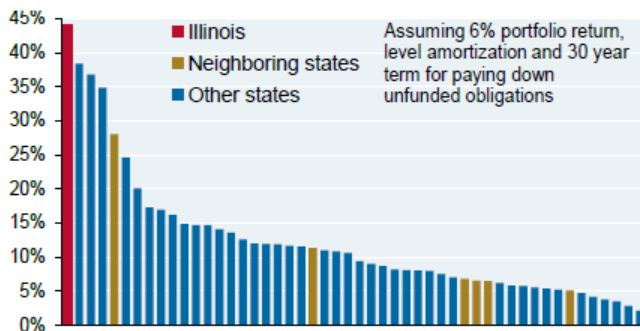
Fonte: JPM Global Markets Strategy Flows & Liquidity Report. 2019.



Appendice II: L'erba è molto più verde fuori dall'Illinois

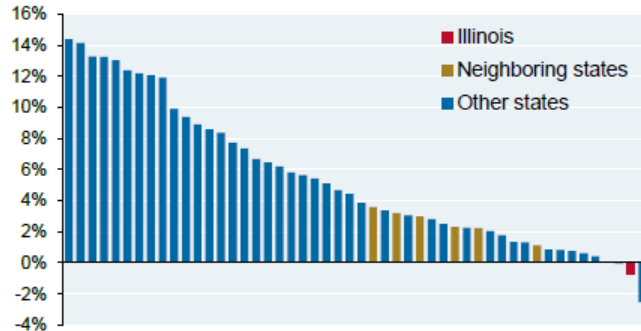
Sta accadendo molto più lentamente che a Detroit o Portorico, ma l'Illinois potrebbe essere avviato verso la propria catastrofe. Come abbiamo stimato nel nostro progetto "ARC & the Covenants", l'Illinois dovrebbe destinare in perpetuo oltre il 40% delle entrate statali alle spese sanitarie/previdenziali dei pensionati per finanziarle nella loro interezza. Un fardello simile si prospetta a Chicago, anch'essa oggetto della nostra analisi. Al contempo, sulla scia dell'aumento delle imposte attuato l'anno scorso, lo Stato è interessato da una contrazione della popolazione e della forza lavoro (ossia la base imponibile), da uno dei tassi netti di migrazione peggiori in relazione alle famiglie e al reddito lordo rettificato, e da un ristagno dei prezzi delle abitazioni. Il nuovo programma del governatore Pritzker porterebbe l'Illinois ad avere uno dei regimi fiscali più onerosi per le aziende negli Stati Uniti, il che potrebbe a sua volta accelerare il trasferimento di imprese e famiglie verso stati vicini più interessanti (Indiana, Michigan, Kentucky, Iowa, Wisconsin e Missouri, evidenziati sotto in oro). In assenza di un salvataggio federale senza precedenti di pensionati e/o obbligazionisti, non intravedo un lieto fine nel lungo periodo. Nelle parole dell'ex Presidente della FDIC William Isaac: "La città di Chicago e lo Stato dell'Illinois dovrebbero agire immediatamente per ristrutturare le loro passività e lasciarsi alle spalle i problemi fiscali. A tale scopo è possibile utilizzare le misure del Chapter 9 e gli altri strumenti appena concessi dal Congresso a Portorico. Il processo comporterebbe circa due anni di notizie spiacevoli, ma la città e lo Stato beneficerebbero di una ripresa molto più rapida e meno dolorosa di quella che si prospetterebbe con lo status quo." (2016)

Percentuale delle entrate statali necessaria per finanziare interamente le prestazioni previdenziali e sanitarie dei pensionati



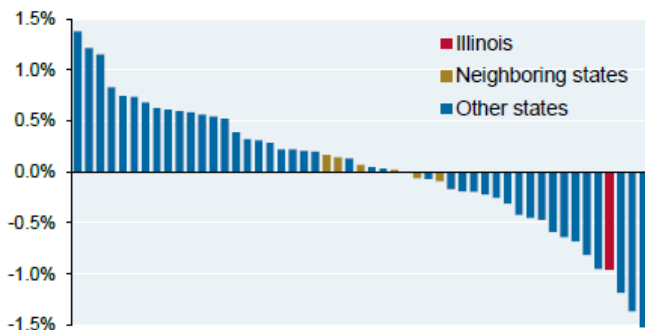
Fonte: JPMAM ARC & The Covenants Project, esercizio 2017, Illinois esercizio 2018

Variazione percentuale cumulativa della popolazione, 2010-2018



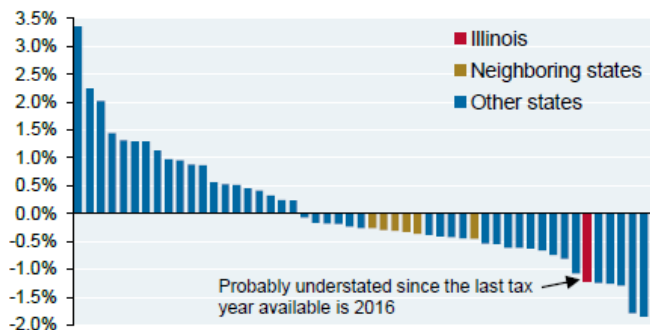
Fonte: US Census. 2018.

Variazione percentuale della popolazione dovuta alla migrazione interstatale, 2017-2018



Fonte: US Census. 2018.

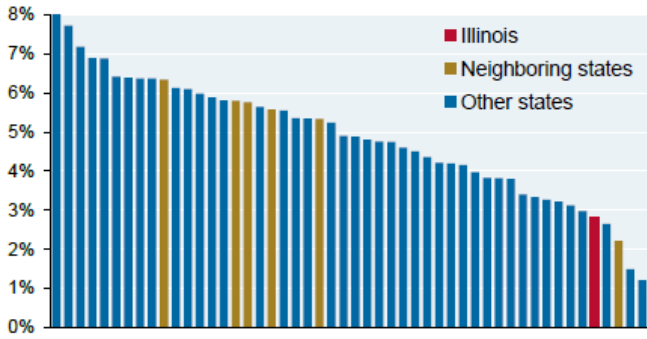
Variazione percentuale del reddito lordo rettificato dovuta alla migrazione interstatale, 2016



Fonte: IRS. 2016.



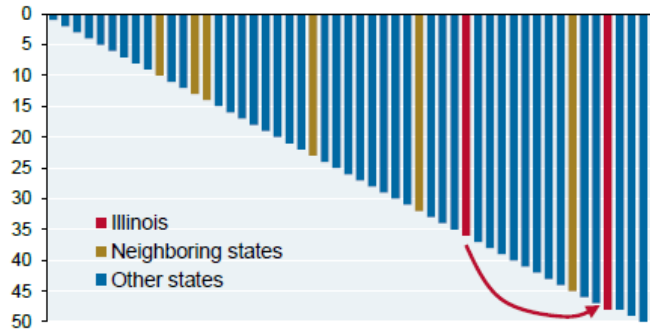
Variazione dei prezzi delle abitazioni su 1 anno
 variazione % anno su anno dell'indice FHFA (solo acquisti)



Fonte: Federal Housing Finance Agency. 2° trim. 2019.

Il programma fiscale di Pritzker porterebbe l'Illinois dal 36° al 48° posto

Tax Foundation Business Tax Climate Index, migliore = 1



Fonte: Tax Foundation. 2019.

Acronimi della settimana

ARC Annual Required Contribution (contributo annuo necessario); **CFO** Chief Financial Officer; **BCE** Banca Centrale Europea; **FDIC** Federal Deposit Insurance Corporation; **FHFA** Federal Housing Finance Agency; **IFDC** International Fertilizer Development Center; **M&A** Merger and Acquisition (fusioni e acquisizioni); **S&L** Savings and Loans; **UN** United Nations; **USGS** United States Geological Survey

NOTA INFORMATIVA

Il presente materiale è esclusivamente a scopo informativo e può illustrare alcuni prodotti e servizi offerti dalle divisioni di gestione patrimoniale di J.P. Morgan, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). **Si prega di leggere integralmente la Nota informativa.**

RISCHI E CONSIDERAZIONI GENERALI

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

LIBERATORIA

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

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

INFORMAZIONI IMPORTANTI SUGLI INVESTIMENTI E SU POTENZIALI CONFLITTI D'INTERESSE

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

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

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

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

INFORMAZIONI SU ENTITÀ GIURIDICHE, NORMATIVE E MARCHI

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

JPMorgan Chase Bank, N.A. e le sue consociate (collettivamente "JPMCB") offrono prodotti d'investimento che possono includere conti d'investimento gestiti dalla banca e servizi di custodia, nell'ambito dei propri servizi fiduciari e di amministrazione. Altri prodotti e servizi d'investimento, come brokeraggio e consulenza, sono offerti tramite **J.P. Morgan Securities LLC** ("JPMS"), membro di **FINRA** e **SIPC**. **JPMCB** e **JPMS** sono società affiliate sotto il controllo comune di JPM. Prodotti non disponibili in tutti gli Stati.

Nel **Lussemburgo** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL), sede legale European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Lussemburgo. R.C.S. Lussemburgo B10.958. Autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e soggetta alla supervisione congiunta della Banca Centrale Europea (BCE) e della CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è autorizzata in veste di istituto di credito in conformità alla Legge del 5 aprile 1993. Nel **Regno Unito** il presente materiale è pubblicato da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra. Prima della Brexit (per Brexit si intende l'abbandono dell'Unione europea da parte del Regno Unito in conformità all'articolo 50 del Trattato dell'Unione europea, oppure, se successivamente, la perdita di capacità da parte del Regno Unito di fornire servizi finanziari "passaporto" tra il Regno Unito e il resto del SEE), J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra è soggetta alla regolamentazione limitata della Financial Conduct Authority e della Prudential Regulatory Authority. Le informazioni dettagliate circa l'entità della regolamentazione della Financial Conduct Authority e della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Qualora dovesse verificarsi la Brexit, nel Regno Unito J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – filiale di Londra è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority, soggetta alla regolamentazione da parte della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. Le informazioni dettagliate circa l'entità della regolamentazione della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. In **Spagna** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, con sede legale in Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spagna. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España è iscritta nel registro amministrativo della Banca di Spagna al numero 1516 e supervisionata dalla Commissione del Mercato dei Valori Mobiliari (CNMV). In **Germania** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., filiale di Francoforte, sede legale Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Francoforte, Germania, soggetta alla supervisione congiunta della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e della Banca Centrale Europea (BCE), e in alcune aree supervisionata anche dal Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). In **Italia** il presente materiale è distribuito da J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – Succursale di Milano, sede legale in Via Cantena Adalberto 4, Milano 20121, Italia, autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) e supervisionata congiuntamente da Banca Centrale Europea (BCE) e CSSF. E' un istituto di credito autorizzato secondo la legge del 5 Aprile 1993. Quando presta servizi attraverso la Succursale di Milano, J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. è altresì sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia e CONSOB, secondo le rispettive competenze. Inoltre, il presente materiale è distribuito da **JPMorgan Chase Bank, N.A. ("JPMCB"), filiale di Parigi**, regolamentata dalle autorità francesi per le banche e il mercato – "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" e "Autorité des Marchés Financiers" – o da **J.P. Morgan (Suisse) SA**, regolamentata dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA).

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 vostra richiesta di usare gratuitamente i vostri 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/Singapore (come notificato). I servizi bancari e di deposito sono erogati da JPMCB Singapore Branch. Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di vigilanza di Hong Kong, Singapore o altre giurisdizioni. Per quanto riguarda i materiali che costituiscono pubblicità di prodotti ai sensi del Securities and Futures Act e del Financial Adviser Act, il presente materiale pubblicitario non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. Si raccomanda ai clienti di utilizzare con cautela il presente materiale. In caso di dubbi circa qualsiasi contenuto di questo documento, i clienti devono affidarsi alla consulenza di professionisti indipendenti.

Con riferimento ai paesi dell'**America Latina**, la distribuzione del presente materiale potrebbe essere soggetta a restrizioni in alcune giurisdizioni. Il ricevimento di questo documento non costituisce un'offerta o una sollecitazione a favore di alcun soggetto nelle giurisdizioni in cui tale offerta o sollecitazione non sia autorizzata, ovvero a favore di alcun soggetto a cui la legge vieta di fare una tale offerta o sollecitazione. L'offerta al pubblico di qualsiasi fondo eventualmente citato nella presente pubblicazione non è consentita in alcun Paese dell'America Latina senza la previa registrazione dei suoi titoli in conformità alle 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.

I riferimenti a "J.P. Morgan" riguardano JPM, le sue controllate e consociate in tutto il mondo. "J.P. Morgan Private Bank" è la denominazione commerciale dell'attività di private banking svolta da JPM.

Il presente materiale è inteso per uso personale e non può essere distribuito a o usato da terzi, né essere duplicato per uso non personale, senza la nostra autorizzazione. In caso di domande o se non desidera ricevere ulteriori comunicazioni, La preghiamo di rivolgersi al Suo referente J.P. Morgan.

© 2019 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.