

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

# Prospettive per il 2026

# Un mondo in transizione

Investire nella nuova era dell'IA,  
della frammentazione e dell'inflazione



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

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

# Introduzione

Il 2025 è stato un anno di transizione. Abbiamo assistito all'insediamento di una nuova amministrazione presidenziale negli Stati Uniti, alla ripresa del ciclo di riduzione dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve e alla solidità dei mercati globali.

Valutiamo queste transizioni come una vera banca privata globale, con clienti in oltre 150 paesi. La nostra competenza locale, rafforzata dal nostro network e dalla prospettiva globale, guida la gestione di un quadro d'investimento sempre più complesso.

Guardando al futuro, ci concentriamo su tre forze che plasmeranno il 2026: la supremazia dell'intelligenza artificiale, la frammentazione globale e le incognite dell'inflazione. Il nostro Outlook 2026 analizza come l'IA stia rivoluzionando il modo in cui lavoriamo, investiamo e pensiamo. L'innovazione genera entusiasmo, ma comporta anche il rischio di eccessi. La frammentazione, una divisione in blocchi globali e supply chains sempre più sotto pressione, sta ridefinendo l'ordine mondiale e richiede maggiore attenzione alla resilienza e alla sicurezza. L'inflazione non segue più i modelli tradizionali. Si attesta più frequentemente al di sopra degli obiettivi delle banche centrali, e la maggiore volatilità impone agli investitori un nuovo approccio.

Il contesto per il 2026 è favorevole agli investimenti. Un ciclo di riduzione dei tassi negli Stati Uniti dovrebbe sostenere la ripresa della crescita globale e la solidità dei mercati finanziari in generale. Prevediamo rendimenti robusti per i portafogli multi-asset nel prossimo anno, anche dopo la forte performance azionaria del 2025. Allo stesso tempo, permangono pessimismo e timori riguardo al rally dei mercati, con molti clienti che detengono più liquidità rispetto al periodo pre-pandemia.

Le transizioni in atto porteranno sia pressioni che opportunità. Puntiamo a costruire portafogli resilienti, allineati alla nostra ricerca e che sfruttino la forza del nostro accesso globale. È opportuno rivedere la propria allocazione patrimoniale per assicurarsi che rifletta obiettivi e propensione al rischio. Siamo qui per supportarvi.

Qualunque sia l'andamento dei mercati, traceremo insieme la rotta. Siamo orgogliosi di essere il vostro partner finanziario e speriamo di accogliervi nella nostra nuova sede globale al 270 Park Avenue, New York City.

Grazie per la fiducia e la stima che continuate a riporre in J.P. Morgan.



**David Frame**  
CEO, Global Private Bank



**Adam Tejpaul**  
CEO, International Private Bank



**Martin Marron**  
CEO, Wealth Management Solutions

# Punti salienti

1

## Posizionarsi durante la rivoluzione dell'IA

La tecnologia è trasformativa.

Cogliere le opportunità, evitando i rischi dovuti all'eccessivo entusiasmo.

2

## Pensare alla frammentazione, non alla globalizzazione

Una nuova economia che privilegia la resilienza rispetto all'efficienza.

Individuare opportunità dove sicurezza, energia e supply chains si incontrano.

3

## Prepararsi al cambiamento strutturale dell'inflazione

L'inflazione è più elevata e tende a essere più volatile.

Pianificare con attenzione per mantenere il potere d'acquisto e diversificare verso asset reali.

4

## Scoprire il potenziale dei mercati privati

La selezione dei gestori e l'accessibilità sono particolarmente cruciali in questo scenario.

Trovare il partner giusto.

# Indice

## Parte 1

### Posizionarsi durante la rivoluzione dell'IA

- ◊ Come capiremo se il boom sta per trasformarsi in crisi?
- ◊ IA e dinamiche del mercato del lavoro: vecchi mestieri che scompaiono, nuove professioni che nascono
- ◊ Quali sono i possibili limiti all'espansione dell'IA?
- ◊ Elaborare una strategia in quattro fasi per cogliere valore
- ◊ Player privati, venture capital e private equity contribuiscono alla innovazione nel mondo dell'IA

## Parte 2

### Pensare alla frammentazione, non alla globalizzazione

- ◊ Commercio: dalla convenienza alla provenienza
- ◊ Cina: influenza esterna, innovazione interna
- ◊ Difesa europea: dalla pace agli investimenti per il conflitto
- ◊ Sud America: possedere ciò di cui il mondo ha bisogno
- ◊ Energia: Il principale freno alla rivoluzione dell'IA
- ◊ Il dollaro e le alternative come riserve di valore

## Parte 3

### Prepararsi al cambiamento strutturale dell'inflazione

- ◊ Il reddito fisso ritrova stabilità
- ◊ Fattori strutturali dell'inflazione
- ◊ I rischi impliciti dell'aumento del debito sovrano
- ◊ La carenza di abitazioni negli Stati Uniti



# Introduzione



A volte il panorama degli investimenti è difficile da decifrare. Negli Outlook degli anni precedenti, ci siamo spesso confrontati con dibattiti complicati e dati ambigui. Il quadro appariva offuscato e poco nitido.

Non è così quest'anno.

Un'epoca di bassa inflazione e globalizzazione senza ostacoli è chiaramente giunta al termine. Al suo posto, tre forze potenti e interconnesse stanno delineando una nuova era di mercato: intelligenza artificiale (IA), frammentazione globale e inflazione. Insieme, pongono una sfida fondamentale: come investire in un mondo in cui la promessa di crescita della produttività guidata dall'IA si scontra con la pressione di un'inflazione più persistente e volatile e con un ordine mondiale frammentato?

Le forze dell'IA, della frammentazione e dell'inflazione si manifesteranno in modi che oggi possiamo solo intravedere all'orizzonte.

## Intelligenza artificiale

L'IA potrebbe ridurre il costo dell'expertise fino a zero, una trasformazione profonda quanto l'avvento dell'informatica. Questa nuova tecnologia può generare maggiore produttività e margini aziendali più robusti, ma anche significative turbolenze nel mercato del lavoro e il rischio di una bolla di mercato. Come cogliere i vantaggi di questa trasformazione evitando i rischi di obsolescenza tecnologica e di eccessiva esuberanza?

## Frammentazione

L'ordine globale si sta dividendo in blocchi, ci sono alleanze fragili e supply chains sotto pressione. L'accesso alle risorse naturali e all'energia è ora una priorità strategica. Queste dinamiche stanno ridefinendo i flussi commerciali e di capitale, creando nuove opportunità (e rischi) d'investimento. Quali regioni e settori sembrano destinati a sovrapreformare quando la ricerca dell'efficienza viene superata dalla necessità di resilienza e sicurezza?

## Inflazione

L'inflazione è una variabile centrale nella costruzione dei portafogli e sta subendo un cambiamento strutturale che la rende un rischio ancora più rilevante per i patrimoni. A nostro avviso, l'inflazione sarà più volatile rispetto al periodo pre-pandemia e più soggetta a shock al rialzo. Questo riflette una serie di fattori, tra cui la psicologia di imprese e consumatori, deficit fiscali persistenti e livelli elevati di ricchezza delle famiglie. Il vostro piano è strutturato per mantenere il potere d'acquisto e ridurre la fragilità del portafoglio?

Nel prossimo anno, solidi fondamentali economici faciliteranno il percorso degli investitori. Un ciclo di riduzione dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed), insieme ai benefici di una minore incertezza sulle politiche economiche, dovrebbe favorire una ripresa della crescita globale verso un ritmo più sostenuto. Tassi a breve termine più bassi negli Stati Uniti possono sostenere gli asset più rischiosi come azioni globali e credito. Un quadro di crescita stabile, tra altri fattori, probabilmente manterrà i rendimenti obbligazionari di lungo termine entro un intervallo contenuto. Nel complesso, prevediamo un altro anno solido di rendimenti per i portafogli multi-asset.

Tuttavia, questa prospettiva costruttiva non deve oscurare le opportunità e le sfide offerte dalla nuova era. Gli investitori hanno bisogno di un nuovo approccio, una strategia che unisca determinazione e agilità, sfruttando i cambiamenti strutturali per generare opportunità. In questa sede, esaminiamo la forza e il potenziale delle tre forze che guidano i mercati, le loro implicazioni per le diverse asset class e le strategie che riteniamo possano aiutarvi a raggiungere gli obiettivi finanziari della vostra famiglia.

# Parte 1

## Posizionarsi durante la rivoluzione dell'IA





Da quando OpenAI ha lanciato ChatGPT alla fine del 2022, gli investitori sono stati affascinati dal potenziale dell'intelligenza artificiale. Tre anni dopo, il boom dell'IA continua a guadagnare slancio. Riteniamo che questa tecnologia dirompente trasformerà i mercati del lavoro e aumenterà la produttività a livello globale, generando valore sia nei mercati pubblici che in quelli privati. È vero che i titoli tecnologici continuano a trainare i rialzi di mercato, ma non vediamo all'orizzonte una bolla pronta a scoppiare.

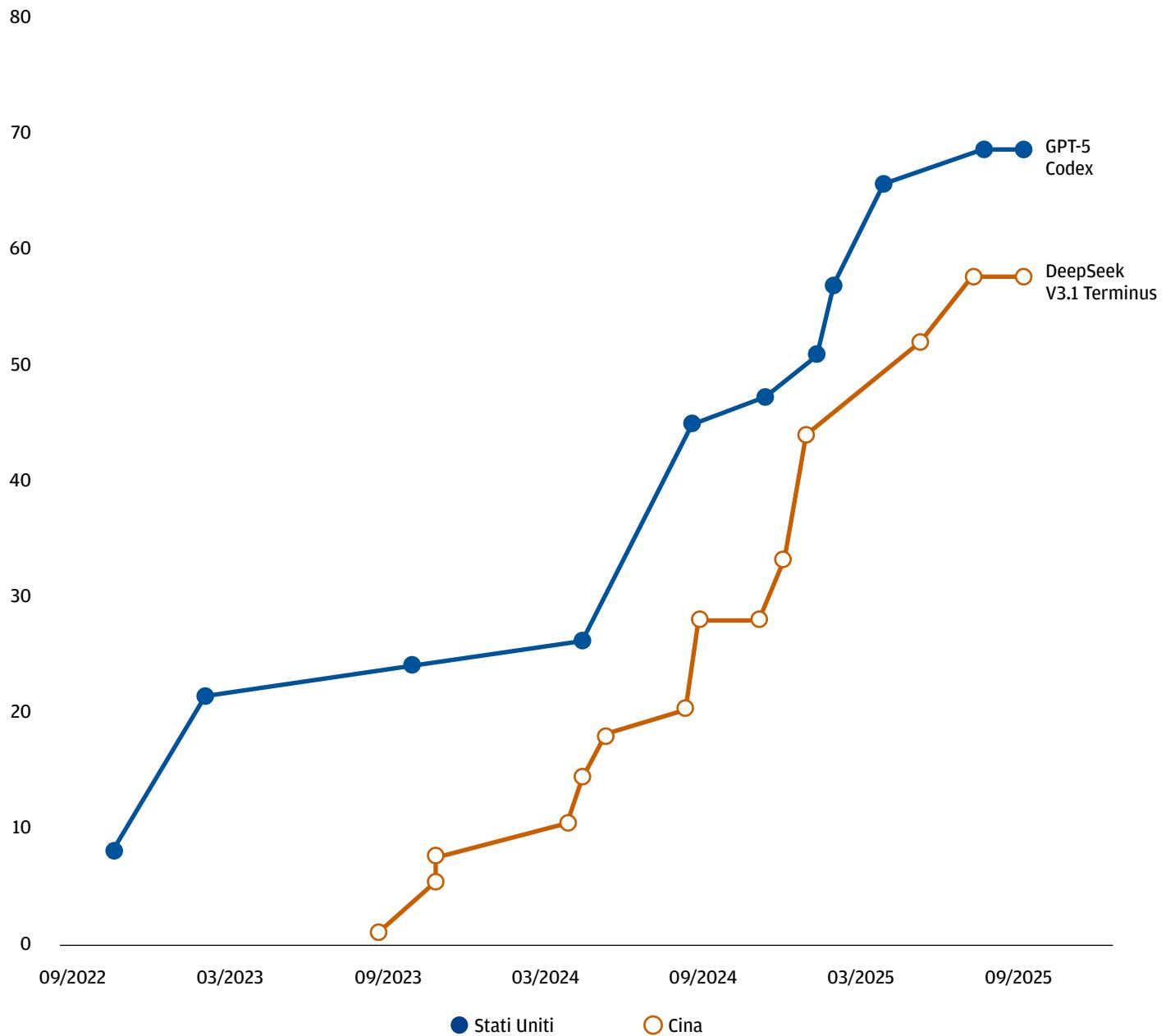
Al centro della rivoluzione c'è l'IA generativa.<sup>1</sup> Le capacità si sono rafforzate rapidamente e i costi sono diminuiti drasticamente. I modelli ora hanno meno "allucinazioni", gestiscono meglio le complessità e dimostrano una capacità di ragionamento superiore. Sebbene i progressi nelle prestazioni rispetto ai benchmark abbiano recentemente subito un rallentamento, i progressi negli *Agentic Models* più evoluti sono incoraggianti. Alcuni stimano che gli *Agentic Models* potrebbero raggiungere prestazioni simili a quelle umane entro la primavera del 2026.<sup>2</sup>

1 In termini generali, l'IA generativa e i large language models (LLM) sono programmi informatici che apprendono e generano testo, immagini, audio, codice software o altri contenuti multimediali attraverso un'architettura "addestrata" su ampi data sets. Esempi di LLM includono ChatGPT di OpenAI e Claude di Anthropic.

2 Secondo Mark Newman, analista tecnologico presso Bernstein: "Ad esempio, l'*Agentic benchmark* OSWorld suggerisce che i modelli più evoluti stanno migliorando di 37 punti percentuali all'anno, il che implicherebbe prestazioni a livello umano nel maggio 2026 (a titolo di confronto, i modelli leader attuali sono intorno al 44%, i principali *Agentic Framework* al 61%, mentre il benchmark umano è al 72%)."

**GLI INCREMENTI DI PERFORMANCE DEI MODELLI DI IA SONO RALLENTATI,  
LA PROSSIMA SVOLTA POTREBBE ARRIVARE DALL'AGENTIC AI**

Indice di intelligenza dei modelli di IA



Fonte: Artificial Analysis. Dati al 3 ottobre 2025. Nota: L'indice Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 comprende 10 valutazioni: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard,  $\tau^2$ -Bench Telecom.

Questo progresso tecnologico ha stimolato un'impennata negli investimenti infrastrutturali. Le grandi aziende tecnologiche statunitensi hanno triplicato la loro spesa annuale in investimenti di capitale (capex), passando da 150 miliardi di dollari nel 2023 a una cifra che potrebbe superare i 500 miliardi nel 2026. Gli investimenti dei leader del settore (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle e Nvidia) rappresentano ora quasi il 25% del capex nel mercato statunitense.<sup>3</sup> Nel 2025, gli investimenti legati all'IA hanno contribuito alla crescita del PIL statunitense più dei consumi.<sup>4</sup>

L'impulso di crescita derivante dalla spesa per l'IA sarà quasi certamente una fonte importante di incremento del PIL nel 2026. Secondo le nostre stime, OpenAI da sola ha annunciato piani per la costruzione di data center con una capacità superiore a 25 gigawatt (GW). Considerando che ogni GW richiede circa 50 miliardi di dollari di investimenti, OpenAI punta a ben oltre 1 trilione di dollari di capex totale nei prossimi anni.<sup>5</sup> In qualsiasi misura, si tratta di una cifra significativa.

**Quanto è troppo? Attualmente, gli investimenti in IA rappresentano circa l'1% del PIL. Nei precedenti cicli di investimento in tecnologie di uso generale (ad esempio elettricità, ferrovie, telecomunicazioni), il picco degli investimenti ha raggiunto il 2%-5% del PIL.<sup>6</sup> Per quanto impressionante sia stato il boom degli investimenti in IA, il precedente storico suggerisce che potrebbe ancora raddoppiare rispetto ai livelli attuali.**

Le iniziative dei vari paesi, come il progetto Stargate da 500 miliardi di dollari negli Stati Uniti e il programma europeo InvestAI da 200 miliardi di euro, insieme a sforzi analoghi nel Regno Unito, in Arabia Saudita e in Corea del Sud, stanno alimentando l'accelerazione globale dell'IA. I politici cinesi hanno incoraggiato banche e governi locali a destinare finanziamenti alla tecnologia e all'innovazione IA, e i ricercatori cinesi hanno raccolto il 40% delle citazioni globali sull'IA nel 2024, quattro volte più degli Stati Uniti o dell'Unione Europea.<sup>7</sup>

L'adozione dell'IA si sta ampliando in tutta l'economia, con i consumatori in prima linea. ChatGPT conta oltre 700 milioni di utenti attivi mensili che inviano 18 miliardi di messaggi a settimana.<sup>8</sup> Le imprese si stanno muovendo più lentamente, ma ritengiamo che l'adozione continuerà a crescere.

Le indagini sulle imprese statunitensi mostrano un'integrazione dell'IA in costante aumento, con il 10% delle aziende che dichiara di utilizzare l'IA per produrre un bene o un servizio. Secondo un indice alternativo di adozione dell'IA elaborato da Ramp, una società fintech specializzata in servizi di gestione delle spese aziendali, quasi il 45% delle imprese paga già abbonamenti a LLM. Oltre 300.000 aziende sono clienti di Anthropic.<sup>9</sup> I risultati degli "hyperscaler" (società che forniscono tecnologia cloud computing su larga scala) indicano una domanda sostenuta per modelli IA.

**Tuttavia, la predominanza del tema IA nei mercati azionari pubblici e privati ha alimentato un dibattito incessante sulla possibilità che si stia formando una bolla.**

3 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 agosto 2025.

4 J.P. Morgan Asset Management. *Is AI already driving U.S. growth?* 12 settembre 2025.

5 Puck. *OpenAI's Fuzzy Math.* 1 ottobre 2025.

6 Goldman Sachs. *The AI Spending Boom Is Not Too Big.* 15 ottobre 2025.

7 Digital Science. *DeepSeek and the New Geopolitics of AI: China's ascent to research pre-eminence in AI.* 10 luglio 2025.

8 NBER. *How People Use ChatGPT.* Settembre 2025.

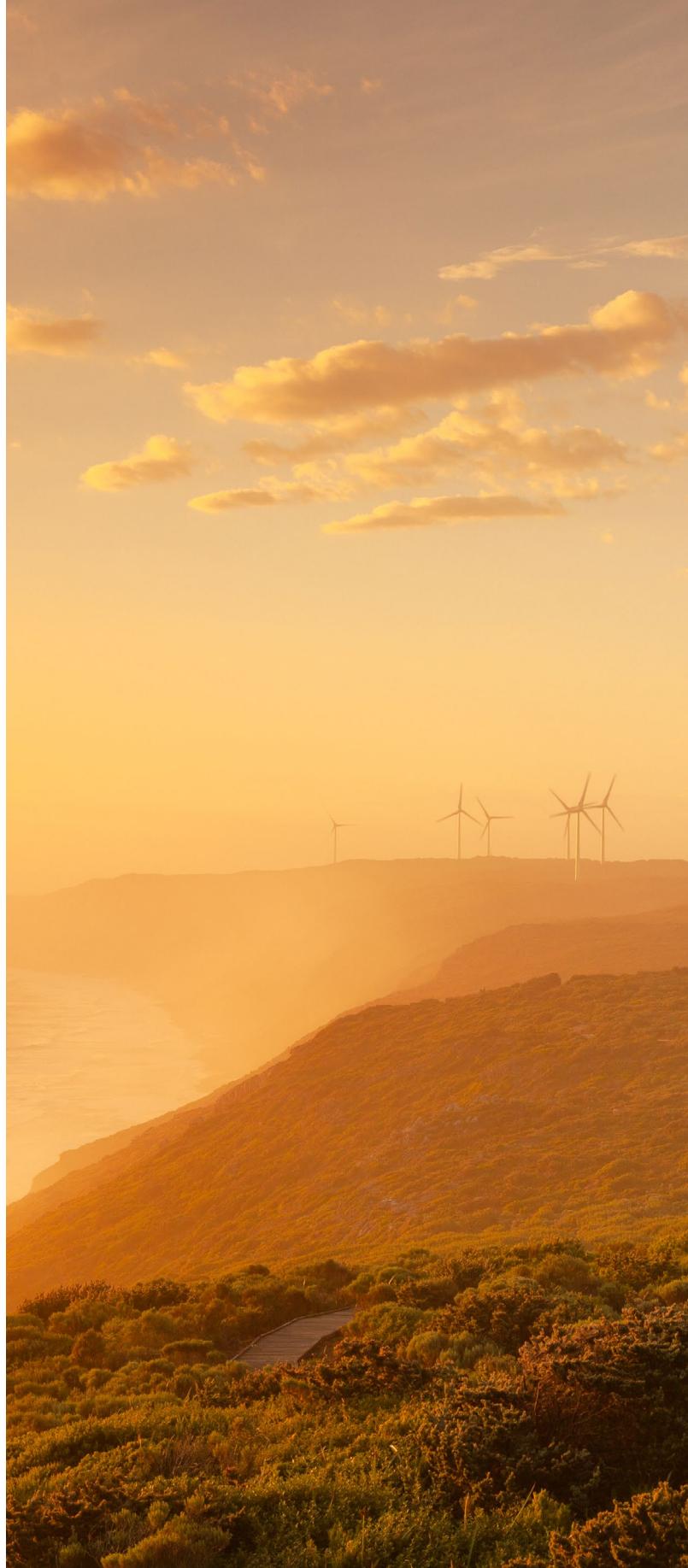
9 Ramp. *Ramp AI Index.* Settembre 2025.

10 Anthropic. *Expanding our use of Google Cloud TPUs and Services.* 23 ottobre 2025.

# Come capiremo se il boom sta per trasformarsi in crisi?

L'IA è una bolla? È la domanda che tutti si pongono. Oggi, quasi il 40% della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500 risente direttamente delle percezioni o delle realtà legate all'utilizzo dell'IA, dagli investimenti alla costruzione di infrastrutture e ai guadagni di produttività. Sia al rialzo che al ribasso, l'IA sarà quasi certamente il principale motore dei rendimenti dei mercati azionari pubblici nei prossimi anni. Per allocare capitale sulle azioni con serenità, dobbiamo essere certi che non stiamo per assistere allo scoppio di una bolla.

Le bolle di mercato ed economiche seguono un percorso ricorrente. La maggior parte delle bolle nasce da una tesi d'investimento secondo cui il mondo sta cambiando. Chi ci crede costruisce capacità per soddisfare la domanda futura. La bolla inizia a formarsi anche perché il credito è ampiamente disponibile. Il deterioramento degli standard di prestito e l'aumento della leva finanziaria generano una disconnessione tra i fondamentali economici e le valutazioni di mercato. Sempre più investitori si uniscono al gruppo—finché, alla fine, i fondamentali prevalgono e la bolla scoppià.



Una volta definito un modello per valutare l'eccessiva esuberanza, possiamo applicarlo all'analisi del fenomeno IA. Ecco come, secondo noi, l'IA è influenzata da cinque elementi chiave:

---

## 1.

### Un cambiamento epocale

Le bolle spesso nascono dall'idea che una nuova tecnologia, una tendenza demografica o una svolta politica cambieranno radicalmente il mondo. Esempi storici rilevanti includono il boom ferroviario del 1840 e quello di internet alla fine degli anni '90. Queste trasformazioni hanno effettivamente cambiato il mondo, ma il tempismo è fondamentale. Dal 1843 al 1853, le miglia ferroviarie nel Regno Unito quasi quadruplicarono, ma i ricavi per miglio rimasero stabili o diminuirono.<sup>11</sup> Nel 2001, le società di telecomunicazioni avevano installato 39 milioni di miglia di fibra, ma solo il 10% di queste era attivo, e ogni fibra attiva utilizzava appena il 10% delle lunghezze d'onda disponibili.<sup>12</sup>

Sia il boom ferroviario che quello di internet hanno generato una capacità in eccesso, non giustificata dalla domanda dei consumatori o dall'economia di scala. La narrazione e gli investimenti che caratterizzano l'IA oggi sono tipici di un cambiamento epocale. Tuttavia, non vediamo ancora segni di capacità in eccesso. I tassi di sfitto dei data center sono ai minimi storici (1,6%) e tre quarti della capacità in costruzione è già pre-affittata.<sup>13</sup> Lungo tutta la catena del valore, computing, energia e data center, i componenti sono scarsi rispetto alla domanda. I risultati dell'ultimo periodo degli utili confermano che l'utilizzo dell'IA sta guidando la crescita dei ricavi per le aziende leader.

---

## 2.

### Abbondanza e disponibilità di credito

Le bolle si espandono perché il capitale speculativo a basso costo spinge i prezzi sempre più in alto. Nel XVII secolo, i mercati del credito di Amsterdam alimentarono la mania dei tulipani, mentre la bolla degli asset giapponesi degli anni '80 si basava su prestiti bancari garantiti da valori azionari gonfiati artificialmente. La bolla immobiliare che precedette la crisi finanziaria globale fu gonfiata dai mutui subprime, cartolarizzati in un settore di "shadow banking" interconnesso. Negli anni 2010, una bolla delle azioni legate all'energia si formò grazie a finanziamenti a basso costo resi possibili da tassi di politica monetaria prossimi allo zero.

La recente operazione di Oracle sul mercato del debito indica che la prossima fase del ciclo infrastrutturale IA si baserà maggiormente sul credito. L'emissione è stata sottoscritta cinque volte oltre la domanda, e riteniamo che i mercati pubblici saranno disposti a finanziare le grandi aziende tech, tutte con spread più contenuti rispetto all'indice investment grade.<sup>14</sup> Con il progredire del ciclo di riduzione dei tassi da parte della Fed, è probabile che il credito finanzi ulteriori investimenti in IA. Questo scenario è plausibile, considerando la bassa leva nel segmento large-cap e oltre 500 miliardi di dollari di "dry powder" nel credito privato.<sup>15</sup>



### 3.

## Crescita della leva finanziaria e deterioramento degli standard di concessione

Le bolle si espandono quando le strutture finanziarie amplificano i guadagni e nascondono i rischi. La bolla della South Sea Company<sup>16</sup> fu caratterizzata da scambi debito-equity; gli anni precedenti al crollo del 1929 furono segnati dagli acquisti a margine. Più recentemente, le SPAC si sono espansse tramite redemption puts e free warrants. Nel settore IA, l'innovazione e l'ingegneria finanziaria stanno accelerando.

Esempi recenti: aziende come Lambda e CoreWeave hanno emesso debito garantito dalle loro GPU di fascia alta, mentre Alibaba ha annunciato una obbligazione convertibile a zero coupon per finanziare investimenti in data center.<sup>17</sup> Sul fronte dell'ingegneria finanziaria, l'emissione di debito nel settore tecnologico e di titoli garantiti da asset e mutui legati ai data center è tornata ai livelli del 2020-2021.<sup>18</sup> Tuttavia, si tratta di caratteristiche relativamente standard dei mercati dei capitali. Se gli “hyperscaler” decidessero di portare la leva finanziaria a 2,8x net debt/EBITDA (la mediana per le società investment grade), si genererebbe un ulteriore trilione di dollari di capitale disponibile.

Si potrebbe anche sostenere che gli investimenti “circolari” nella filiera IA siano un esempio di ingegneria finanziaria. Questi accordi (in cui i principali attori del settore comprano e vendono tra loro utilizzando equity e potenza di calcolo come valuta) aumentano certamente il rischio, ma potrebbero anche creare un ecosistema caratterizzato maggiormente da simbiosi, con maggiore concorrenza sia nell'hardware che nel software, portando a un panorama più equilibrato.

Stiamo monitorando segnali di deterioramento degli standard di prestito, sia per gli accordi di acquisto di energia che per gli investimenti in private equity e venture capital. Ad oggi, i flussi di cassa operativi aggregati dei principali attori superano ancora le spese in capex e i dividendi. La leva finanziaria probabilmente continuerà a crescere con l'aumento degli investimenti in IA, ma la spinta attuale è alimentata dai flussi di cassa.

11 Università del Minnesota. *The railway mania of the 1860s and financial innovation*. 3 marzo 2024.

12 The Optical Society. *Boom, Bubble, Bust: The Fiber Optic Mania*. Ottobre 2016.

13 CBRE. *North America Data Center Trends H1 2025: AI & Hyperscaler Demand Lead to Record-Low Vacancy*. 19 agosto 2025.

14 Morningstar. *Why Oracle's 'jumbo' AI-fueled bond deal is so unusual*. 25 settembre 2025.

15 Empirical Research Partners. *Private Debt: A Game Changer?* 29 aprile 2025.

16 Nel 1720 le azioni della South Sea Co. crollarono, contribuendo al primo crollo internazionale del mercato azionario.

17 Unità di elaborazione grafica, un componente elettronico.

18 Penn Mutual Asset Management. *Pricing the Infrastructure Boom: Data Center Trends in Structured Markets*. 9 ottobre 2025.

## 4.

### Un divario tra valutazioni e flussi di cassa

In ogni bolla, le valutazioni crescono oltre quanto giustificato dai fondamentali e dai flussi di cassa. Durante la bolla dot-com, molte aziende si quotarono senza ricavi. Il prezzo delle azioni Cisco aumentò di 40 volte tra il 1995 e il 2000, mentre gli utili crescevano solo di 8 volte. Oggi, si osservano casi di eccesso nei mercati privati. Gli “unicorni”, società private con una capitalizzazione superiore a 1 miliardo di dollari, valgono ora quasi il 12% del Nasdaq, una quota vicina ai massimi del 2021.<sup>19</sup> La crescita delle valutazioni delle startup IA ha costantemente superato quella delle aziende non-IA in ogni round di finanziamento. Ad esempio, lo step-up mediano del Series B è 2,1x per le startup IA contro 1,4x per le non-IA. Le aziende IA ottengono valutazioni mediane superiori del 56% nel Series C e del 230% nel Series D+ rispetto alle non-IA.<sup>20</sup>

Nei mercati pubblici, però, le aziende IA hanno generato i loro rendimenti esclusivamente attraverso la crescita degli utili. Negli ultimi tre anni, il multiplo prezzo/utili (P/E) prospettico delle azioni IA quotate è diminuito, mentre le stime di utili per azione (EPS) sono più che raddoppiate. Negli ultimi cinque anni, il prezzo delle azioni Nvidia è aumentato di 14 volte, mentre gli utili sono cresciuti di 20 volte.

## 5.

### Un circolo vizioso alimentato da speculazione e ampia partecipazione

Ogni bolla attira nuovi partecipanti convinti che l'aumento dei prezzi sia una profezia che si autoavvera. Gli artigiani olandesi acquistavano bulbi di tulipano per multipli del loro reddito annuo, e i baristi di Las Vegas speculavano sulle case nel 2005. Le performance recenti delle IPO suggeriscono ulteriori segnali di eccesso. L'esuberanza sta crescendo, ma dovrebbe raggiungere livelli molto più elevati prima che la nostra cautela aumenti.

Considerando le evidenze, sembra chiaro che gli ingredienti per una bolla di mercato siano presenti. Detto ciò, riteniamo che il rischio di formazione di una bolla in futuro sia superiore al rischio di trovarsi ora al suo apice.

**Superando il dibattito sulla bolla IA, ecco la domanda più importante per gli investitori:**  
Chi riuscirà davvero a catturare il valore di questa transizione tecnologica? Purtroppo, la storia non offre un modello chiaro su quali aziende riescano a capitalizzare le transizioni tecnologiche.

In alcuni casi, come le ferrovie britanniche, le fibre ottiche e le telecomunicazioni, i primi attori hanno subito forti perdite, mentre i nuovi entranti hanno beneficiato del crollo dei prezzi degli asset. Al contrario, i pionieri della transizione IT (IBM, Microsoft, Cisco, Amazon) sono riusciti a conquistare e mantenere quote di mercato, anche se altri operatori hanno capitalizzato sull'ecosistema sviluppato. Le utility statunitensi hanno mantenuto la quota di mercato, ma la regolamentazione ha finito per limitare i rendimenti finali per gli investitori.

---

19 Coattue. Ottobre 2025.

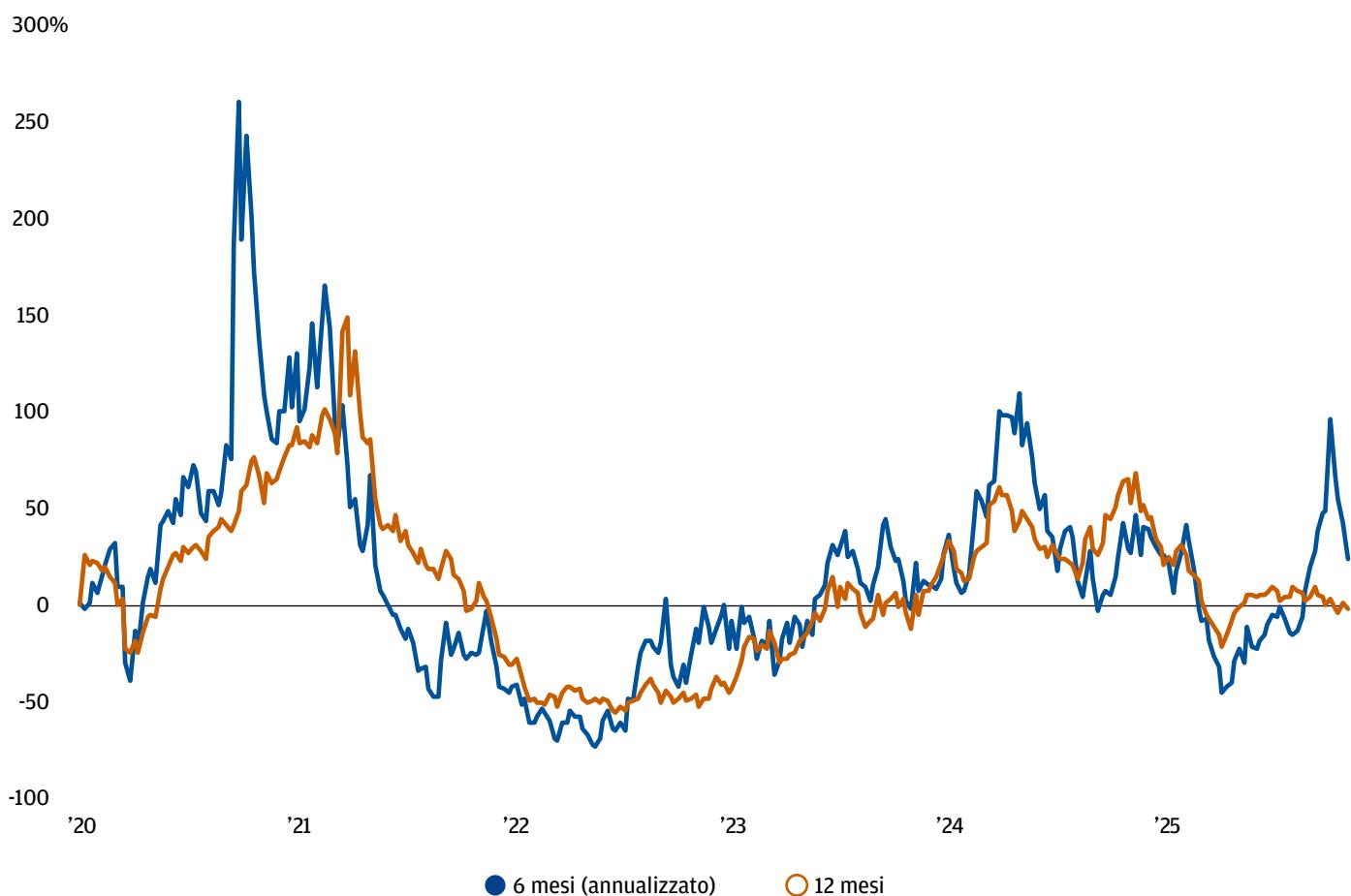
20 PitchBook. *VC Valuations and Returns Report*. 11 agosto 2025.

## POSIZIONARSI DURANTE LA RIVOLUZIONE DELL'IA

Nel 2026, riteniamo che l'IA porterà una disruption significativa, con conseguenze su tutta l'economia. Come approfondiremo nella sezione successiva, l'IA avrà probabilmente un impatto più visibile sul mercato del lavoro, e alcune società *software as a service* e altre aziende tech potrebbero subire maggiormente la "scossa" IA. Tuttavia, la disruption può anche generare opportunità straordinarie. **A nostro avviso, il rischio maggiore è non avere esposizione a questa tecnologia trasformativa.**

## MONITORARE SEGNALI DI ESUBERANZA NEL MERCATO DELLE IPO

Performance delle recenti IPO, %



Fonti: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2025.

Nota: Il basket viene ribilanciato mensilmente da J.P. Morgan Investment Bank per incorporare le ultime IPO statunitensi.

# IA e dinamiche del mercato del lavoro: vecchi mestieri che scompaiono, nuove professioni che nascono

In che modo la tecnologia IA potrebbe influenzare il mercato del lavoro? Anche questa storia è appena agli inizi. Circa 71 milioni di *knowledge workers* negli Stati Uniti (con uno stipendio medio annuo di circa 85.000 dollari) rappresentano un mercato indirizzabile di circa 6 trilioni di dollari. Secondo alcune stime, oltre il 60% dei posti di lavoro nei mercati sviluppati è vulnerabile a sconvolgimenti causati dalla tecnologia IA.<sup>21</sup> In molti casi, gli investitori attribuiscono valore all'IA proprio per il suo potenziale di trasformare il mercato del lavoro.

Sebbene alcune previsioni pessimistiche ipotizzino un tasso di disoccupazione fino al 20%, la storia suggerisce un percorso meno cupo e, in ultima analisi, più ottimistico.<sup>22</sup> Le grandi innovazioni tecnologiche raramente causano una disoccupazione di massa duratura; riducono il costo degli input chiave, generano nuova domanda e creano nuovi ruoli.

Il vapore ha sostituito tessitori e lavoratori dei canali, ma ha aumentato enormemente la produzione tessile e il commercio interno, generando nuovi posti di lavoro nell'estrazione mineraria, nelle ferrovie e nei servizi urbani. L'informatica ha automatizzato le mansioni d'ufficio, ma l'elaborazione delle informazioni a basso costo ha permesso la crescita di settori come le carte di credito e le compagnie aeree, dando vita a nuove professioni (programmatori, analisti finanziari) e spingendo la produttività verso l'alto in tutta l'economia. L'agricoltura meccanizzata ha ridotto drasticamente l'occupazione agricola, ma ha reso il cibo più economico e ha favorito la migrazione verso le città.

Secondo uno studio di economisti del MIT, oltre il 60% delle professioni attuali negli Stati Uniti non esisteva nemmeno nel 1940.<sup>23</sup> Le nuove tecnologie spiegano gran parte di questo cambiamento. In ogni transizione tecnologica, la domanda aggregata è aumentata e l'economia ha creato lavori che prima non esistevano.

Nel breve termine, riteniamo che l'IA migliorerà più posti di lavoro di quanti ne automatizzerà o eliminerà. In sostanza, un lavoro è composto da una serie di compiti diversi.

Alcuni di questi saranno automatizzati dall'IA, mentre altri potranno essere rafforzati. Un ottimista potrebbe sostenere che i guadagni di produttività derivanti dall'IA potrebbero compensare le tendenze di crescita demografica più deboli nei paesi sviluppati.

Per sfruttare appieno il potenziale dell'IA, le aziende dovranno ripensare i propri sistemi e infrastrutture dati. Si tratta di processi graduati. Le ricerche attuali indicano che solo una piccola quota di lavori potrebbe essere automatizzata immediatamente. Certamente, gli esseri umani manterranno vantaggi duraturi—buon senso, ragionamento causale, intelligenza emotiva, giudizio in situazioni critiche, apprendimento adattivo e motivazione intrinseca—ancora per molto tempo.

Al momento, vediamo poche evidenze di un impatto dell'IA sul mercato del lavoro. Oggi, i tassi di disoccupazione nei settori più esposti alla disruption IA sono inferiori rispetto a quelli dei settori più protetti. Allo stesso tempo, sia le stime accademiche che le testimonianze aziendali suggeriscono che l'adozione dell'IA ha aumentato la produttività del lavoro di circa il 30%<sup>24</sup> nelle imprese che hanno adottato la tecnologia.

**I primi risultati sulla promessa di una maggiore produttività sono incoraggianti, ma gli investitori devono anche considerare i limiti all'espansione dell'IA.**

21 IMF. *AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity.* 14 gennaio 2024.

22 Axios. *Behind the Curtain: A white-collar bloodbath.* 28 maggio 2025.

23 Quarterly Journal of Economics. *New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940-2018.* 15 marzo 2024.

24 Goldman Sachs AI Adoption Tracker 2025Q3. 8 settembre 2025.

# Quali sono i possibili limiti all'espansione dell'IA?

Il limite più rilevante all'espansione dell'IA è rappresentato dall'energia. Negli Stati Uniti, le aziende si trovano di fronte a tempi di attesa di cinque anni per l'aggiunta di nuova capacità di generazione alla rete esistente. Circa il 70% dei mercati energetici regionali è già sotto pressione, e la domanda di energia è destinata a crescere di 662 terawattora entro la fine del decennio, più della produzione annua combinata di Texas e California.<sup>25</sup>

La crescita accelerata della domanda si scontrerà con infrastrutture obsolete: il 70% delle linee di trasmissione elettrica hanno più di 25 anni.<sup>26</sup> Gli investimenti nel settore energetico diventeranno sempre più cruciali, soprattutto perché i politici vedono l'IA come una questione di sicurezza nazionale. Ad esempio, la Cina ha recentemente avviato la costruzione di un progetto idroelettrico da 167 miliardi di dollari, con una capacità superiore a quella dell'intera Polonia.

I data center necessitano di energia affidabile e accessibile, rendendo il gas naturale una fonte fondamentale. In parte perché la produzione di una turbina a gas naturale richiede tempi lunghi (circa cinque anni) per alimentare un data center, riteniamo che le fonti rinnovabili (che possono essere implementate in circa un anno) contribuiranno anch'esse all'alimentazione dei data center nei prossimi anni.

Tuttavia, la dipendenza prolungata dell'industria dai combustibili fossili probabilmente farà aumentare le emissioni di carbonio oltre le previsioni precedenti nei mercati sviluppati. Questo accresce il rischio di temperature globali più elevate e di eventi climatici estremi più frequenti. Queste dinamiche stanno creando opportunità di investimento nelle materie prime, in particolare nei minerali critici legati alla transizione energetica, alla generazione di energia e alle infrastrutture.

L'acqua (necessaria per il raffreddamento dei data center) sta emergendo come un fattore da monitorare per gli investitori. Fa parte di una storia più ampia in cui risorse limitate e problematiche legate all'IA possono ostacolare l'espansione dei data center. Phoenix, ad esempio, ha recentemente aggiornato

la propria normativa urbanistica per definire i data center come una categoria a sé stante, imponendo agli sviluppatori di affrontare questioni di salute e sicurezza prima di ottenere i permessi e avviare la costruzione.<sup>27</sup> Progetti di grande rilievo di Amazon a Tucson e di Google a Indianapolis sono stati cancellati a seguito dell'opposizione locale legata all'uso dell'acqua e all'aumento dei prezzi dell'energia.<sup>28</sup>

La privacy dei dati rimane una sfida costante, e le soluzioni IA "intelligenti" aumentano ulteriormente i rischi. I regolatori interverranno man mano che i modelli IA si evolveranno e inizieranno a manifestarsi nel mondo reale (ad esempio, veicoli autonomi e robotica). **I dibattiti su scarsità di risorse, privacy e sicurezza probabilmente influenzano il sentimento pubblico e le politiche sull'IA, con impatti che possono creare o distruggere valore finanziario.**

Per gli investitori, riteniamo che un'attenzione particolare all'engagement con gli stakeholder e a una governance efficace possa contribuire a mitigare il rischio di perdite di portafoglio.

A nostro avviso, i vincoli fisici, sociali e politici all'espansione dell'IA dovrebbero agire come fattori moderanti, contribuendo a contenere l'eccessiva euforia degli investitori e offrendo ai mercati del lavoro più tempo per adattarsi alle potenziali "disruption".

25 EIA, Goldman Sachs Investment Research. Giugno 2025.

26 The White House. *Fact Sheet: The Biden-Harris Administration Advances Transmission Buildout to Deliver Affordable Clean Energy*. 18 novembre 2022.

27 City of Phoenix. *City of Phoenix Updates Zoning to Safeguard Health and Safety as Data Center Growth Accelerates*. 2 luglio 2025.

28 City of Tucson. *Project Blue—Facts and Information*. Settembre 2025. Axios. *Google pulls data center project amid opposition*. 23 settembre 2025.

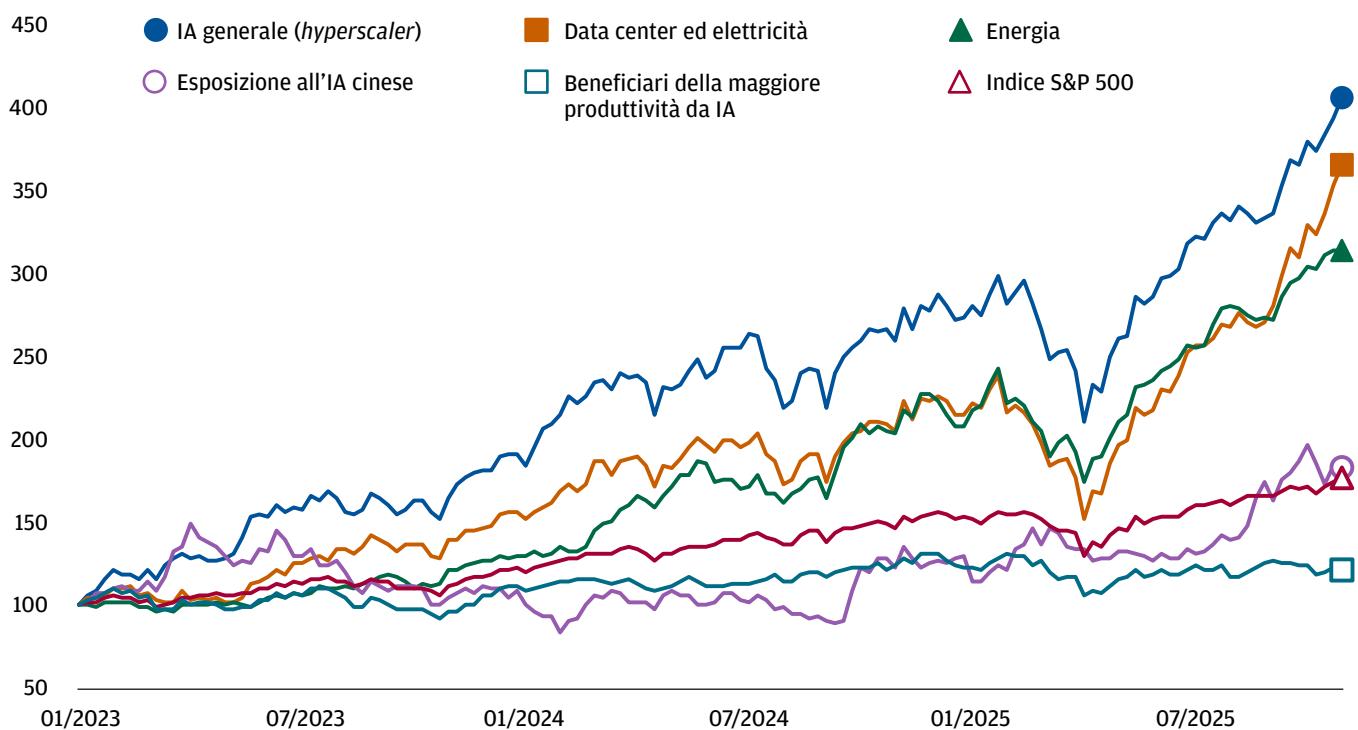
# Elaborare una strategia in quattro fasi per cogliere valore

Mentre valutiamo il rischio di una bolla IA, stiamo affinando una strategia in quattro fasi per cogliere il potenziale valore d'investimento dell'IA. Finora, i maggiori vincitori sono stati gli "hyperscaler", le società di data center e infrastrutture elettriche, e i fornitori di energia. Le aziende che sembravano destinate a beneficiare dei guadagni di produttività generati dall'IA hanno registrato performance inferiori rispetto ai grandi protagonisti tecnologici. Inoltre, l'equilibrio tra i settori tecnologici statunitensi e non statunitensi si è modificato. Nel 2025, le azioni tech cinesi sono aumentate di circa il 34%, poiché gli investitori hanno riconosciuto che non erano così indietro rispetto ai concorrenti americani come si pensava.

Nel 2026 e oltre, la nostra strategia mira a gestire questi cambiamenti, cogliere le opportunità d'investimento e mitigare i rischi nella corsa all'IA.

## CHI STA VINCENDO LA CORSA ALL'IA? E CHI E' IN RITARDO SARA' IN GRADO DI COLMARE IL GAP?

Rendimento, indice 100 = gennaio 2023



Fonti: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Dati al 31 ottobre 2025.  
I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.



## Mantenere il focus sui leader large-cap

La prima fase della nostra strategia si concentra sui leader large-cap del settore tecnologico. Sebbene alcuni dubitino che gli “hyperscaler” riusciranno a ottenere rendimenti significativi dagli investimenti in capex, siamo generalmente ottimisti. In parte, ciò dipende dal fatto che i quattro “hyperscaler” originari (Microsoft, Meta, Alphabet e Amazon) stanno già registrando una crescita degli utili di circa il 20% annuo. Una volta considerata questa crescita, i premi di valutazione appaiono giustificati.

Non sono però tutti uguali. Ad esempio, gli analisti prevedono che il free cash flow di Microsoft e Google nel 2026 supererà i livelli del 2024 dopo una diminuzione nel 2025. Al contrario, non si prevede che Amazon e Meta recuperino i profili di free cash flow del 2024. Scegliendo di indebitarsi per finanziare le ultime operazioni, Oracle ha deciso che un free cash flow negativo è un prezzo da pagare per entrare nella competizione IA.

Nel complesso, questi gruppi generano già circa 25 miliardi di dollari di ricavi incrementali ogni trimestre dall’attività IA, e riteniamo che questa cifra possa crescere a un ritmo annuo del 200%. Se gli “hyperscaler” continueranno ad aumentare i ricavi dal cloud computing, gli investitori probabilmente tollereranno rendimenti di free cash flow più bassi.

Alla lunga, prevediamo che il boom IA darà vita a una nuova generazione di leader tecnologici (come avviene in quasi tutti i cicli di innovazione). Tuttavia, non pensiamo che il 2026 sarà l’anno in cui la leadership di mercato attuale vacillerà. Anzi, riteniamo che le aziende più grandi continueranno a sovrapassare quelle più piccole. Le prime 100 azioni del mercato statunitense generano tre quarti degli utili totali, hanno un ritorno sul capitale investito 1,7 volte superiore e un margine di free cash flow 1,8 volte superiore rispetto alle altre large-cap.<sup>29</sup>



## Cercare opportunità nella supply chain dell'IA

La seconda fase della nostra strategia mette in evidenza chi rende possibile la tecnologia IA. Queste aziende forniscono gli input chiave (energia, semiconduttori, connettività, sistemi di raffreddamento e materie prime) necessari per garantire la potenza di calcolo richiesta dall’IA.

Come già discusso, l’energia è forse l’input più importante e scarso, soprattutto man mano che i modelli di ragionamento diventano la norma. Secondo uno studio dell’Università di Rhode Island, GPT-5 consuma 2,5 volte l’energia per prompt rispetto a GPT-4.<sup>30</sup> Stiamo individuando opportunità d’investimento interessanti nei mercati pubblici (ad esempio, utility e produttori industriali di apparecchiature elettriche) e nei mercati privati (come i fondi infrastrutturali focalizzati sull’energia).

Nel frattempo, la domanda di semiconduttori supera ancora l’offerta. Il chip Blackwell di Nvidia dovrebbe essere esaurito nei prossimi 12 mesi, mentre le aziende della supply chain globale (*hyperscaler*, Micron, SK Hynix, Samsung e TSMC) hanno sottolineato i vincoli di capacità durante le conference call sugli utili.<sup>31</sup> Sebbene energia e semiconduttori siano le aree più ovvie in cui cercare opportunità, vediamo dinamiche simili nei trasformatori, nelle apparecchiature di rete, nelle fibre e nei cavi sottomarini, e nei sistemi di raffreddamento a liquido. L’estrazione di risorse, inclusi i metalli rari, e assicurarsi i diritti su terreni e acqua potrebbe rivelarsi molto redditizio.

---

29 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 agosto 2025.

30 Università di Rhode Island. *How Hungry Is AI?* 31 ottobre 2025.

31 Barron’s. *Nvidia Stock Rises After Management Says Blackwell Is Sold Out for 12 Months.* 10 ottobre 2024.

3

## Identificare gli utilizzatori “intelligenti” di IA tra le aziende

Il terzo pilastro della nostra strategia consiste nell'individuare le imprese che stanno impiegando con successo l'IA per aumentare ricavi e profitti. Ad esempio, le divisioni cloud di Microsoft e Google sono cresciute di quattro punti percentuali più rapidamente nel secondo trimestre 2025 rispetto al primo.<sup>32</sup> Quasi due terzi della capitalizzazione del mercato azionario statunitense si concentra nei due quantili più alti per adozione dell'IA. In Europa e Giappone, questa quota si avvicina al 50%.<sup>33</sup> In altre parole, gli attuali vincitori di mercato sono destinati a consolidare i loro guadagni grazie a un'integrazione più rapida ed efficiente dell'IA nei processi e nei modelli di business esistenti. In questo ambito, gli Stati Uniti sembrano avere un vantaggio rispetto agli altri mercati azionari sviluppati.

Al contrario, il mercato sta iniziando a penalizzare le società software-as-a-service tradizionali che non riescono a estrarre valore sufficiente dai prodotti potenziati dall'IA. Sebbene l'indice software abbia guadagnato il 17% nell'ultimo anno, metà dei titoli che lo compongono è sceso. Questa dicotomia evidenzia il valore che un buon gestore attivo può offrire nella selezione dei vincitori e dei perdenti tra le aziende software IA.

4

## Assicurarsi un'esposizione ai mercati privati

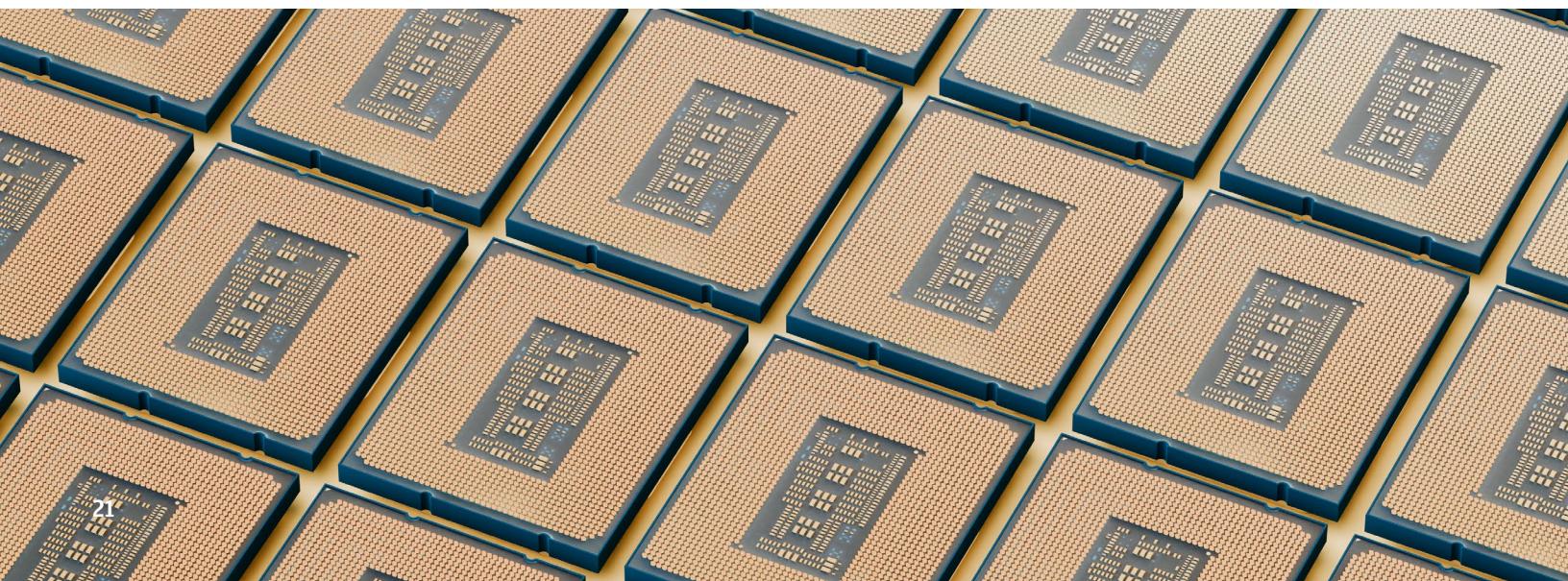
Nella fase cruciale e finale della nostra strategia di creazione di valore, guardiamo ai mercati privati per cogliere tutto il potenziale d'investimento dell'IA. Le prime 10 aziende private IA valgono già complessivamente circa 1,5 trilioni di dollari.<sup>34</sup> Se fossero quotate, rappresenterebbero circa il 3% dell'S&P 500.<sup>35</sup> Per confronto, l'intero mercato pubblico small-cap statunitense vale solo 3 trilioni di dollari. L'IA sta seguendo un percorso di innovazione simile ai precedenti cicli tecnologici—partendo dall'infrastruttura e passando a piattaforme e applicazioni—ma l'economia e i tempi di creazione del valore stanno cambiando. Un elemento chiave di questa evoluzione è il nuovo ruolo dei mercati pubblici e privati nella formazione e allocazione del capitale.

32 Cloud Wars. *Google Remains World's Hottest Cloud Vendor; Oracle Rising, Microsoft Surging*. 16 settembre 2025.

33 Empirical Research Partners. *AImerican Exceptionalism*. Maggio 2025.

34 PitchBook.

35 Dati al 30 settembre 2025.



# Player privati, venture capital e private equity contribuiscono alla innovazione nel mondo dell'IA

I mercati privati probabilmente giocheranno un ruolo molto diverso nel boom dell'IA rispetto ai precedenti cicli tecnologici.

Nei cicli passati, come il boom di internet iniziato alla fine degli anni '90, le aziende si quotavano in borsa nei primi anni di vita, permettendo agli investitori dei mercati pubblici di partecipare alle fasi più redditizie della crescita aziendale. Oggi questa dinamica è cambiata: le imprese rimangono private più a lungo, sostenute dall'abbondanza di capitale privato e da opzioni di uscita alternative. Attualmente, la IPO nel settore tech avviene mediamente quando l'azienda ha circa 14 anni e ricavi prossimi ai 220 milioni di dollari; negli anni '90, la IPO avveniva a otto anni di età e con ricavi pari a 44 milioni di dollari.<sup>36</sup>

Questo è rilevante perché la prossima ondata di creazione di valore nell'IA è ancora nelle fasi iniziali. Comprende *agentic AI systems* (software in grado di perseguire autonomamente obiettivi, agire e completare tasks), applicazioni verticali di settore, IA software e altre idee ancora in fase di sviluppo. Queste opportunità richiedono capitale strategico per finanziare lunghi cicli di ricerca e sviluppo e scalare l'adozione, rendendole particolarmente adatte agli investitori dei mercati privati, come venture capital e fondi growth.

Gli investitori dei mercati pubblici hanno in gran parte beneficiato dell'aumento di valore nella fase infrastrutturale, tramite società di semiconduttori e cloud. Le aziende di applicazioni e piattaforme, dove prevediamo che si concentrerà la maggior parte del valore, potrebbero restare private fino alla fine del decennio.

Si consideri le *Magnificent 7* dei mercati privati (OpenAI, SpaceX, Bytedance, Anthropic, Databricks, Reliance Retail e Stripe). Tutte hanno raggiunto una valutazione di 100 miliardi di dollari restando private.<sup>37</sup> In valuta odierna, solo Meta tra le *Magnificent 7* aveva una valutazione superiore a 100 miliardi di dollari al momento della quotazione. Secondo alcune fonti, gli investitori si aspettano che OpenAI generi 200 miliardi di dollari di ricavi nel 2030, con un picco di cash burn di circa 45 miliardi nel 2028.<sup>38</sup>

Come mostrano i grafici allegati, abbiamo analizzato il valore creato da diverse tipologie di aziende nei cicli di internet e cloud, confrontandolo con il ciclo IA attuale. Abbiamo riscontrato che le *platform technology companies* (ad esempio Google e Microsoft) e le *application layer companies* (come Facebook, Netflix e Uber) catturano più valore rispetto alle *physical e digital infrastructure companies*. Inoltre, nei mercati privati si crea più valore nelle fasi di applicazione e tecnologia che in quelle infrastrutturali.

Alcune aziende private di alto profilo (come OpenAI) sono già ben note e ben finanziate. Oltre a questi nomi, vediamo numerose giovani imprese private con un potenziale straordinario nelle *platform technology* e nelle applicazioni che, a nostro avviso, definiranno l'era dell'IA.

Sebbene il potenziale dei mercati privati sia evidente e convincente, comporta rischi più accentuati e risultati più "dispersi" rispetto agli investimenti diversificati nei mercati pubblici. La selezione dei gestori e l'accessibilità sono particolarmente cruciali negli investimenti IA nei mercati privati, un territorio sempre più affollato. Un dato emblematico: negli ultimi 12 mesi, gli investimenti IA hanno rappresentato oltre il 60% del venture capital.<sup>39</sup>

36 Università della Florida. *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. 3 giugno 2025.

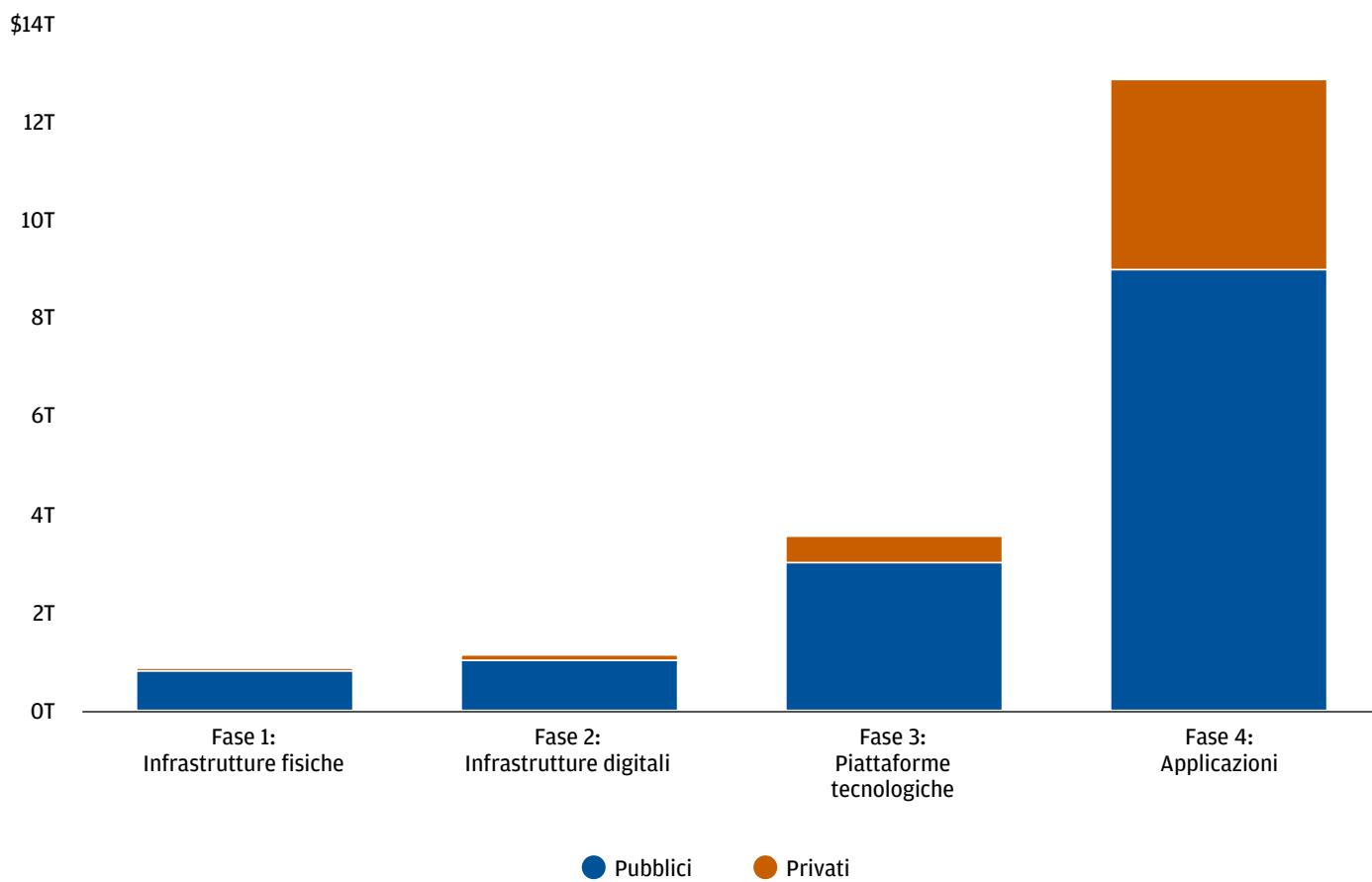
37 PitchBook.

38 Data Center Dynamics. *OpenAI plans to spend \$100bn on backup cloud servers over five years—report*. 19 settembre 2025; *The Information*. *OpenAI Says Its Business Will Burn \$115 Billion Through 2029*. Settembre 2025.

39 PitchBook. *Investors are plowing more money into AI startups than they have in any other hype cycle*. 29 settembre 2025.

**NEL CICLO INTERNET/CLOUD, NELLE FASI INIZIALI IL VALORE È STATO PRINCIPALMENTE  
CREATO NEI MERCATI PUBBLICI. SOLO A LIVELLO APPLICATIVO, I MERCATI PRIVATI HANNO  
AVUTO UN PESO MAGGIORE**

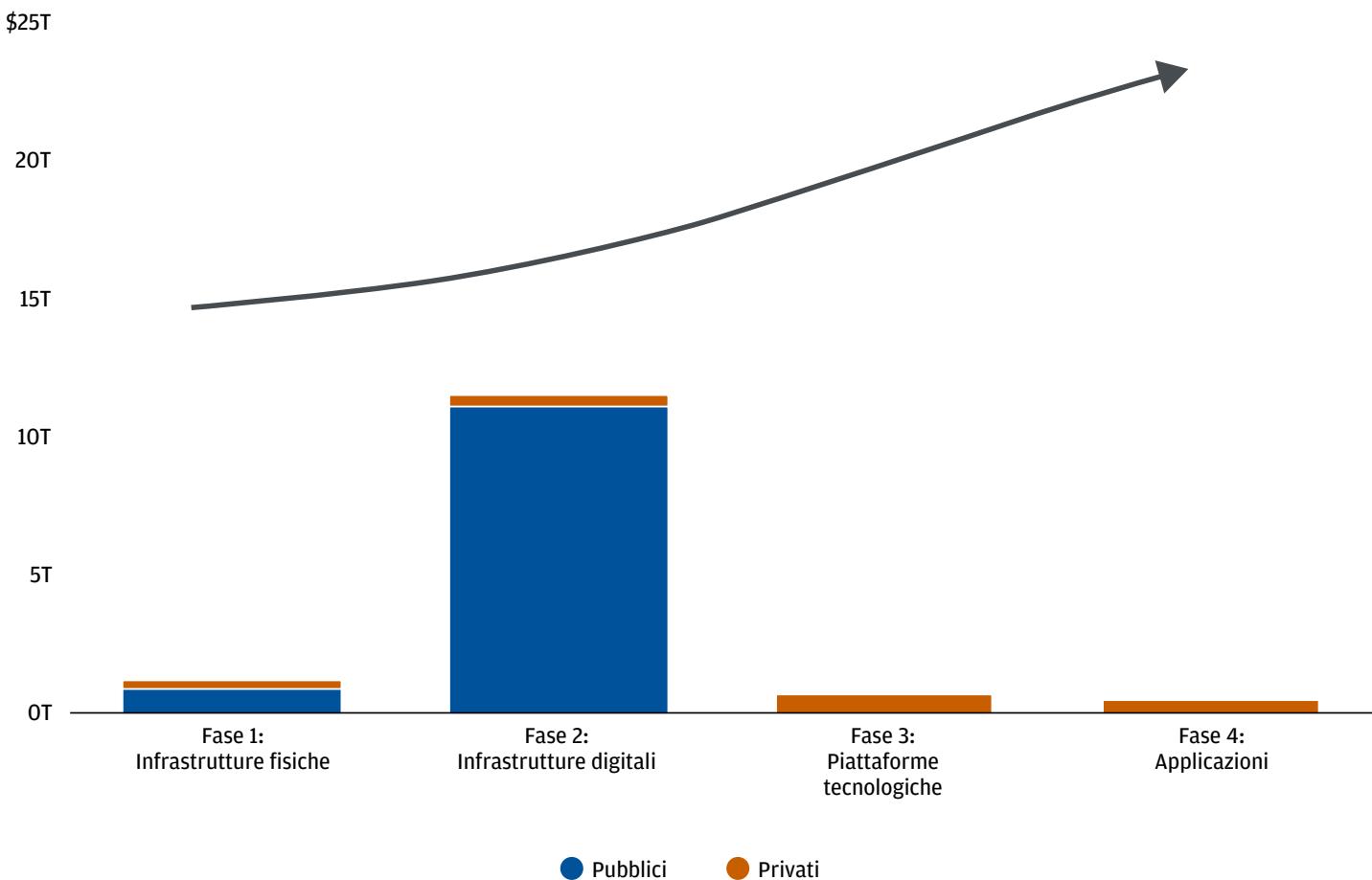
Stima cumulata della creazione di valore, trilioni di dollari, 1995-2020



Fonti: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Report Societari. Dati aggiornati a settembre 2025. Creazione di valore indicativa del valore accumulato dalle società. Per infrastrutture fisiche si intendono gli asset fisici (ad esempio, i principali operatori di telecomunicazioni), per infrastrutture digitali si intendono le apparecchiature hardware/di rete di base (ad esempio, semiconduttori, server, router), per piattaforme tecnologiche si intendono i software/servizi abilitanti (ad esempio, motori di ricerca, sistemi operativi, cloud) e per applicazioni si intendono i prodotti/servizi destinati agli utenti finali (ad esempio, e-commerce, social media, streaming). Creazione di valore stimata in base alle capitalizzazioni di mercato massime delle principali società quotate in borsa in ogni fase del ciclo Internet/cloud. La suddivisione tra pubblico e privato è stata calcolata sulla base di una stima top-down elaborata tenendo conto della creazione di valore delle principali società, laddove disponibili i dati, e dalle previsioni combinate ottenute dai report storici. Esempi di aziende incluse: Infrastrutture fisiche (AT&T, Level 3 Communications), infrastrutture digitali (Cisco, Lucent Technologies), piattaforme tecnologiche (Google, Oracle, Microsoft), applicazioni (Apple, Facebook, Netflix). Il grafico ha lo scopo di rappresentare la generazione di valore nelle varie fasi, senza voler essere esaustivo.

**NEL CICLO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE, IL VALORE È STATO PRINCIPALMENTE CREATO NEL SETTORE DELLE INFRASTRUTTURE, MA RITENIAMO CHE SI STIA ENTRANDO NELLA FASE DELLE PIATTAFORME TECNOLOGICHE E DELLE APPLICAZIONI**

Stima cumulata di creazione di valore, trilioni di dollari



Fonti: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Report societari. Dati aggiornati a settembre 2025. Creazione di valore indicativa del valore accumulato dalle società. Per infrastrutture fisiche si intendono gli asset fisici (ad esempio, centrali elettriche, data center), per infrastrutture digitali si intendono le apparecchiature hardware di base (ad esempio, semiconduttori), per piattaforme tecnologiche si intendono i software/servizi abilitanti (ad esempio, LLM, API) e per applicazioni si intendono i prodotti/servizi destinati agli utenti finali (ad esempio, IA Copilot, e-commerce, social media, streaming). Infrastrutture fisiche basate sulla variazione della capitalizzazione di mercato delle utility globali e dei principali REIT di data center dal lancio di ChatGPT nel novembre 2022. Infrastrutture digitali basate sulla variazione della capitalizzazione di mercato dei semiconduttori globali e dei principali hyperscaler (Amazon, Meta, Alphabet, Microsoft) dal lancio di ChatGPT nel novembre 2022. La suddivisione tra pubblico e privato è stata calcolata sulla base di una stima top-down elaborata tenendo conto della creazione di valore delle società private, laddove disponibili i dati. Le piattaforme tecnologiche comprendono le ultime valutazioni riportate di aziende leader quali OpenAI, Anthropic e xAI. Il livello applicativo comprende le ultime valutazioni riportate da aziende leader quali ByteDance, Revolut e Databricks. Il grafico ha lo scopo di rappresentare la generazione di valore nelle varie fasi, senza voler essere esaustivo.



# Implicazioni per gli investitori

Tutti gli elementi per la formazione di una bolla di mercato sono certamente presenti, ma al momento riteniamo che il rally degli investimenti legati all'IA sia giustificato e sostenibile. Gli investimenti in capex sono ingenti e l'adozione sta accelerando.

Continuiamo a cercare opportunità lungo tutta la catena del valore dell'IA, sia nei mercati pubblici che in quelli privati. La gestione attiva sarà fondamentale per evitare i modelli di business destinati all'obsolescenza. Nei portafogli supervisionati dalla Private Bank, il settore dell'information technology ha mantenuto una posizione sovrappesata negli ultimi anni. Oggi, la nostra esposizione settoriale è diversificata a livello globale e continuiamo a individuare prospettive interessanti tra semiconduttori, "hyperscaler" e beneficiari dell'IA.

Ricordiamo inoltre che le trasformazioni tecnologiche non seguono percorsi lineari. Prevediamo impatti significativi nel mercato del lavoro in settori esposti come il customer service e la programmazione, e che i modelli di business esistenti saranno messi sotto pressione dai nuovi entranti. Comprendere l'attuale esposizione tecnologica del proprio portafoglio è essenziale: i settori tecnologici e correlati rappresentano ora quasi la metà della capitalizzazione totale dell'S&P 500. Potrebbe essere necessario ribilanciare il portafoglio.

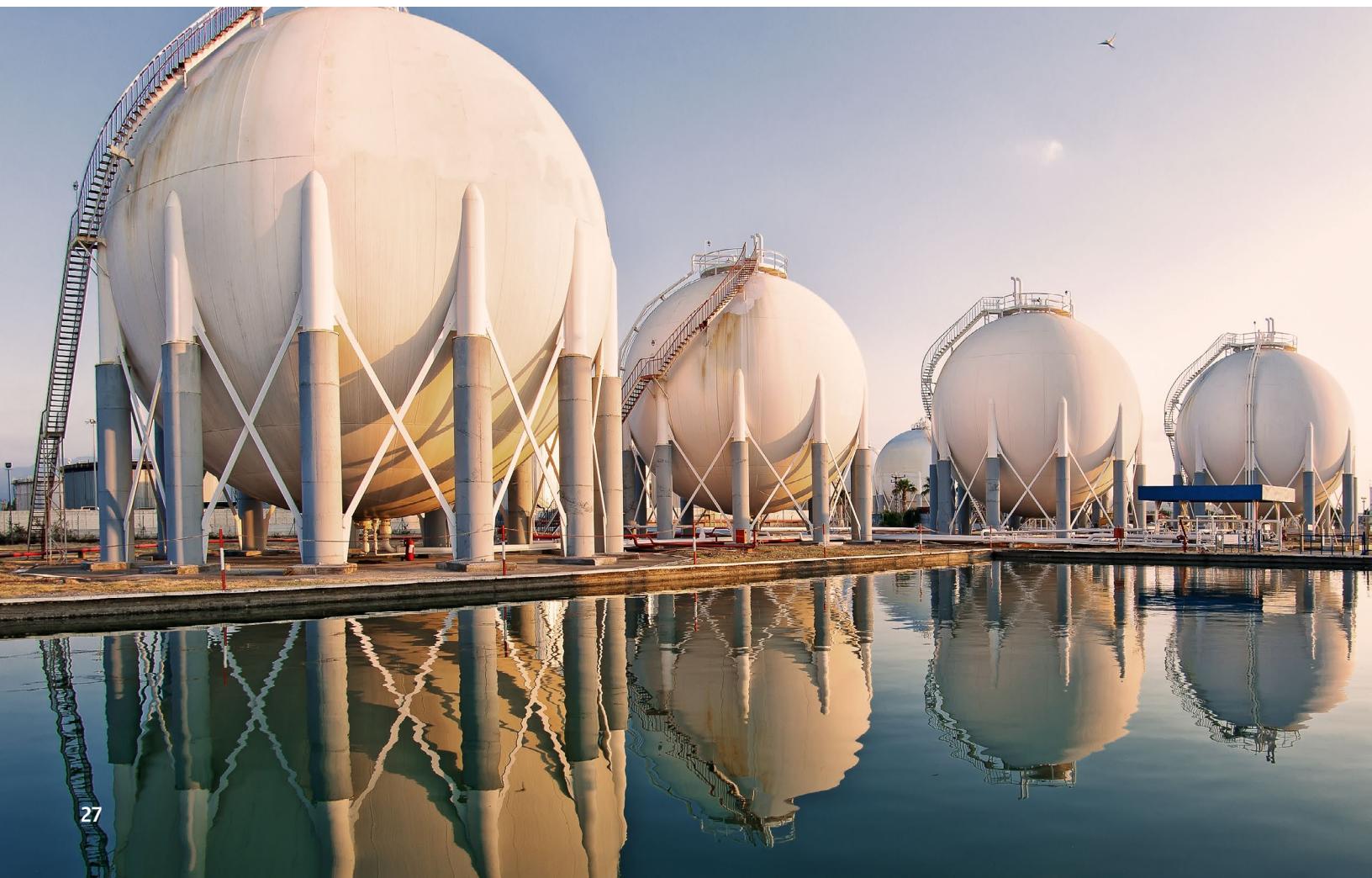
L'IA ha già generato rendimenti significativi per gli investitori, ma ora occorre considerare una fase in cui l'euforia sta aumentando e la disruption può avere conseguenze. L'obiettivo è cogliere i vantaggi della rivoluzione IA, gestendo al contempo i rischi di eccessivo entusiasmo.

# Parte 2

# Pensare alla frammentazione, non alla globalizzazione



La seconda forza a trainare i mercati oggi -la frammentazione globale - pone fine a un'epoca caratterizzata da tre fattori interconnessi: il sistema del dollaro post-Bretton Woods, che ha standardizzato la finanza globale; la pace dalla fine della Guerra Fredda, che ha mantenuto bassi i rischi di sicurezza e le spese per la difesa (ad eccezione della *war on terror*); e la globalizzazione, che ha ottimizzato le supply chains in funzione dei costi, non della resilienza delle singole economie.



La frammentazione globale ha implicazioni su commercio, sicurezza e valute. Si tratta di un cambiamento di regime significativo per i mercati, e sarà fondamentale per gli investitori valutarne l'impatto potenziale.

Al posto di globalizzazione e pace, gli investitori di oggi si trovano di fronte a guerra in Europa, dazi, controlli su esportazioni tech e formazione di blocchi. Man mano che questi blocchi si frantumano e si riformano, la diversificazione valutaria e delle riserve diventerà centrale. Osserviamo che, sebbene il dollaro statunitense rimanga la valuta di riserva dominante - ed a nostro avviso manterrà questo status nel prossimo futuro - gli investitori potrebbero continuare a ridurre marginalmente le proprie posizioni in USD, diversificando l'esposizione valutaria.

Il dollaro statunitense sarà probabilmente sottoposto a test più frequenti da parte di avversari strategici, metodi di pagamento alternativi e operatori di mercato che desiderano eseguire le transazioni di materie prime in altre valute. Gli investitori dovrebbero cercare opportunità dove commercio (incluse le supply chains), sicurezza ed energia si incontrano.



## Commercio: dalla convenienza alla provenienza

Partiamo dal commercio. Dal 1970 al 2009, il commercio globale in rapporto al PIL è triplicato, passando dal 20% al 60%, e gli investimenti diretti esteri sono aumentati in modo esponenziale. Questo ha avuto impatti profondi sui mercati e sull'economia globale: inflazione più bassa, margini di profitto più ampi e perdita di posti di lavoro nei mercati sviluppati. Tuttavia, dal 2009 il commercio globale come quota del PIL è rimasto stagnante. E oggi, l'amministrazione Trump ha introdotto le tariffe più severe degli ultimi 100 anni.

Attualmente, le tariffe colpiscono quasi il 70% delle importazioni di beni negli Stati Uniti in termini di valore,<sup>40</sup> e il tasso effettivo si avvicina al 15% - 20%.<sup>41</sup> Riteniamo che le tariffe (in una forma o nell'altra) siano destinate a restare, anche se la Corte Suprema degli Stati Uniti dovesse dichiarare incostituzionali quelle imposte tramite l'IEPA.

<sup>40</sup> Tax Foundation. *Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War*. 27 ottobre 2025.

<sup>41</sup> The Yale Budget Lab. *State of U.S. Tariffs*: 30 ottobre 2025.

## PENSARE ALLA FRAMMENTAZIONE, NON ALLA GLOBALIZZAZIONE

L'impatto economico e di mercato delle tariffe potrebbe essere molto più gestibile di quanto gli investitori temessero ad aprile. L'inflazione è rimasta relativamente contenuta, mentre la spesa dei consumatori e gli utili aziendali si sono dimostrati resilienti. Tuttavia, in molti modi, le tariffe e i successivi accordi commerciali enfatizzano o accelerano cambiamenti nell'ambiente commerciale che erano già in corso. Gli Stati Uniti e la Cina continuano a separarsi, e le aziende stanno ulteriormente riconfigurando le proprie catene di fornitura, privilegiando la sicurezza rispetto all'efficienza.

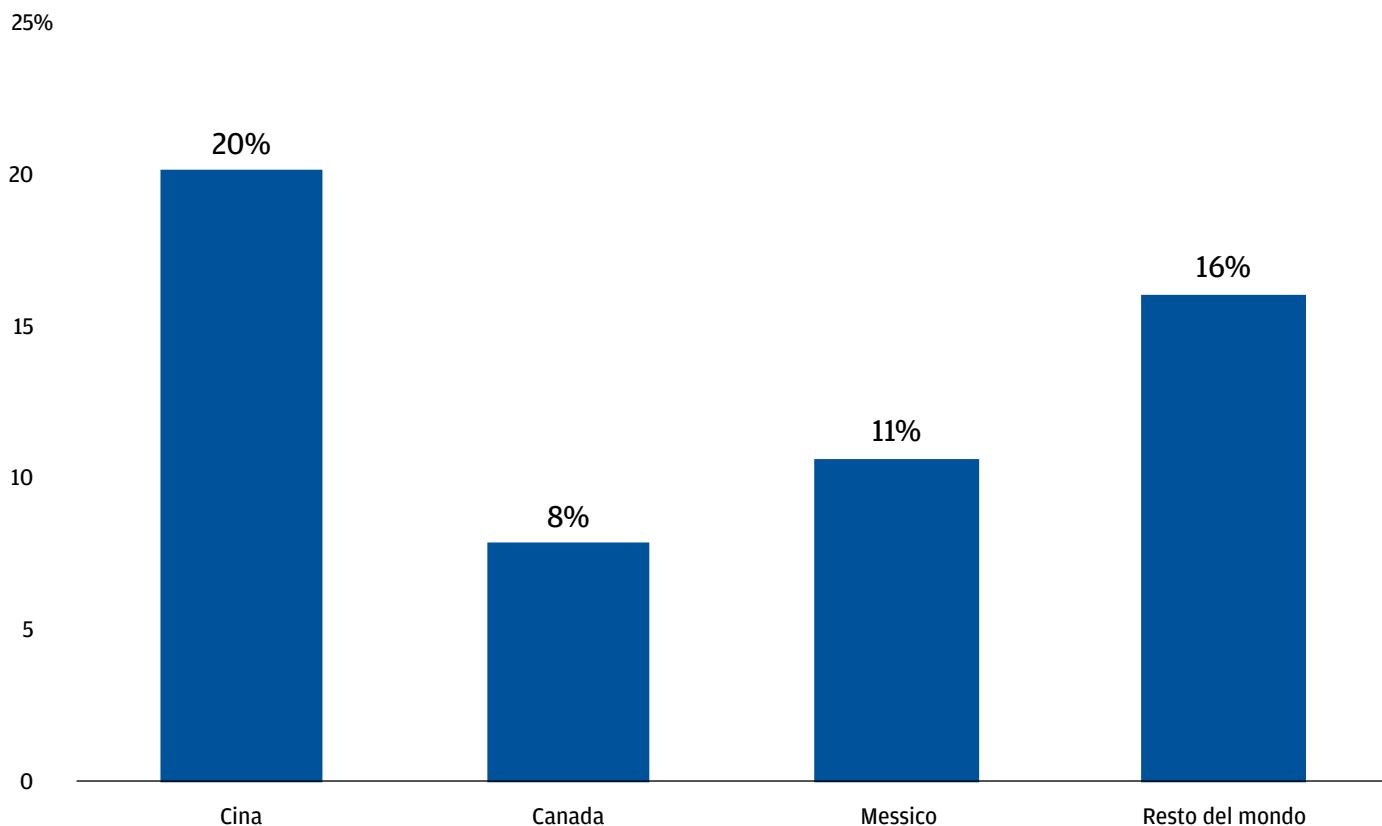
La separazione tra Stati Uniti e Cina ha avuto un avvio concreto nel 2018, durante il primo mandato del presidente Trump. La quota delle importazioni statunitensi provenienti dalla Cina è diminuita drasticamente, passando dal 22% nel 2017 a circa il 12% attuale, anche se le triangolazioni commerciali potrebbero sottostimare la reale incidenza dei prodotti di origine cinese.

In modo analogo, la quota detenuta dalla Cina del debito pubblico statunitense è scesa dal 14%, massimo raggiunto nel 2010, a circa il 6% attuale. Solo nell'ultimo anno, il livello effettivo dei dazi sulle importazioni dalla Cina è aumentato del 20%.

Con il progressivo chiarimento della politica commerciale degli Stati Uniti, il corridoio commerciale nordamericano sta attirando una rinnovata attenzione. L'incremento dei dazi effettivi applicati ai prodotti provenienti da Messico e Canada risulta significativamente inferiore rispetto a quello imposto ad altri Paesi, in particolare alla Cina.

### SEMBRA CHE LA CASA BIANCA STIA CREANDO UN BLOCCO COMMERCIALE NORDAMERICANO

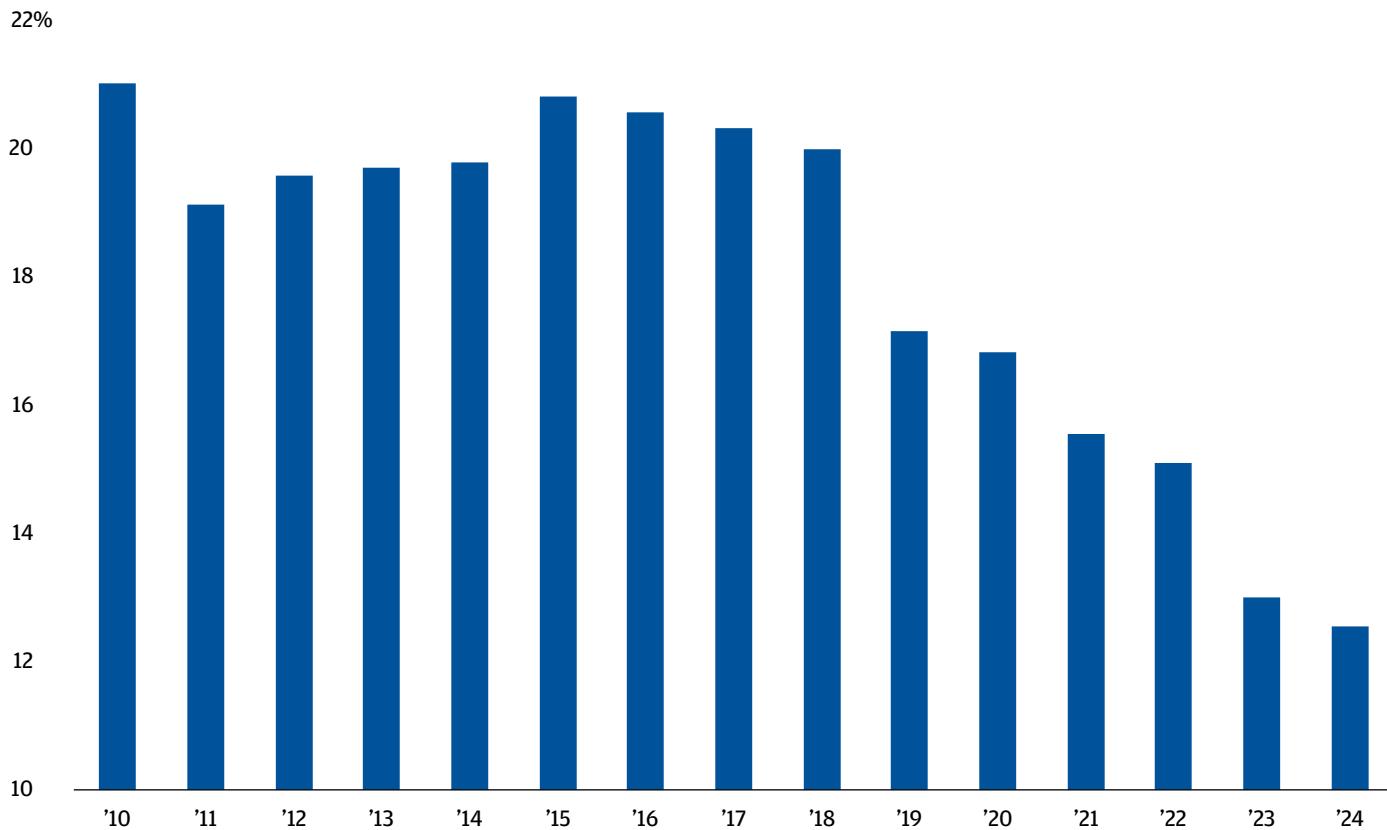
Variazione delle tariffe effettive nel 2025, %



Fonte: Analisi Budget Lab di Yale. Dati al 30 ottobre 2025.

**NEL 2018, GLI STATI UNITI E LA CINA HANNO INIZIATO UN PROCESSO DI DECOUPLING**

Importazioni statunitensi dalla Cina in percentuale sul totale delle esportazioni Cinesi

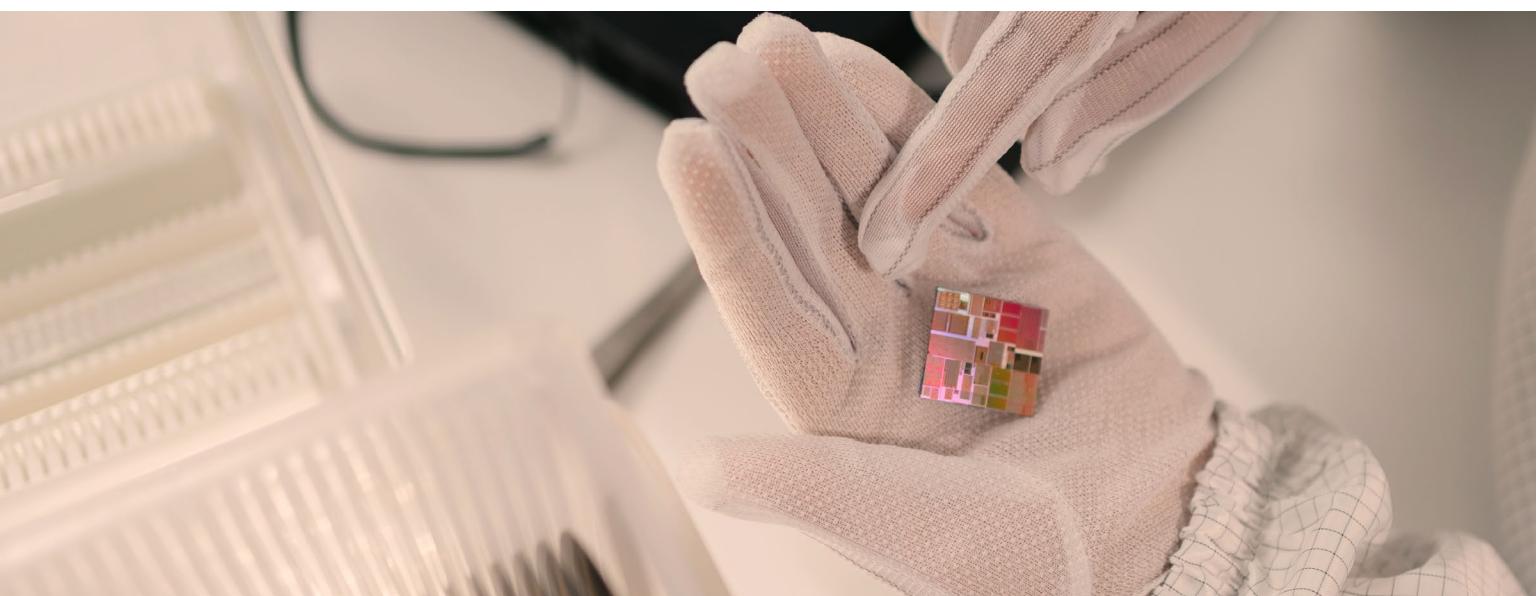


Fonti: Fondo monetario internazionale, Haver Analytics. Dati al 31 dicembre 2024.

Oggi, i beni conformi a *United States - Mexico - Canada Agreement* (USMCA) del 2018 sono esenti da dazi (anche se non è ancora chiaro se tale esenzione sarà influenzata dalla recente minaccia di un ulteriore dazio del 10% sulle esportazioni canadesi). L'amministrazione Trump sta utilizzando altre minacce come leva per incoraggiare Messico e Canada a risolvere i problemi legati ai *transshipment*. In effetti, il Messico ha recentemente annunciato l'introduzione di un dazio del 50% sulle auto cinesi. Il Canada applica già una sovrattassa del 100% sui veicoli elettrici cinesi e una del 25% su acciaio e alluminio cinesi. Con il processo di revisione dell'USMCA del 2026 che si trasformerà in una vera e propria rinegoziazione, cambiamenti come regole di origine più rigorose per i materiali critici contribuiranno a portare settori chiave come le batterie nell'ambito USMCA.

Il porto di Laredo, al confine tra Texas e Messico, è il più trafficato degli Stati Uniti. Ha gestito 340 miliardi di dollari di scambi nel 2024,<sup>42</sup> e questa cifra dovrebbe crescere nel tempo. Nonostante la retorica talvolta bellicosa dell'amministrazione Trump nei confronti di Messico e Canada, ci aspettiamo che gli Stati Uniti daranno priorità a queste relazioni commerciali e troveranno un terreno comune con entrambi i partner. In tal senso, il Canada ha annunciato in agosto la revoca della maggior parte dei dazi di ritorsione sulle importazioni statunitensi. Il Canada probabilmente cercherà di sfruttare i suoi vantaggi energetici e di risorse naturali per negoziare un accordo commerciale favorevole con gli Stati Uniti. Il Messico, grazie alla propria competitività sui costi e alla vicinanza ai mercati statunitensi, potrebbe diventare una delle principali destinazioni per gli investimenti esteri.

<sup>42</sup> Port Laredo. *Tracking Trade, Driving Growth*. 31 dicembre 2024.



Nelle trattative commerciali tra Stati Uniti, Europa e Giappone, prevediamo cooperazione dove esiste un beneficio reciproco e competizione dove prevalgono le priorità strategiche. Ad esempio, Stati Uniti, Paesi Bassi e Giappone collaborano per limitare l'export di strumenti avanzati per la produzione di chip verso la Cina, e gli Stati Uniti continuano a essere un fornitore chiave di gas naturale liquefatto sia per l'Europa che per il Giappone.

Al contrario, gli Stati Uniti stanno imponendo dazi di circa il 15% sulle importazioni europee e giapponesi, e un dazio del 15% sull'industria automobilistica. La competizione sarà probabilmente al centro del dibattito commerciale nei settori dei semiconduttori, delle batterie e dei veicoli. Come ha sostenuto l'ex presidente della BCE Mario Draghi in un documento molto discusso sulla competitività, il divario nei prezzi dell'energia tra Europa e Stati Uniti è stato una debolezza chiave per l'economia europea, che gli Stati Uniti hanno sfruttato come leva nelle negoziazioni commerciali.

L'amministrazione Trump punta a utilizzare i dazi per incentivare la produzione domestica di beni strategici. In questo contesto, ha minacciato un dazio del 100% sui semiconduttori, a meno che le aziende non si impegnino a costruire o espandere impianti produttivi negli Stati Uniti (come TSMC in Arizona e Samsung in Texas, per citare due esempi). Nel frattempo, Panasonic (in Kansas), Hitachi (in Virginia) e Siemens (in North Carolina), tra le altre aziende, stanno ampliando la produzione statunitense di batterie e apparecchiature per la rete elettrica.

Un recente accordo di rilievo ha evidenziato gli sforzi statunitensi per ridurre la dipendenza dalle supply chains estere riguardo ai semiconduttori: in agosto, il governo USA ha acquisito una partecipazione del 10% nel produttore nazionale Intel che si trovava in difficoltà. La successiva decisione di Nvidia di acquisire una quota in Intel ha ulteriormente sottolineato l'importanza della produzione domestica. Tuttavia, la rinascita della manifattura statunitense resta, per ora, un obiettivo aspirazionale. Negli ultimi trimestri, la produzione manifatturiera è stata debole, con perdite nette di posti di lavoro nel settore per ciascuno degli ultimi quattro mesi.

Man mano che aziende e paesi si concentrano maggiormente sulla sicurezza e affidabilità delle supply chains, e meno sull'efficienza e sui costi, prevediamo più annunci di *reshoring* e *nearshoring* della produzione di semiconduttori, automobili, apparecchiature elettriche e difesa all'interno del Nord America. È probabile anche un aumento delle partecipazioni pubbliche in settori strategici, e non ci sorprenderà se paesi al di fuori degli Stati Uniti introdurranno nuovi dazi per riequilibrare la concorrenza con i produttori cinesi.

Questo cambiamento di politica commerciale probabilmente stabilirà un livello minimo più elevato per l'inflazione, poiché i beni ora incorporano un premio per affidabilità e sicurezza. In altre parole, ciò che prima sembrava un compromesso inefficiente è ora una scelta politica deliberata: l'efficienza ha lasciato il posto alla resilienza.



# Cina: influenza esterna, innovazione interna

Passiamo ora alla Cina. La seconda economia mondiale è al centro di molti cambiamenti nelle politiche commerciali globali.

Il governo cinese sta intensificando gli sforzi per esercitare la propria influenza geopolitica ed economica. Pechino ha rafforzato i legami diplomatici e militari con Russia e Corea del Nord, e mostra un crescente interesse a ricostruire i rapporti economici con l'India (ancora colpita dai dazi statunitensi inaspettatamente severi).

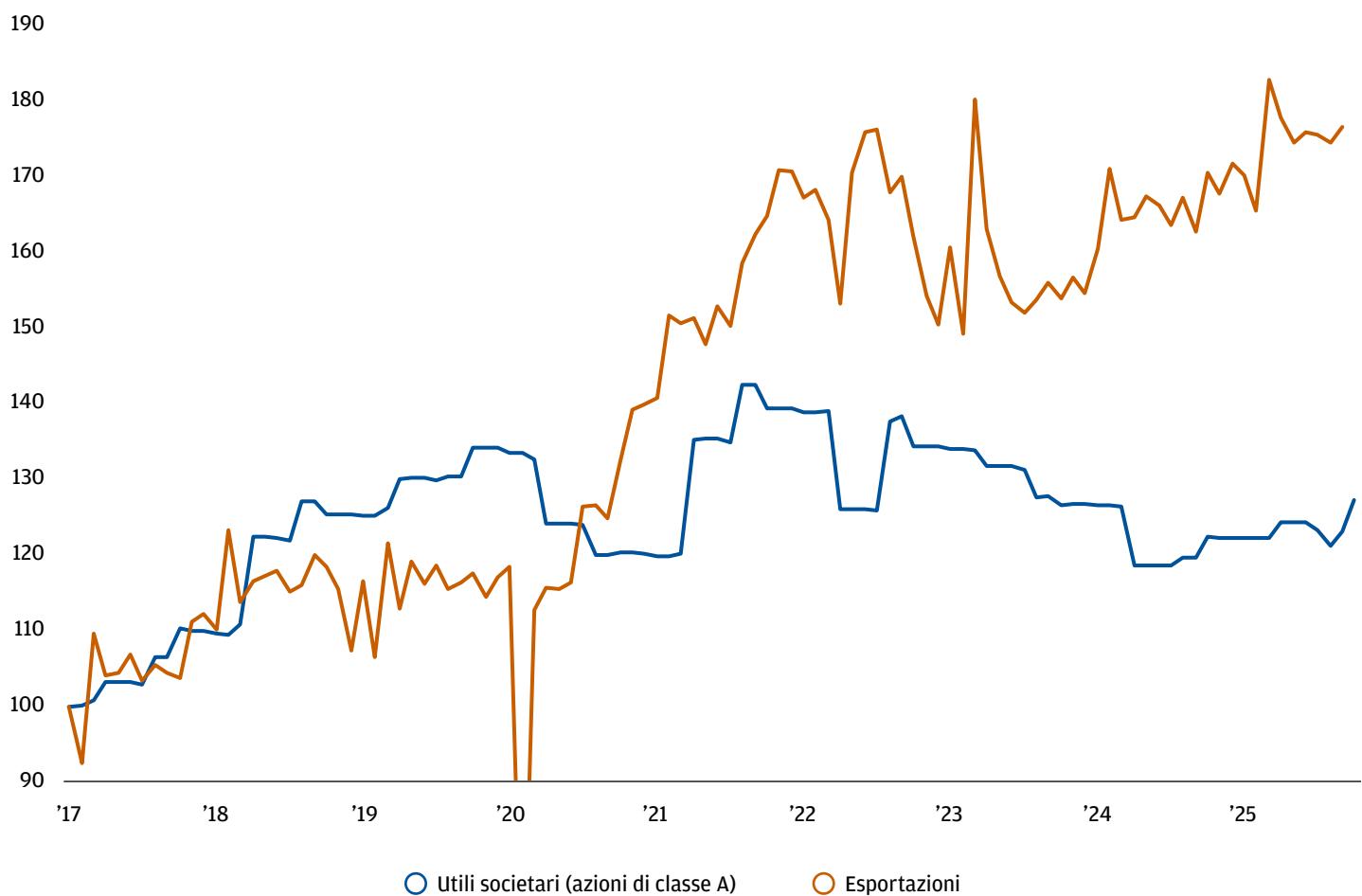
La Cina sembra voler influenzare la formazione di un blocco commerciale "Global South", che escluderebbe chiaramente Stati Uniti ed Europa. Il denaro, i componenti e l'influenza economica cinese sono presenti nei porti del Perù, nelle ferrovie dell'Etiopia e nelle miniere di cobalto della Repubblica Democratica del Congo. Nel 2025, i paesi BRIC hanno accolto Egitto, Iran, Etiopia, Emirati Arabi Uniti e Indonesia, portando il blocco delle economie emergenti a undici membri. Mentre la Cina espande la propria influenza globale, gli investimenti diretti esteri (FDI) verso la Cina sono diventati negativi per la prima volta in decenni.

È troppo presto per valutare l'impatto a lungo termine della frammentazione globale, ma possiamo già individuare alcuni vincitori e perdenti.

Gli sviluppi nel commercio globale offrono alcune indicazioni. L'avanzo commerciale cinese ha raggiunto livelli record, anche se le esportazioni verso gli Stati Uniti sono diminuite. Questa tendenza evidenzia la persistente dipendenza della Cina dall'export di capacità produttiva in eccesso per compensare la debole crescita del mercato interno. Nel 2023, il Sud-Est asiatico è diventato il principale mercato di esportazione della Cina, superando Stati Uniti ed Europa.<sup>43</sup> Tuttavia, gli utili aziendali non sono cresciuti di pari passo con le esportazioni.

## LA FORZA DELL'EXPORT CINESE NON SI È TRADOTTA IN UTILI AZIENDALI PIÙ ELEVATI

Indice 100 = gennaio 2017



Fonti: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management, China General Administration of Customs, (Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2025).

## PENSARE ALLA FRAMMENTAZIONE, NON ALLA GLOBALIZZAZIONE

Sebbene la logica suggerisca che la riallocazione degli scambi possa favorire le economie del Sud-Est asiatico tramite FDI, aumento dell'occupazione e trasferimento di tecnologia, la realtà è più complessa. Negli ultimi tre anni, sono stati presentati oltre 300 casi di *anti-dumping* contro la Cina, tre volte il numero di dieci anni fa.<sup>44</sup> Il *dumping*, ossia quando un produttore esporta beni a prezzi artificialmente bassi, può mettere sotto pressione i produttori locali e aumentare la disoccupazione, un fenomeno che ha colpito la manifattura statunitense per decenni.

Riguardo ai FDI, pur generalmente ben accolti, possono avere un impatto economico limitato se la maggior parte degli input di lavoro e capitale proviene dalla Cina, riducendo la domanda di risorse locali e ostacolando la diffusione di competenze tecnologiche.

Dal punto di vista dell'investitore, ecco la conclusione chiave: la svolta della Cina verso partner commerciali non statunitensi potrebbe non essere un segnale bullish per tutti i mercati emergenti. Preferiamo concentrarci su mercati azionari di paesi in cui fattori secolari indipendenti contribuiscono a una solida prospettiva di crescita degli utili. Riteniamo che il mercato azionario indiano sia interessante grazie a politiche monetarie e fiscali favorevoli e alla ripresa dei consumi interni. Taiwan potrebbe beneficiare di una domanda ciclica in miglioramento per i semiconduttori, sostenuta dalla domanda secolare di IA.

Cerchiamo opportunità sia nei mercati pubblici che privati in Asia. I mercati privati, in particolare, sono interessanti, avendo sovraperformato i benchmark pubblici nell'ultimo decennio e offrendo un'esposizione differenziata alle opportunità in India e Giappone.

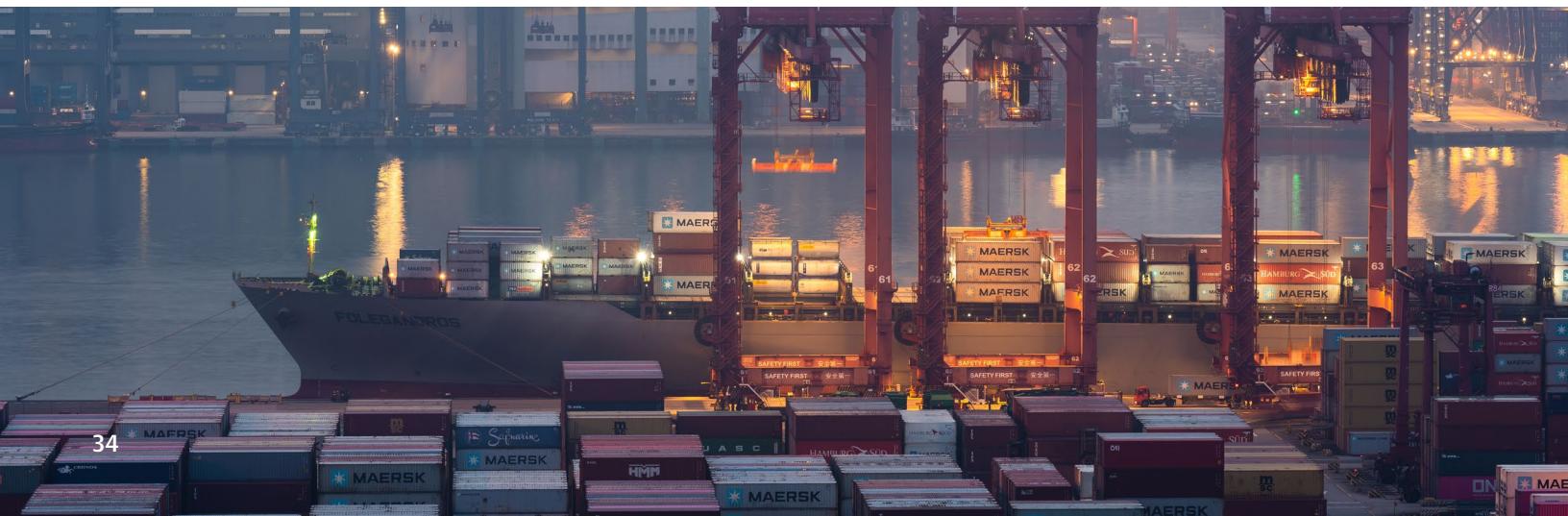
Quanto alla Cina stessa, il settore tecnologico è cruciale. I controlli sulle esportazioni statunitensi hanno intensificato gli sforzi per sviluppare capacità domestiche, anche se la Cina è ancora indietro nell'autosufficienza nei semiconduttori di fascia alta. Tuttavia, le aziende innovative stanno capitalizzando su modelli di IA efficienti, piattaforme popolari per consumatori e leadership nell'hardware per veicoli elettrici, generando rendimenti robusti e preparando il terreno per la crescita futura. La recente decisione dei policymaker cinesi di vietare i chip Nvidia conformi alle esportazioni può essere interpretata come segnale che i chip domestici sono ormai "sufficientemente buoni" per addestrare e utilizzare modelli LLM comparabili a quelli statunitensi, anche se richiedono molta più energia.

In effetti, l'indice tech cinese ha sovraperformato il benchmark tech statunitense, il Nasdaq 100, di circa cinque punti percentuali nell'ultimo anno. Nonostante questa recente performance, i mercati azionari cinesi sono appena in pareggio negli ultimi cinque anni, poiché la crescita del PIL si è tradotta solo parzialmente in utili aziendali. Guardando avanti, tuttavia, gli investitori avranno accesso a un insieme di opportunità in evoluzione.

Dal 2024, l'economia digitale cinese ha generato ricavi superiori a quelli dei settori immobiliare e delle costruzioni messi insieme, e ritengiamo che il suo impatto sia destinato a crescere. L'economia domestica "tradizionale" soffre ancora di domanda debole, fragilità nel settore immobiliare e delle costruzioni, e deflazione. L'attuale tesi d'investimento sulla Cina—focalizzata su efficienza, innovazione e competitività globale—potrebbe essere limitata nell'ampiezza, ma profonda nel potenziale.

43 Asia Society Policy Institute. *ASEAN Caught Between China's Export Surge and Global De-Risking*. 17 febbraio 2025.

44 Organizzazione mondiale del commercio. 2024.



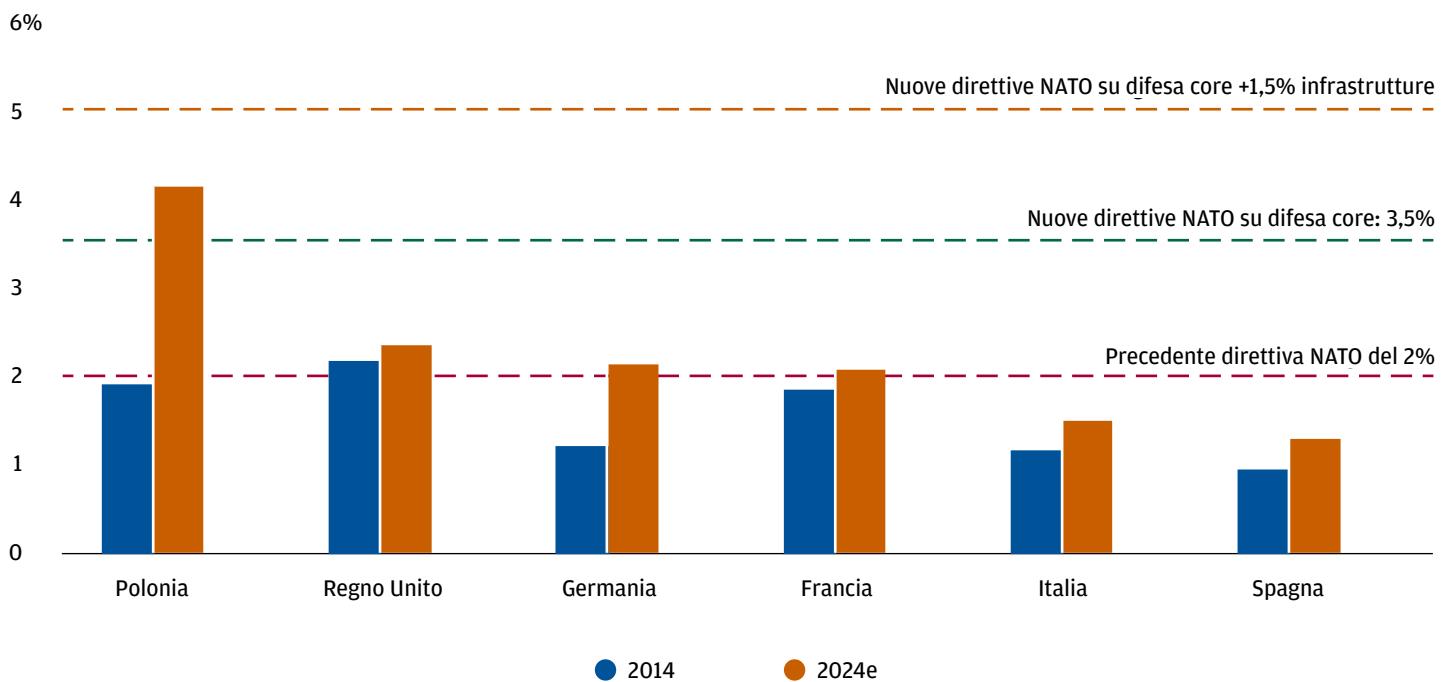
# Difesa europea: dalla pace agli investimenti per il conflitto

Dopo il crollo dell'Unione Sovietica, il mondo sviluppato ha potuto beneficiare di quello che è stato ampiamente definito il "dividendo della pace". Dal 1992 al 2022, la produzione europea di carri armati (-77%), aerei da combattimento (-57%), navi (-39%) e sottomarini (-47%) è crollata.<sup>45</sup> Tecnologie come internet e GPS sono passate dall'uso militare a quello commerciale. L'Europa centrale e orientale ha attratto consistenti flussi di investimenti diretti esteri, mentre le supply chains e i mercati dei capitali si sono espansi.

Gli anni intorno al 2020 sono stati segnati dall'invasione russa dell'Ucraina e dalla rinnovata urgenza di un regime di sicurezza duraturo, incentrato sulla difesa tradizionale, la cyber-sicurezza, le risorse naturali e l'approvvigionamento energetico.

## LA SPESA EUROPEA PER LA DIFESA È IN AUMENTO DOPO MOLTI ANNI DI MANCATO RAGGIUNGIMENTO DEGLI OBIETTIVI DELLA NATO

Spese militari in % sul PIL



Fonte: NATO. Dati aggiornati a giugno 2024 e giugno 2025.

In tutta Europa, le politiche stanno cambiando. Il mutamento più radicale si osserva in Germania. In netta rottura con il passato post-bellico, il governo tedesco ha annunciato un massiccio stimolo fiscale. La NATO ha fissato nuovi obiettivi più elevati per la spesa in difesa (circa il 3,5% del PIL dei paesi membri), con un ulteriore 1,5% circa del PIL destinato alle infrastrutture legate alla difesa. La Casa Bianca, dal canto suo, ha richiesto un budget per la difesa di 1 trilione di dollari nel 2026, segnalando che l'impulso al riarmo non è solo europeo.

L'Europa si sta concentrando sulla localizzazione della produzione e sulla ricostruzione industriale. La European Defense Industrial Strategy prevede obiettivi di approvvigionamento del 50% dalla European Defense Technological and Industrial Base (EDTIB) entro il 2030, in crescita al 60% entro il 2035.<sup>46</sup> I produttori stanno già aumentando la capacità: Rheinmetall ha aperto un nuovo impianto di munizioni in Germania e avviato la costruzione di un altro in Lituania. Leonardo ha costituito una joint venture con Baykar per sistemi d'arma avanzati autonomi.

Queste iniziative hanno aumentato le aspettative degli investitori: un paniere di società europee della difesa ha registrato un tasso annuo di crescita composta degli utili (CAGR) di circa il 7% dal 2019 al 2024.<sup>47</sup> Wall Street prevede una crescita vicina al 20% fino alla fine del decennio.

Le aziende industriali europee beneficiano anche della rapida digitalizzazione e dell'adozione dell'IA, soprattutto con l'accelerazione degli investimenti nei data center. Questo slancio alimenta la domanda di beni strumentali, apparecchiature elettriche e soluzioni energetiche—settori in cui le aziende leader europee eccellono.

Come già accennato, la Germania si distingue come mercato chiave in Europa. Il consistente pacchetto di investimenti infrastrutturali del paese promette di stimolare sia la Germania che l'intera regione. Sebbene l'implementazione sia stata lenta, queste misure dovrebbero sostenere la crescita tedesca e i profitti aziendali, premiando gli investitori pazienti.

Infine, i mercati privati europei offrono un ampio ventaglio di opportunità spesso trascurate dagli investitori globali. Ben il 97% delle aziende europee con ricavi superiori a 100 milioni di euro è privato<sup>48</sup> – contro l'87% negli Stati Uniti<sup>49</sup> – evidenziando il ruolo dominante delle imprese private nella regione. I settori frammentati sono maturi per la consolidazione. Tuttavia, il private equity si concentra principalmente su tecnologia e telecomunicazioni, che rappresentano solo il 10% circa degli indici azionari pubblici.

**Da notare che le strategie di private equity europee hanno generato rendimenti in linea con quelle statunitensi, offrendo più alpha rispetto ai mercati pubblici locali e un profilo rischio-rendimento interessante.**

Inoltre, i valori del mercato immobiliare europeo sono attualmente scambiati a prezzi inferiori del 20%-40% rispetto ai massimi,<sup>50</sup> offrendo punti di ingresso vantaggiosi e potenziale di ulteriori guadagni in caso di ripresa. Il settore logistico della regione presenta anch'esso un notevole potenziale di crescita. La penetrazione dell'e-commerce è molto più bassa rispetto agli Stati Uniti, indicando ampio spazio per espansione e innovazione.



45 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank; McKinsey & Co.; *1992/2022 Military Balance*. Dicembre 2022.

46 Rapporto del Servizio di ricerca del Parlamento europeo. Strategia industriale europea per la difesa. 2024.

47 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. 2025.

48 Apollo Academy. *Many More Private Firms in Europe*. 28 aprile 2024.

49 Apollo Academy. *Many More Private Firms in the US*. 20 aprile 2024.

50 KKR. *A Bright Outlook for European Real Estate*. Maggio 2024.



# Sud America: possedere ciò di cui il mondo ha bisogno

In un mondo caratterizzato da frammentazione e competizione per le risorse, il Sud America svolge un ruolo cruciale. La regione possiede molti degli input fondamentali su cui si basa l'economia globale, e in particolare, la rivoluzione dell'IA.

Con la diversificazione delle supply chains e la crescente centralità delle questioni di sicurezza nelle relazioni commerciali, il Sud America commercia sia con gli Stati Uniti che con la Cina, un compito tutt'altro che semplice. La maggior parte dei paesi sudamericani registra un deficit commerciale con gli Stati Uniti, mentre la Cina è diventata il principale partner commerciale per molti nella regione. Negli ultimi vent'anni, gli investimenti cinesi hanno progressivamente superato quelli statunitensi, e una nuova ondata di governi di sinistra ha avvicinato ideologicamente il Sud America alla Cina, allontanando gli Stati Uniti.

Al di là delle ideologie, il Sud America detiene le risorse critiche di cui l'economia globale ha bisogno. La regione rappresenta il 40% della produzione mondiale di rame e il 38% delle riserve globali. Il solo Cile produce il 27%<sup>51</sup> del rame mondiale. Il Perù vanta le maggiori riserve di argento al mondo, mentre il Messico è il principale produttore. Per quanto riguarda il litio, Cile e Argentina occupano rispettivamente il primo e il terzo posto a livello globale per riserve economicamente estraibili.<sup>52</sup> La formazione di scisto in Vaca Muerta in Argentina sta attirando nuovo interesse

da parte delle principali compagnie energetiche mondiali, soprattutto mentre gli Stati Uniti cercano di diversificare le proprie filiere energetiche.

Il Venezuela detiene le maggiori riserve provate di petrolio al mondo.<sup>53</sup> Pur avendo riserve inferiori, il Brasile è il principale produttore di petrolio in America Latina,<sup>54</sup> nonché il secondo produttore ed esportatore di minerale di ferro.<sup>55</sup> Il Brasile è anche un esportatore chiave di materie prime agricole come soia, caffè, zucchero e carne bovina, oltre che di minerali critici come alluminio, nichel e manganese.<sup>56</sup>

Questa abbondanza di risorse è particolarmente rilevante mentre la rivoluzione IA accelera la domanda di energia e semiconduttori, aumentando il fabbisogno di minerali critici, mentre i governi di tutto il mondo si concentrano sulla sicurezza alimentare di lungo termine.

51 International Energy Administration. *Latin America's opportunity in critical minerals for the clean energy transition*. 7 aprile 2023.

52 Dipartimento degli Interni degli Stati Uniti. *Mineral Commodity Summaries 2025*. Marzo 2025.

53 U.S. Energy Information Administration. *Country Analysis Brief: Venezuela*. 8 febbraio 2024.

54 U.S. Energy Information Administration. *What countries are the top producers and consumers of oil?* 2023.

55 United States Geological Survey. *Mineral Commodity Summaries 2022*.

56 Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti. Brasile. 7 gennaio 2025.

Le materie prime, l'energia e la produzione agricola del Sud America sono indispensabili sia per gli Stati Uniti che per la Cina:

- ❖ I produttori di litio, rame e argento sono destinati a beneficiare della spinta globale verso l'elettrificazione e della domanda IA per semiconduttori. I recenti investimenti di aziende statunitensi e cinesi nel settore del litio argentino fanno parte della corsa per assicurarsi le forniture.
- ❖ Con l'accelerazione del *nearshoring*, la domanda di porti, ferrovie e autostrade moderne è in forte crescita. L'espansione del Canale di Panama e gli aggiornamenti ai porti settentrionali del Brasile stanno facilitando nuove rotte commerciali tra le Americhe e l'Asia. Gli investimenti in logistica e infrastrutture portuali stanno sbloccando nuova capacità di esportazione, come dimostra l'investimento cinese da 3,5 miliardi di dollari in Perù per lo sviluppo del porto di Chancay.
- ❖ La leadership del Brasile nell'idroelettrico e nell'eolico, insieme al potenziale solare del Cile, rendono la regione un punto focale per gli investimenti in infrastrutture green. Nel 2024, la capacità eolica installata in Brasile ha superato i 30 GW,<sup>57</sup> e nel 2023 il Cile ha prodotto il 9,4% della sua energia primaria da fonti solari, la quota più alta a livello mondiale.<sup>58</sup>

Con il cambiamento del panorama politico sudamericano e la crescente indispensabilità delle sue risorse, la regione offre nuove strade per investimenti e partnership. Gli investitori globali pronti a confrontarsi con la complessità di un ordine mondiale frammentato dovrebbero considerare che le azioni latinoamericane sono attualmente scambiate a un multiplo prezzo/utili forward di 10x, nel 30° percentile rispetto alla loro storia. In confronto, sia i multipli azionari dei mercati sviluppati che quelli dell'Asia emergente si collocano nel 90° percentile.

**Il Sud America può offrire sia una copertura contro il rischio geopolitico sia una fonte di crescita economica di lungo termine a una valutazione inferiore rispetto alla maggior parte delle altre opzioni azionarie globali.**

<sup>57</sup> International Trade Administration. *Brazil Country Commercial Guide: Power Generation, Transmission and Distribution Infrastructure*. 21 agosto 2025.

<sup>58</sup> Il nostro mondo in dati. *Data Insights*. 13 settembre 2024.

# Energia: Il principale freno alla rivoluzione dell'IA

**La politica energetica è centrale sia per la sicurezza degli Stati sia per il boom globale dell'IA.**

A seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, l'Europa ha rapidamente abbandonato la sua storica dipendenza dal gas russo, puntando ad aumentare le importazioni di gas naturale liquefatto (LNG). L'UE si è impegnata ad acquistare circa 750 miliardi di dollari di energia statunitense entro il 2028 e sembra orientata verso uno stop totale delle forniture russe.<sup>59</sup> Anche il Giappone guarderà sempre più agli Stati Uniti per sostituire la propria dipendenza dal gas russo.

I governi europei stanno privilegiando la sicurezza rispetto al costo: il LNG è notevolmente più caro rispetto al gas naturale russo. Gli investitori dovranno monitorare le conseguenze di questo cambiamento. Dal 2022 sono stati proposti, riattivati o accelerati trenta terminali LNG, mentre le famiglie europee hanno assorbito un aumento del 36% delle bollette elettriche rispetto a gennaio 2021.<sup>60</sup> Stati Uniti e Cina godono di un chiaro vantaggio in termini di costo dell'elettricità rispetto ad altre economie.

Per rafforzare la resilienza, l'Europa sta anche proteggendo le interconnessioni vulnerabili (ad esempio, la transizione degli Stati baltici dalla rete Russia-Bielorussia alla Continental European Network dell'UE).

Come sempre, la mappa dei flussi energetici globali rimarrà vulnerabile nei punti più critici. Lo Stretto di Hormuz, attraverso cui transita un quinto del petrolio<sup>61</sup> e del LNG<sup>62</sup> mondiali, rappresenta un rischio ben noto.

I paesi del Medio Oriente e del Nord America sono ben posizionati per aumentare le forniture energetiche all'economia globale. Oltre alle ovvie risorse di petrolio e gas naturale, il Gulf Cooperation Council (unione di Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti) potrebbe estendere la propria rete energetica regionale in una "superstrada" elettrica per soddisfare la domanda europea. Oggi, molti paesi europei e asiatici dipendono interamente dal gas naturale importato.



Altrove, il Laos esporta energia idroelettrica verso Thailandia, Malesia e Singapore, e il Brasile vende frequentemente il proprio surplus idroelettrico all'Argentina.

Questi non sono semplici progetti energetici, ma veri e propri asset di sicurezza in un ordine globale frammentato.

Un settore tecnologico che presenta un elevato fabbisogno di energia solleva questioni geopolitiche. La tecnologia legata all'IA, con la sua dipendenza dall'elettricità per i data center, è sempre più critica per la difesa tradizionale e la cybersicurezza. Vediamo potenziale d'investimento in segmenti che spaziano dalle infrastrutture generali ai trasporti, dalla generazione di energia alla cybersicurezza e alla lavorazione di minerali critici. Inoltre, il private equity in petrolio e gas, l'oro e le materie prime energetiche possono rappresentare coperture preziose contro il rischio geopolitico.

59 Commissione europea. Dichiarazione congiunta su un quadro di riferimento tra Stati Uniti e Unione europea per un accordo sul commercio reciproco, equo ed equilibrato. 21 agosto 2025.

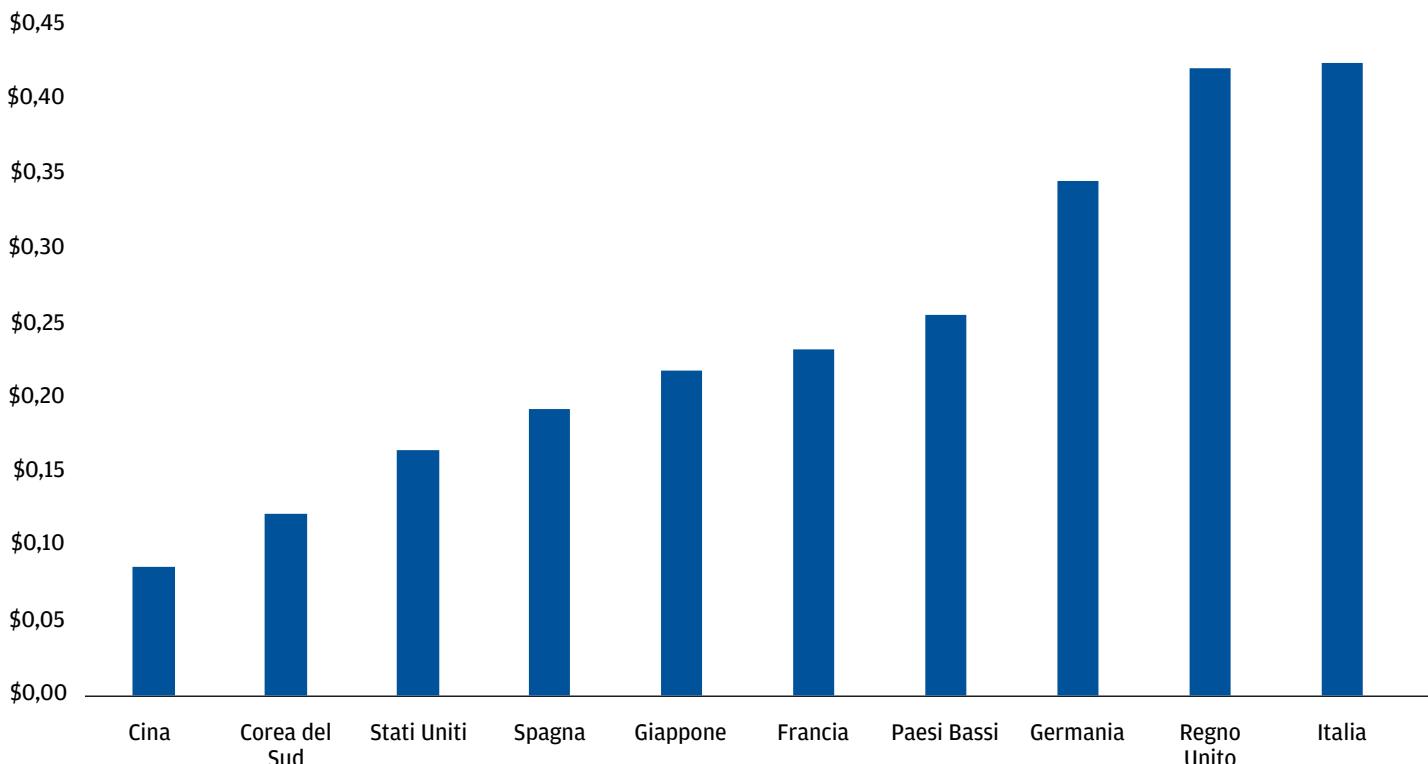
60 Global Energy Monitor. *Europe's LNG import infrastructure glut set to more than double, jeopardizing green goals.* 27 marzo 2023.

61 U.S. Energy Information Administration. *Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint.* 16 giugno 2025.

62 U.S. Energy Information Administration. *About one-fifth of global liquefied gas trade flows through the Strait of Hormuz.* 24 giugno 2025.

## L'EUROPA E IL GIAPPONE DEVONO FAR FRONTE A PREZZI DELL'ENERGIA ELETTRICA MOLTO PIÙ ALTI RISPETTO ALLA CINA E AGLI STATI UNITI

Prezzi dell'elettricità residenziale e commerciale, costo medio in dollari per kWh dal 2023 al 2025



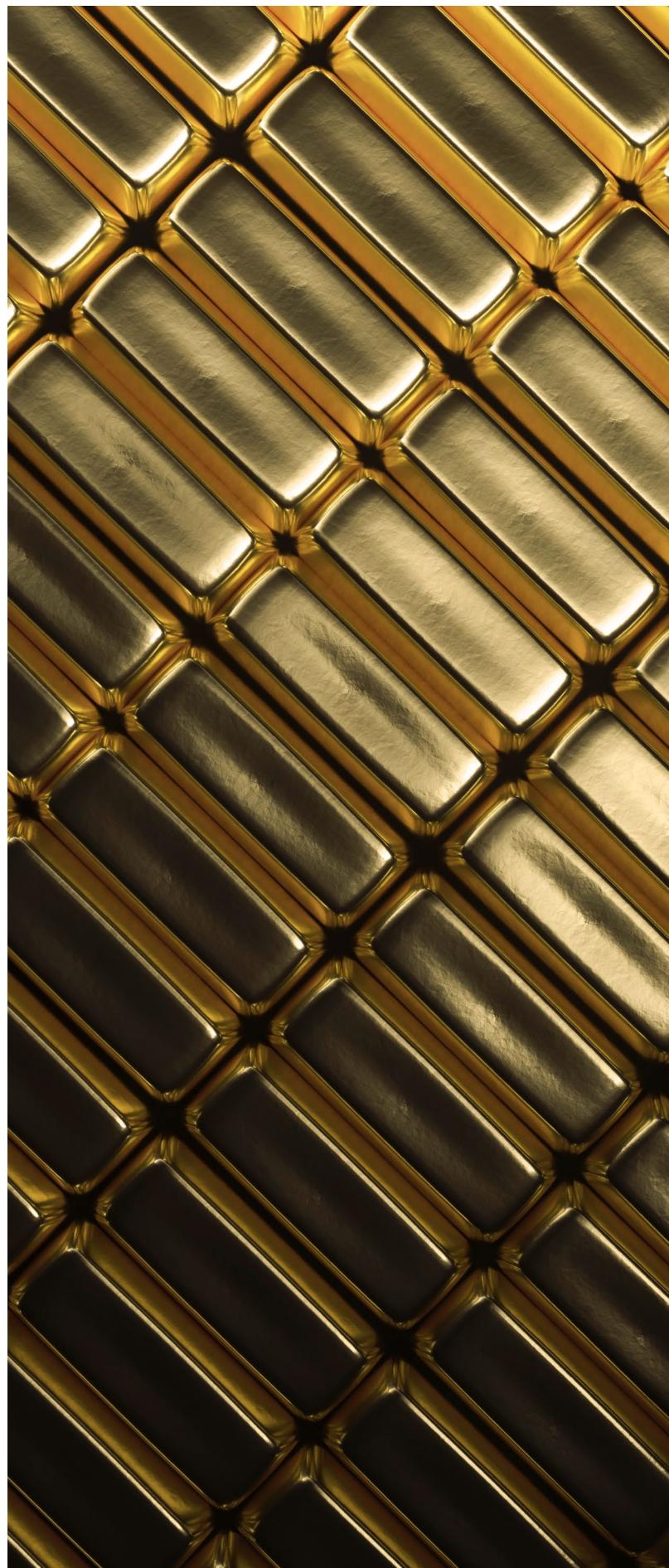
Fonte: Elaborazione a cura di GlobalPetrolPrices sulla base di dati provenienti da diverse fonti nazionali. Dati al 30 settembre 2025.

# Il dollaro e le alternative come riserve di valore

La frammentazione globale avrà ampi impatti economici e di mercato, ma a nostro avviso non cambierà il ruolo del dollaro statunitense come valuta di riserva mondiale. Il dollaro rappresenta ancora quasi il 60% delle riserve valutarie dichiarate dalle banche centrali, quasi la metà dei pagamenti SWIFT<sup>63</sup> e circa il 90% di tutte le transazioni FX.<sup>64</sup> In sintesi, la valuta statunitense rimane il sistema operativo della finanza globale, e riteniamo che la sua posizione sia sicura.

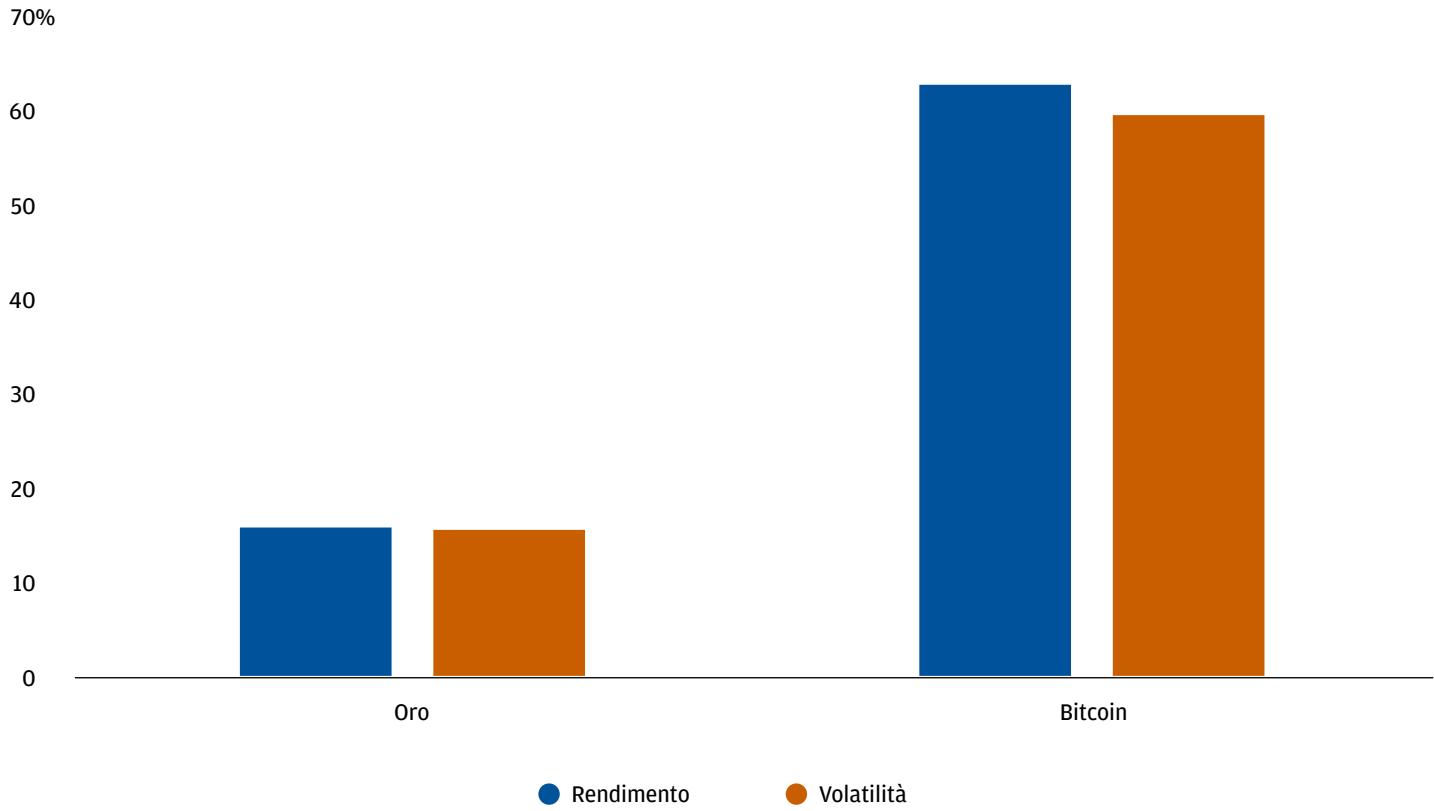
Detto ciò, pensiamo che gli investitori continueranno a cercare alternative al dollaro. In primo luogo, la *weaponizzazione* del dollaro incentiva la diversificazione. In risposta all'invasione russa, gli alleati occidentali dell'Ucraina hanno congelato circa 300 miliardi di dollari di riserve russe.<sup>65</sup> Le banche centrali globali hanno quindi acquistato quantità record di oro, alla ricerca di alternative indipendenti alla valuta statunitense (non soggette a possibili sanzioni in caso di conflitti). L'oro ha guadagnato oltre il 50% nel 2025, raggiungendo un massimo storico in termini reali. La ricerca di alternative al dollaro potrebbe continuare a sostenere i prezzi dell'oro. Prevediamo un nuovo rally significativo per il metallo prezioso nel 2026.

In secondo luogo, segnaliamo la crescente concorrenza al dollaro da parte delle opzioni digitali come le criptovalute. La capitalizzazione di mercato delle criptovalute supera ora i 4 trilioni di dollari, rispetto ai 2 trilioni di inizio 2024. Gli investitori che vedono le criptovalute come potenziale riserva di valore trovano ora un contesto normativo più favorevole negli Stati Uniti.



SOTTO MOLTI ASPETTI, IL BITCOIN È UN CASE STUDY SUL RAPPORTO TRA RISCHIO E RENDIMENTO

5 anni annualizzato %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2025.  
I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Seppure le stablecoin stanno guadagnando terreno nel settore dei servizi finanziari, grazie alla bassa latenza (le transazioni si regolano rapidamente), solo 70 miliardi di dollari di pagamenti sembrano attualmente transitare attraverso sistemi stablecoin.<sup>66</sup> In generale, vediamo gli asset digitali acquisire sempre più consenso, spinti anche dalla ricerca di alternative al dollaro.

Riteniamo che gli investitori possano diversificare ulteriormente i portafogli tramite la diversificazione azionaria regionale, elemento chiave nei portafogli globali gestiti da J.P. Morgan Private Bank. L'esposizione valutaria nei mercati azionari europei e non statunitensi viene lasciata senza copertura, offrendo così una diversificazione valutaria locale.

<sup>63</sup> MacroMicro. *World—Share of International Payments via SWIFT by Currency*. 31 agosto 2025.

<sup>64</sup> Bipartisan Policy Center. *What's Behind the U.S. Dollar's Dominance and Why It Matters*. 2 settembre 2025.

<sup>65</sup> Brookings. *What is the status of Russia's frozen sovereign assets?* 24 giugno 2025.

<sup>66</sup> Cembalest, Michael. "OK Boomer": on stablecoins, S&P profits, tariffs vs tax cuts and the history of Presidential break-ups. 12 giugno 2025. J.P. Morgan Asset & Wealth Management.



# Implicazioni per gli investitori

Un'epoca di frammentazione globale impone un cambiamento fondamentale: i temi d'investimento centrali—resilienza, sicurezza e allineamento regionale—stanno acquisendo sempre più rilevanza.

Partendo dal tema della resilienza, individuiamo prospettive d'investimento interessanti in settori e asset che beneficiano del *reshoring*, del *nearshoring* e della riconfigurazione delle supply chains. Ciò include infrastrutture nordamericane, utility, industriali e logistica, oltre a società attive nella generazione di energia, semiconduttori e minerali critici. Prevediamo opportunità tattiche negli asset cinesi, poiché il sentimento oscilla più rapidamente dei fondamentali.

La sicurezza, secondo tema (che comprende sicurezza energetica, difesa militare tradizionale e cybersicurezza), sta attirando crescenti investimenti di capitale e offrendo un potenziale di crescita degli utili sia in Europa che negli Stati Uniti. Nel comparto energetico, ci concentriamo su gas naturale liquefatto (LNG), fonti rinnovabili e modernizzazione delle reti.

L'allineamento regionale, terzo tema, attraversa settori e geografie. Crediamo in un approccio globale e concentrato agli investimenti in società pubbliche e private allineate a questo tema. In particolare, cerchiamo aziende con potere di prezzo in settori critici come semiconduttori, data center, energia e trasporti.

Nel valutare l'allocazione degli asset, gli investitori dovrebbero tenere conto di un'inflazione più elevata, dei cambiamenti nei modelli commerciali e del potenziale aumento della volatilità di mercato. Se il rischio geopolitico e la volatilità valutaria aumenteranno in un mondo frammentato—come ritieniamo probabile—l'oro e le materie prime energetiche potranno rappresentare coperture preziose.

# Parte 3

## Prepararsi al cambiamento strutturale dell'inflazione





Le forze di mercato possono influenzare i portafogli in modo diretto o indiretto. Il boom degli investimenti in IA e la frammentazione globale esercitano pressioni dirette sui portafogli. L'impatto dell'inflazione è più complicato, ma comporta rischi per i rendimenti di lungo periodo.

Fino all'esplosione post-pandemica dell'inflazione nel 2022, la bassa inflazione ha caratterizzato l'era successiva alla crisi finanziaria globale. Oggi ci troviamo in un regime profondamente diverso, con inflazione più elevata e maggiore volatilità. Inoltre, l'aumento del debito sovrano e dei deficit rende più probabile il persistere dell'inflazione, poiché i politici potrebbero essere tentati di interferire con l'indipendenza delle banche centrali e "gonfiare" il debito.

## PREPARARSI AL CAMBIAMENTO STRUTTURALE DELL'INFLAZIONE

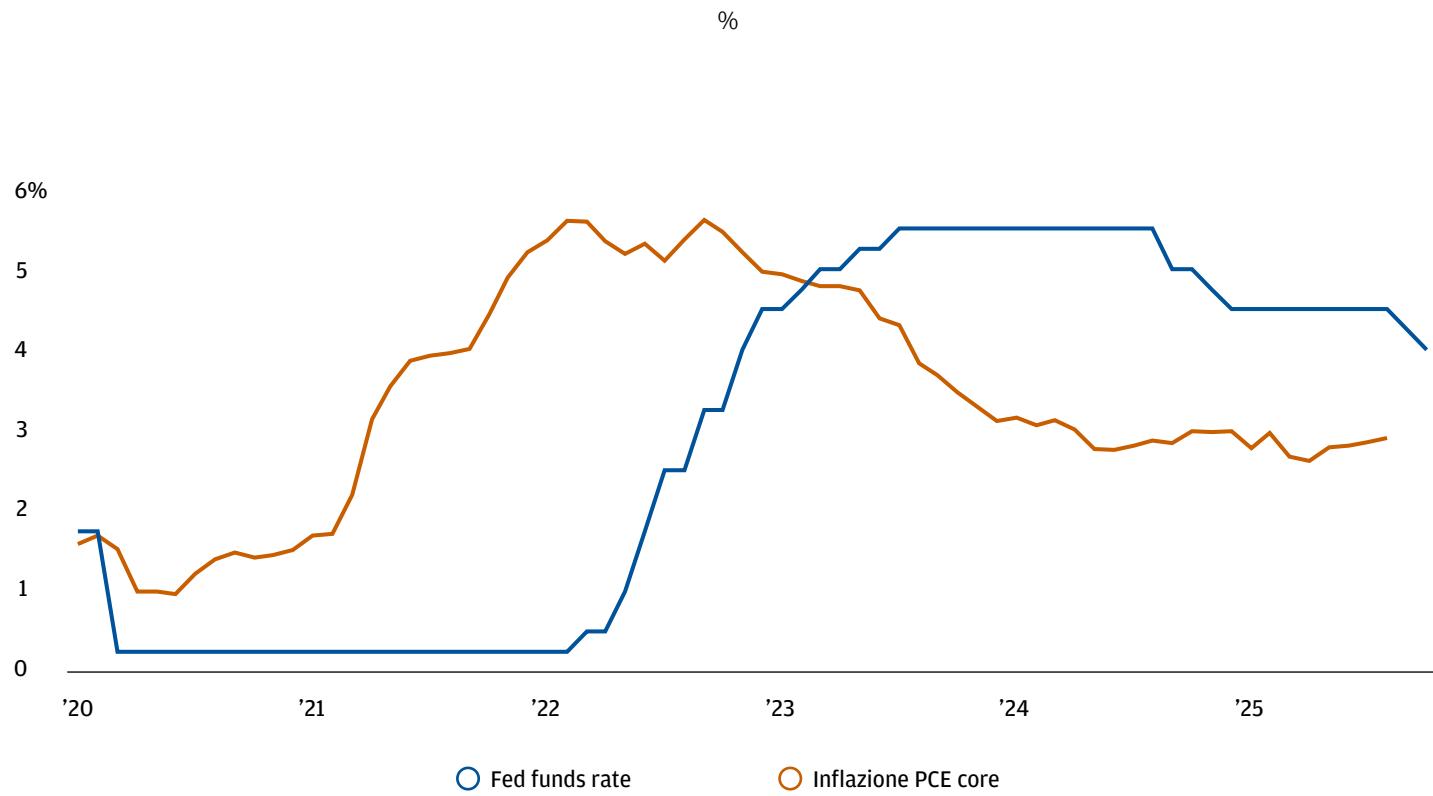
In questa sezione, analizziamo le molteplici implicazioni di un regime di inflazione più alta. La questione più importante per investitori e famiglie è che, ancora una volta, l'inflazione torna a essere una variabile centrale per la costruzione del portafoglio e la pianificazione patrimoniale. Mantenere posizioni di liquidità elevate in contesti inflazionistici può compromettere silenziosamente e in modo irreversibile la ricchezza reale.

Quando una famiglia si allontana dalla principale fonte di reddito—sia per il pensionamento del capofamiglia sia per la vendita di un'azienda—i rischi legati al mantenimento dello stile di vita cambiano. Il rischio inflazionistico può erodere la ricchezza in due modi fondamentali: riducendo la probabilità di raggiungere obiettivi di lungo termine sotto la pressione dei prezzi, e diminuendo il valore reale della ricchezza nel tempo. Per alcune famiglie, preservare i valori nominali del portafoglio è secondario rispetto al finanziamento di obiettivi specifici, il che rende essenziale la chiarezza sulle priorità.

È qui che l'interazione tra inflazione, pianificazione patrimoniale e costruzione del portafoglio diventa cruciale. Un piano patrimoniale può allineare gli asset agli importi, agli orizzonti temporali e alle priorità che contano di più, nel contesto di un ambiente macroeconomico in cui l'inflazione potrebbe restare volatile.

Il primo passo è comprendere come diversi scenari inflazionistici possano influenzare il valore futuro del portafoglio. La situazione di ogni famiglia è unica, motivo per cui è fondamentale sottoporre gli obiettivi a stress test rispetto a una gamma di possibili scenari di mercato. Da qui, mappare i punti decisionali e la sequenza delle azioni può aiutare a garantire che la ricchezza non solo sia preservata in termini reali, ma anche impiegata efficacemente per raggiungere gli obiettivi per cui è stata costruita.

### L'INFLAZIONE È APPENA SOTTO IL 3%; LA SUA EVOLUZIONE POTREBBE AVERE UN IMPATTO SUI PORTFOGLI



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati PCE al 31 agosto 2025. Dati Fed funds rate al 31 ottobre 2025.

# Il reddito fisso ritrova stabilità

Pur ritenendo che l'inflazione sarà più elevata e volatile rispetto agli ultimi anni, non prevediamo un ritorno agli aumenti di prezzo come successo nel 2022 e manteniamo una visione generalmente positiva su gran parte del comparto obbligazionario.

L'inflazione è scesa sotto il 3% e la volatilità implicita del mercato obbligazionario è tornata ai livelli del 2021. Inoltre, la correlazione tra azioni e obbligazioni è diminuita nell'ultimo anno. I titoli sovrani e il credito investment grade hanno contribuito a coprire la volatilità azionaria durante il "tariff tantrum" che ha seguito l'annuncio dei dazi statunitensi in aprile. Questo calo di correlazione è importante per la costruzione del portafoglio, poiché suggerisce che le obbligazioni possono tornare a svolgere una funzione di copertura contro alcune fasi di ribasso azionario.

L'inflazione dei beni negli Stati Uniti subirà probabilmente una certa pressione al rialzo a causa dei dazi, ma l'inflazione dei servizi appare molto più contenuta. Forse ancora più importante, la Fed ha riavviato il ciclo di riduzione dei tassi perché il mercato del lavoro si è stagnato. Le offerte di lavoro e i tassi di dimissione sono tornati ai livelli pre-pandemici, e la crescita salariale (misurata dall'Employment Cost Index, un indicatore di alta qualità) si è stabilizzata intorno al 3,5%.

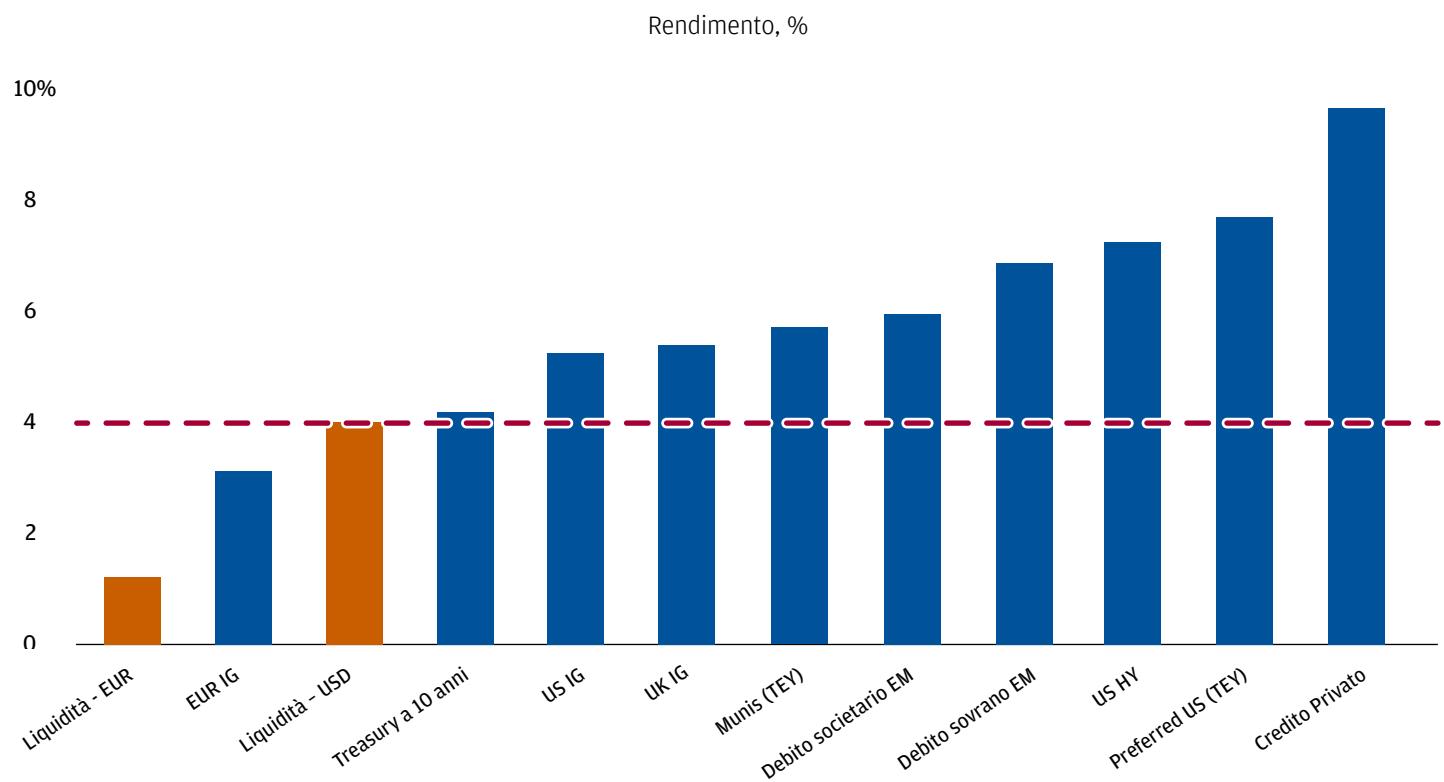
Si tratta di circa 90 punti base in più rispetto ai livelli prepandemici, ma ben lontano da tassi che potrebbero far temere una spirale salari-prezzi.

Nel frattempo, i rendimenti obbligazionari si sono stabilizzati su livelli significativamente più alti—da circa l'1% nel 2020 a circa il 4,3% oggi sull'indice Bloomberg US Aggregate (che include titoli sovrani e corporate investment grade). Nel 2025, le obbligazioni hanno offerto livelli di rendimento interessanti e ritorni totali solidi, intorno al 5%. Le obbligazioni aggregate sono la nostra scelta preferita come cuscinetto contro recessioni o rallentamenti della crescita, e ci aspettiamo che la maggior parte delle categorie di reddito fisso generi ritorni totali intorno al 5% nel prossimo anno.

Riteniamo che il mercato dei municipal bond statunitensi stia compensando gli investitori per il rischio di un'inflazione più persistente. Il rendimento dell'indice National Municipal Bond è intorno al 3,6%, mentre le aspettative di inflazione per i prossimi dieci anni sono al 2,3%. Bloccare circa 125 punti base di rendimento netto da imposte sopra l'inflazione attesa sembra una scelta prudente per i contribuenti statunitensi che desiderano allocare capitale a basso rischio mantenendo il potere d'acquisto.



**LA MAGGIOR PARTE DEI SETTORI OBBLIGAZIONARI OFFRE ATTUALMENTE DEI RENDIMENTI PIÙ ELEVATI RISPETTO ALLA LIQUIDITÀ**



Fonti: FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Dati al 31 ottobre 2025. Nota: Il Credito Privato è rappresentato da operazioni di nuova emissione per le quali J.P. Morgan Corporate & Investment Bank fornisce finanziamenti. Dati sul Credito Privato al 30 giugno 2025.

Vediamo inoltre molte opportunità per generare reddito nella parte 5-7 anni della curva del credito investment grade globale. Preferiamo il credito europeo rispetto al debito governativo. I fondamentali aziendali appaiono su traiettorie più sane rispetto a molti stati europei, con le aziende che offrono migliore diversificazione, potenziale di rendimento e protezione dalle dinamiche sfidanti del debito sovrano. Anche il credito dei mercati emergenti sta iniziando a diventare più interessante, grazie all'allentamento della politica Fed e al calo del dollaro.

Sebbene alcuni default di rilievo nel mercato del credito privato abbiano riacceso il dibattito sul settore, riteniamo che gli investitori siano ancora compensati per il rischio assunto, con rendimenti vicini al 10% per il debito di nuova emissione.

Da questo punto di partenza, i tassi di default dovrebbero superare il 6% e i tassi di recupero scendere sotto il 40% per generare ritorni totali negativi di lungo periodo. Questi parametri si verificherebbero solo in caso di recessione profonda, che non riteniamo probabile.

Includere esposizioni al di fuori delle obbligazioni aggregate (core) può aiutare a diversificare i portafogli di reddito fisso e offrire potenzialità di rendimenti assoluti più elevati e ritorni simili a quelli azionari, con livelli di volatilità generalmente inferiori. In altre parole, tale diversificazione può contribuire anche alla resilienza complessiva del portafoglio.

# Fattori strutturali dell'inflazione

Sebbene il nostro scenario di base preveda un contesto inflazionario che risulterà in definitiva benigno per la maggior parte degli asset rischiosi e del reddito fisso, vediamo rischi concreti che l'inflazione possa superare le nostre aspettative. Questa prospettiva impone un cambiamento nelle priorità di costruzione del portafoglio e pianificazione patrimoniale.

Ecco il nostro ragionamento: l'inflazione core PCE si attesta ora al 2,9% dopo 150 punti base di tagli dei tassi da parte della Fed, con ulteriori 75 punti base possibili all'orizzonte. Se questo allentamento dovesse produrre l'effetto desiderato dalla Fed, una crescita economica più solida nel 2026, i prezzi potrebbero aumentare più rapidamente del previsto.

Al di là di questo scenario specifico, notiamo diversi elementi dell'era post-pandemica che suggeriscono un rischio elevato di shock inflazionistici.

## Psicologia:

Il rischio più profondo, e al tempo stesso più difficile da misurare, è quello legato alla psicologia di consumatori e imprese. Dopo il COVID, aziende e consumatori hanno riscoperto la possibilità che l'economia possa davvero affrontare l'inflazione. Il comportamento aziendale si è evoluto per adeguare i prezzi molto più rapidamente. Un esempio: in Norvegia, le catene di supermercati stanno adottando tecnologie che consentono di modificare i prezzi fino a 100 volte al giorno.<sup>67</sup> Le società di consegna pacchi aggiornano i supplementi carburante settimanalmente, non mensilmente. Molti di noi conoscono l'aumento improvviso di prezzo delle app di *ride hailing*. L'indagine sulle aspettative comuni di inflazione, una misura comprensiva di ciò che si aspettano operatori di mercato, economisti, imprese e famiglie, è circa 40 punti base più alta rispetto al periodo pre-pandemico.

## Gap di capacità:

Persistono carenze in aree critiche dell'economia. Ad esempio, negli Stati Uniti sono state costruite tra 3 e 4 milioni di unità abitative in meno rispetto al fabbisogno dalla crisi finanziaria globale.<sup>68</sup> Il mercato del lavoro statunitense sta gestendo un calo improvviso dell'immigrazione netta, che limita l'offerta di lavoro, un altro gap di capacità. Energia e elettricità sono già sotto pressione per la forte domanda da data center ed elettrificazione. Si profilano anche carenze di materie prime: la produzione di cemento negli Stati Uniti è diminuita di circa il 15% rispetto al picco del 2005.<sup>69</sup> Questi vincoli di capacità creano un ambiente in cui i prezzi possono adeguarsi più rapidamente dell'offerta e restare elevati anche in presenza di domanda debole. I produttori che controllano le supply chains mantengono un forte potere di prezzo.

## Bilanci dei consumatori:

Nei paesi sviluppati, i bilanci dei consumatori sono pronti a sostenere i consumi, soprattutto se i tassi scendono. La ricchezza netta delle famiglie statunitensi supera i 175 trilioni di dollari, in aumento di oltre il 50% rispetto ai livelli pre-pandemici. Le disponibilità di liquidità e valuta sono cresciute del 50% dalla fine del 2019, e gli asset nei fondi monetari sono raddoppiati. Oltre 17 trilioni di dollari sono pronti per essere utilizzati, un massimo storico in rapporto al PIL.<sup>70</sup>

## Resilienza delle supply chains:

I dazi statunitensi, da soli, possono generare aumenti di prezzo una tantum. Tuttavia, barriere commerciali più elevate e un approccio governativo più orientato alla sicurezza possono spingere le aziende a produrre in località a costi più elevati e a mantenere livelli di inventario più alti. Ad esempio, la produzione domestica di semiconduttori è chiaramente una priorità politica per gli Stati Uniti, ma comporta prezzi più alti. Il CEO di AMD prevede che un semiconduttore prodotto negli Stati Uniti possa costare dal 5% al 20% in più rispetto allo stesso componente realizzato a Taiwan.

<sup>67</sup> Williams, Jennifer. *Welcome to the Grocery Store Where Prices Change 100 Times a Day*. 27 luglio 2025. The Wall Street Journal.

<sup>68</sup> FreddieMac. *Housing Supply: Still Undersupplied by Millions of Units*. 26 novembre 2024.

<sup>69</sup> Concrete Financial Insights. *Volume & Price Trends—US Cement Industry*. Dati 2024.

<sup>70</sup> Federal Reserve. *Financial Accounts of the United States*. 11 settembre 2025.

## PREPARARSI AL CAMBIAMENTO STRUTTURALE DELL'INFLAZIONE

### Cambiamento climatico:

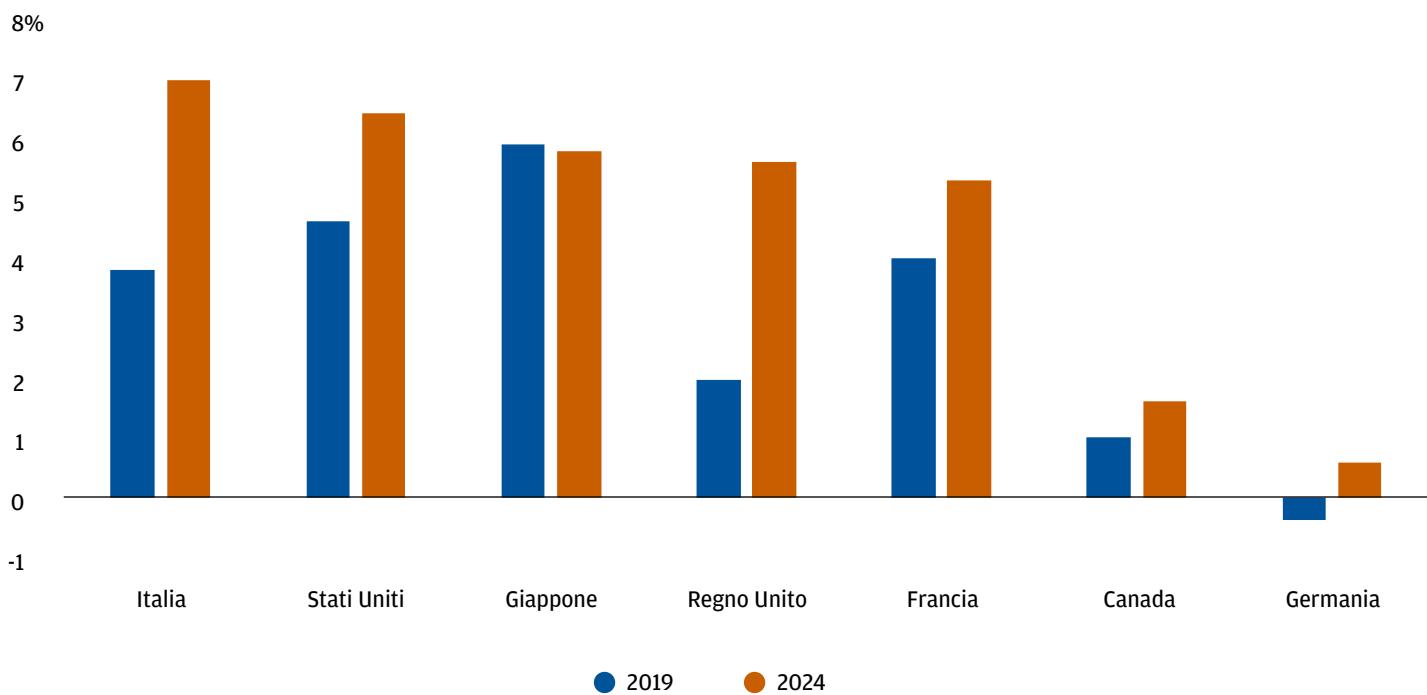
Il cambiamento climatico è un fattore strutturale dell'inflazione, poiché eventi meteorologici estremi, carenze di risorse e costi legati a carbon pricing e politiche di transizione aumentano i prezzi degli input e la volatilità. Le disruption legate al clima nei settori agricolo, energetico e infrastrutturale amplificano i rischi inflazionistici. I rischi legati alla natura, come la scarsità d'acqua, la perdita di biodiversità e l'esaurimento delle risorse, possono generare volatilità nei prezzi degli input e interruzioni nelle supply chains, accentuando il rischio inflazionario.

### Attivismo fiscale:

Il Giappone è l'unico paese del G7 con un deficit di bilancio più contenuto rispetto al periodo pre-pandemico. Durante la crisi, gli stimoli fiscali nelle economie sviluppate hanno sostenuto la domanda dei consumatori, come previsto, contribuendo a spingere i prezzi verso l'alto. I politici potrebbero riproporre questo approccio durante la prossima fase recessiva, indipendentemente dai deficit già elevati e dal crescente indebitamento pubblico. In effetti, l'aumento del debito e dei deficit governativi rappresenta un rischio significativo per l'inflazione, come approfondiremo nella sezione successiva.

### LA MAGGIOR PARTE DEI GOVERNI DEL G7 HA UN DEFICIT PUBBLICO MAGGIORE RISPETTO A QUELLO CHE AVEVA PRIMA DELLA PANDEMIA

Deficit dello Stato in % del PIL



Fonti: Banca d'Italia, Ufficio di gestione e bilancio, Banca del Giappone, Ufficio nazionale di statistica, Banque de France, Statistics Canada, Deutsche Bundesbank, Haver Analytics. Dati al 31 dicembre 2024.



# I rischi impliciti dell'aumento del debito sovrano

Alcuni operatori di mercato avvertono di una possibile crisi del debito statunitense. Nello scenario più estremo, non si trovano più acquirenti a un'asta del Tesoro. Noi vediamo un rischio più contenuto. In questo caso, invece di un improvviso aumento dei rendimenti, i politici operano un cambiamento deliberato: tollerano una crescita più robusta e un'inflazione più elevata, permettendo ai tassi reali di scendere e al peso del debito di ridursi nel tempo. Gli economisti definiscono questo processo "repressione finanziaria", e i precedenti storici non mancano: negli anni '50, la Fed impose un tetto ai tassi a breve per aiutare il governo a finanziare il debito. La Bank of Japan offre un esempio più recente.

Al di fuori degli Stati Uniti, osserviamo crescenti tensioni sui conti pubblici, evidenziate dall'aumento dei premi a termine. In tutto il mondo, i rendimenti dei titoli sovrani a 30 anni sono saliti quest'anno con l'aumento dei premi a termine (Giappone +75 bps, Paesi Bassi +65 bps, Germania +62 bps, Francia +55 bps, Portogallo +41 bps, Spagna +27 bps).

Le pressioni sembrano particolarmente acute nel Regno Unito, dove la produttività è stagnante da cinque anni e l'inflazione core è superiore a quella degli altri mercati sviluppati. La quota di giorni di trading in cui mercato valutario, obbligazionario e azionario sono tutti in calo (la nostra misura preferita di stress fiscale in tempo reale) supera il 10% negli ultimi tre anni. Il Regno Unito inizia ad assomigliare più a un mercato emergente come il Brasile che agli Stati Uniti.

Al momento, gli investitori sembrano a proprio agio nel finanziare il debito del governo statunitense. Gli acquirenti di Treasury bond statunitensi si presentano in massa, con una domanda mediamente 2,6 volte superiore all'offerta.

**Tuttavia, il crescente rapporto debito/PIL, vicino al 120%, preoccupa la maggior parte degli investitori e degli economisti. Risolvere il problema sarà complesso.**

La raccolta dalle tasse negli Stati Uniti in rapporto al PIL è tra le più basse tra i paesi OCSE, suggerendo un'ampia possibilità, se non la volontà politica, di aumentare le entrate per ridurre il debito. Allo stesso modo, la spesa obbligatoria per programmi come Social Security e Medicare potrebbe essere ridotta per "piegare la curva", come gli economisti definiscono gli sforzi per rallentare la crescita futura della spesa. Tuttavia, queste opzioni potrebbero risultare impopolari, come dimostra il recente dibattito sui crediti fiscali dell'Affordable Care Act.

In assenza di tagli significativi alla spesa pubblica, potremmo assistere a un percorso meno diretto per ridurre il carico del debito statunitense. I politici potrebbero indebolire l'indipendenza della Fed e, di fatto, diminuire il debito, promuovendo un contesto di crescita nominale più forte, caratterizzato da inflazione più elevata e, almeno nel breve termine, tassi reali più bassi.

**IL MERCATO FINANZIARIO MOSTRA MAGGIORE PREOCCUPAZIONE PER LA SITUAZIONE FISCALE DEL REGNO UNITO RISPETTO A QUELLA DEGLI STATI UNITI**

Giorni di trading con calo simultaneo nei mercati azionari, obbligazionari e valutari,  
su 3 anni mobili in %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2025.



## La carenza di abitazioni negli Stati Uniti

Come già accennato, uno dei gap di capacità più rilevanti nell'economia globale riguarda il settore residenziale statunitense. Stimiamo che, dalla crisi finanziaria globale, negli Stati Uniti siano state costruite tra 3 e 4 milioni di unità abitative in meno rispetto alla formazione di nuovi nuclei familiari. Sulla base delle tendenze attuali, potrebbero essere necessari dieci anni per colmare questo divario. Allo stesso tempo, i prezzi delle case sono rimasti elevati, complice l'effetto dei tassi bassi del 2020 e 2021 (i proprietari che hanno "bloccato" un tasso basso non sono incentivati a cambiare).

Prezzi elevati e tassi d'interesse più alti si combinano per creare la peggiore accessibilità abitativa dagli anni '80. Di fatto, il costo mensile per acquistare una casa è circa il 50% superiore rispetto al costo di affitto negli Stati Uniti.

Questo contesto offre un'opportunità interessante per il settore immobiliare come asset class. Entro la fine del decennio, oltre 6 milioni di persone entreranno nella fascia d'età 35-49 anni,<sup>71</sup> quella tipica per l'acquisto di una casa. Considerato l'estremo divario tra costo di affitto e costo di acquisto, prevediamo un aumento della domanda di abitazioni in affitto, soprattutto per immobili di nuova costruzione, adatti alle famiglie e situati a distanza ragionevole dai centri urbani.

71 CBO Report. *The Demographic Outlook: 2024 to 2054*. Gennaio 2024. Proiezioni demografiche complementari, aggiornate al 9 febbraio 2024.



# Implicazioni per gli investitori

Un'inflazione più elevata rende molto più difficile mantenere il potere d'acquisto, obiettivo primario per molte famiglie che investono. Può avere un impatto particolarmente negativo sugli asset a reddito fisso e, più in generale, rappresenta una sfida per gli approcci tradizionali alla costruzione del portafoglio.

Sebbene le obbligazioni possano ancora svolgere il loro ruolo consolidato nei portafogli, è necessario guardare oltre il reddito fisso tradizionale per gestire con prudenza quello che riteniamo sarà un regime di inflazione strutturalmente più alta e di maggiore volatilità sia per l'inflazione che per i tassi d'interesse.

Regimi di inflazione più elevata comportano una maggiore volatilità nei mercati obbligazionari dei vari paesi e una correlazione più accentuata tra azioni e titoli di Stato. In effetti, metà dei peggiori drawdown per i portafogli azioni-obbligazioni tradizionali si sono verificati durante episodi inflazionistici che hanno indotto le banche centrali ad aumentare i tassi negli anni '70 e '80, e più recentemente nel 2022. L'inflazione rende anche più difficile per i portafogli recuperare valore in termini reali.

Per gran parte degli ultimi trent'anni, i titoli di Stato hanno agito da copertura nei portafogli quando le azioni subivano ribassi. Dal 1997 al 2020, l'S&P 500 ha registrato 10 drawdown superiori al 10%; in nove di questi, i Treasury statunitensi hanno generato rendimenti positivi, in media del 7%. Questo schema ha funzionato perché la maggior parte degli shock era legata alla crescita: quando l'economia rallentava, la Fed tagliava i tassi, i rendimenti scendevano e i Treasury salivano.

Ma l'era post-pandemica ha cambiato le regole. L'inflazione, non la crescita, è diventata lo shock dominante, e la Fed ha

risposto con un forte aumento dei tassi. Nel 2022, l'S&P 500 è sceso del 25% mentre l'indice Treasury USA ha perso il 14%. Questo raro doppio ribasso ha infranto il vecchio modello di diversificazione.

Basta osservare l'impatto su un portafoglio "60/40" tradizionale (60% azioni, 40% obbligazioni). Prima del COVID, la volatilità annualizzata su tre anni di un portafoglio 60/40 era del 7%. Dopo il COVID, la volatilità annualizzata è salita a quasi il 12%.

**Gli investitori hanno bisogno di un nuovo approccio per mitigare il rischio inflazionario e gestire la correlazione positiva tra azioni e obbligazioni. Il reddito fisso core resta un elemento essenziale di un portafoglio ben diversificato, ma dovrebbe essere affiancato da asset che diversificano rispetto alle azioni e che tendono a performare meglio quando l'inflazione è più persistente.**

# Abbiamo individuato tre categorie di asset che possono contribuire a raggiungere questi obiettivi

1.

## Commodities

I prezzi delle commodities sono prezzi di input e tendono quindi a essere correlati con l'inflazione generale. Le nostre previsioni per il prezzo del petrolio non anticipano forti rialzi, dato l'eccesso di offerta. Tuttavia, potrebbero emergere opportunità per collegare note strutturate al petrolio nel prossimo anno, offrendo così una fonte di rendimento differenziata per i portafogli. Il gas naturale, input fondamentale per lo sviluppo dei data center IA come già discusso, rappresenta ora circa il 40% della produzione elettrica statunitense.<sup>72</sup> Vediamo opportunità crescenti per investire in produttori di pipelines e di gas naturale.

2.

## Asset reali come infrastrutture e immobili

Sia le infrastrutture che il settore immobiliare tendono a mitigare il rischio inflazionistico, trasferendo l'onere dei prezzi più alti attraverso i contratti.

Le infrastrutture globali sono una asset class spesso sottovalutata, pur avendo storicamente generato rendimenti annualizzati dell'8%-12% in diversi regimi inflazionistici.<sup>73</sup> Un fattore chiave: flussi di cassa contrattuali di lungo termine, resilienti all'inflazione. Prevediamo un'accelerazione della domanda di energia (spinta da elettrificazione, industrializzazione e crescita dei data center) e iniziative strategiche per migliorare la resilienza infrastrutturale (in risposta a preoccupazioni su infrastrutture obsolete e sicurezza nazionale). L'energia rappresenta ora quasi il 60% dell'indice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset, rispetto al 20% di dieci anni fa. Sebbene i flussi nei fondi siano recentemente aumentati, il settore infrastrutturale resta sottoinvestito.<sup>74</sup> Quasi l'80% dei family office intervistati ha dichiarato di non avere alcuna esposizione a questa asset class, nonostante le preoccupazioni per l'inflazione.

Il settore immobiliare globale può fungere da copertura contro l'inflazione grazie agli aumenti dei canoni e ai frequenti rinnovi dei contratti di locazione, contribuendo a preservare il reddito man mano che i valori immobiliari crescono insieme ai costi di terra, lavoro e materiali. Vediamo i primi segnali di ripresa nel real estate core dopo una lunga fase di debolezza. Dal terzo trimestre 2022 al terzo trimestre 2024, i rendimenti degli immobili commerciali sono scesi del 18,5% nonostante una crescita dell'8% del reddito operativo netto,<sup>75</sup> evidenziando una disconnessione e una potenziale opportunità. Ci concentriamo su settori con fondamentali solidi e duraturi—soprattutto affitti e industriale—trainati rispettivamente dalla tendenza verso l'affitto (anziché la proprietà) e dalla reindustrializzazione statunitense. Riteniamo che queste tendenze ridisegneranno il settore immobiliare per gli anni a venire.

### 3.

## Hedge fund e strategie alternative liquide meno correlate

Un dato illustra il potenziale degli alternativi liquidi (strategie come trend following, long-short equity e global macro in un formato più liquido) e di alcuni hedge fund per migliorare i rendimenti e mitigare il rischio inflazionario: negli ultimi dieci anni, un portafoglio 60/30/10, con il 10% in alternativi, ha generato rendimenti superiori al 60/40 quasi il 70% delle volte, e ha sovraperformato in ogni occasione dal 2021, quando l'inflazione ha iniziato a salire in modo significativo.

Dal 1990, nei trimestri in cui azioni e obbligazioni sono scesi, i macro hedge fund hanno generato un rendimento medio annualizzato del 3%, contro una perdita media del 14% per il portafoglio 60/40. Oggi, le strategie hedge fund beneficiano di una dinamica di mercato migliorata: la dispersione azionaria è più elevata, la correlazione implicita è più bassa e il rischio idiosincratico è più alto. In altre parole, più titoli si muovono per motivi specifici (idiosincratici) e non sistemici. Per i gestori abili, livelli più elevati di rischio idiosincratico creano un ambiente fertile per la selezione dei titoli.

Sia le strategie alternative liquide che gli hedge fund possono offrire accesso a asset e tecniche differenti (ad esempio, arbitraggio e titoli distressed non disponibili nei portafogli standard), fornendo così esposizione a fonti di rendimento non tradizionali. Oggi abbiamo una particolare convinzione nelle strategie relative value e discretionary macro, in cui la selezione del gestore è cruciale per i risultati del portafoglio.

Considerata la possibilità di un contesto inflazionario più persistente e volatile, riteniamo che gli investitori debbano concentrarsi su asset caratterizzati da una volatilità inferiore rispetto alle azioni, ma con una correlazione positiva con l'inflazione. Questo approccio aiuterà a mantenere il potere d'acquisto, mitigare i drawdown e, in generale, rendere i portafogli più resistenti. Forse l'esposizione più difficile da trovare per un investitore è quella che può performare bene in un ambiente in cui l'inflazione resta elevata e la crescita rallenta. Sulla base degli esempi storici, oro e strategie hedge fund diversificate offrono i risultati più incoraggianti.

Anche in uno scenario di base in cui le banche centrali riescono a mantenere l'inflazione vicina agli obiettivi, i potenziali rendimenti di queste strategie rappresentano un percorso prudente per la gestione del rischio. All'interno dei mercati azionari, una curva dei rendimenti più ripida potrebbe favorire le banche, che rimangono uno dei nostri settori azionari preferiti.

Valutate le caratteristiche specifiche degli asset e considerate come possano (o meno) integrarsi con gli altri strumenti presenti nel portafoglio. Gli hedge fund meno correlati e le strategie alternative liquide presentano profili di liquidità e volatilità molto diversi rispetto al reddito fisso core. Di conseguenza, raccomandiamo che l'esposizione a queste tipologie di asset non superi il 25% dell'allocazione tradizionale al reddito fisso.

---

72 U.S. Energy Information Administration. *U.S. energy facts explained*. Dati 2023.

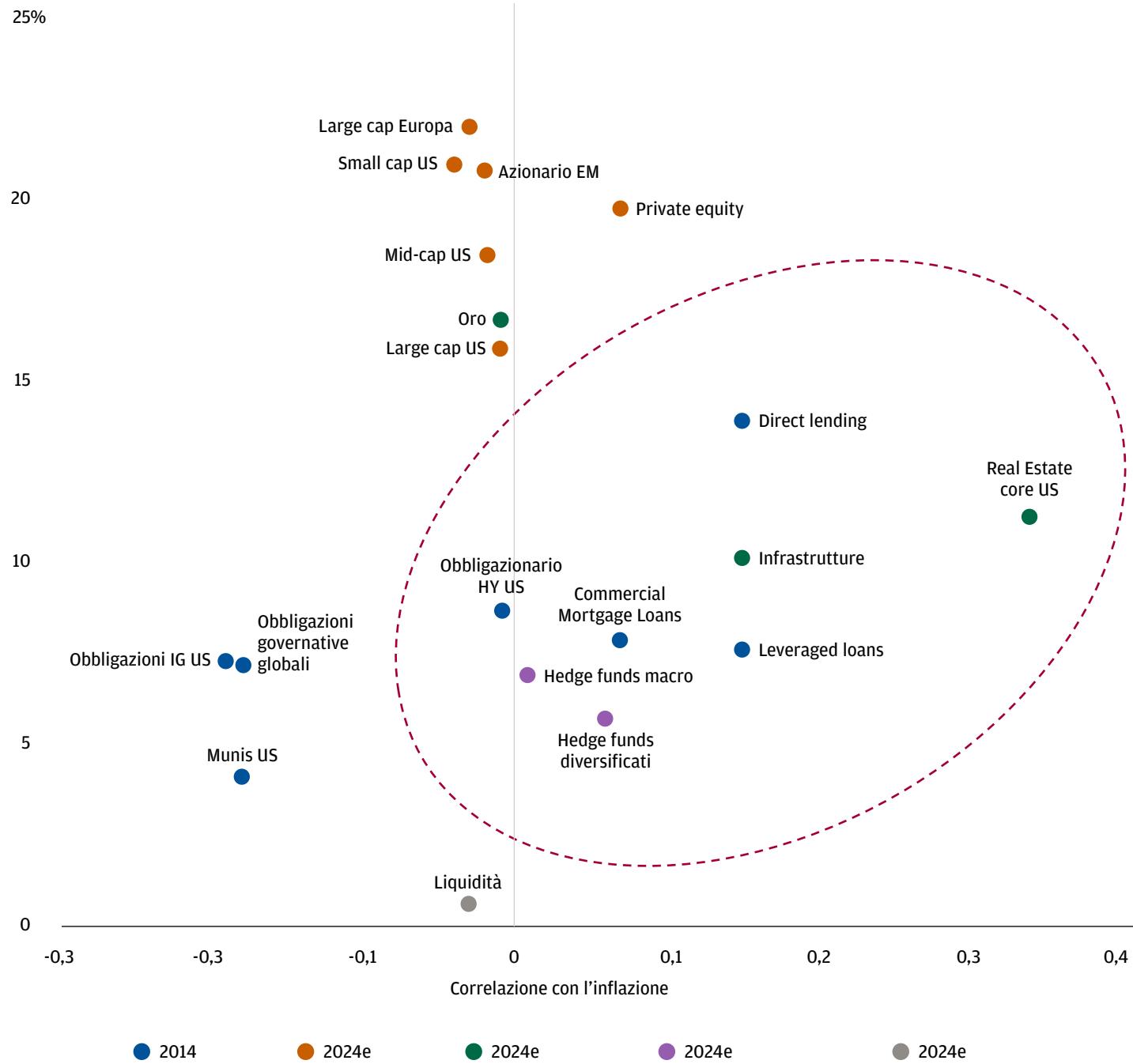
73 MSCI, Bloomberg. Dati disponibili a giugno 2025.

74 MSCI. Ultimi dati disponibili a giugno 2025.

75 J.P. Morgan Asset Management–Real Estate Americas. Dati aggiornati al 31 dicembre 2024.

**PER MITIGARE IL RISCHIO DI INFLAZIONE, GLI INVESTITORI DEVONO CONSIDERARE LA POSSIBILITÀ DI CONCENTRARSI SU COMMODITIES, REAL ASSETS E ALCUNE STRATEGIE ALTERNATIVE**

Volatilità



Fonte: J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Dati al 30 settembre 2025.

# Conclusione: Una nuova era per gli investitori

Gli investitori si stanno avventurando in una nuova era, ricca di opportunità ma anche di pressioni. L'IA annuncia una trasformazione profonda, ma porta con sé rischi di sovrainvestimento, eccessivo entusiasmo e disruption nel mercato del lavoro. La globalizzazione sta cedendo il passo alla frammentazione, aumentando l'importanza di supply chains resilienti e risorse critiche. L'inflazione, pur meno visibile, resta una minaccia persistente al potere d'acquisto di lungo termine.

Attraverso una pianificazione mirata, un'analisi rigorosa e la forza della nostra piattaforma globale, possiamo aiutarvi a navigare questi cambiamenti, trasformando le evoluzioni strutturali in vantaggi strategici per voi e la vostra famiglia.



# La nostra missione

Il gruppo Global Investment Strategy offre i migliori consigli d'investimento del settore per aiutare i clienti a raggiungere i loro obiettivi a lungo termine. Attraverso la vasta conoscenza ed esperienza dei suoi economisti, strategisti di mercato ed esperti di classi di attivo, il Gruppo fornisce una prospettiva unica sui mercati finanziari globali.

**EXECUTIVE SPONSORS**

**Clay Erwin**

Global Head of Investment Sales & Trading

**Stephen Parker**

Co-Head of Global Investment Strategy

**Grace Peters**

Co-Head of Global Investment strategy

**Anton Pil**

Head of Global Alternative Solutions

**GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP**

**Elyse Ausenbaugh**

Global Investment Strategist

**Christopher Baggini**

Global Head of Equity Strategy

**Weiheng Chen**

Senior APAC Strategist

**Nur Cristiani**

Head of LatAm Investment Strategy

**Madison Faller**

Senior EMEA Strategist

**Stephen Jury**

Global Commodity Strategist

**Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

**Joe Seydl**

Senior Markets Economist

**Sitara Sundar**

Head of Alternative Investment Strategy

**Brigid Whelan**

Head of Investment Content Strategy

**Alex Wolf**

Global Head of Macro & FICC Strategy

**Erik Wytenus**

Head of EMEA Investment Strategy

**Samuel Zief**

Senior Macro & FX Strategist

### DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI

**Nota:** Gli indici hanno solo scopo illustrativo, non sono prodotti di investimento e non possono essere considerati per investimenti diretti. Gli indici sono uno strumento intrinsecamente debole dal punto di vista predittivo o comparativo.

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

#### **Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y)**

**Index:** misura la performance dei titoli di Stato espressi in Euro emessi dai Paesi dell'Eurozona con scadenze comprese tra i sette e i dieci anni. Funge da benchmark per gli investimenti in obbligazioni governative a medio termine nell'Eurozona.

**Bloomberg Global Aggregate Index:** un benchmark completo per i mercati globali dei titoli di debito a tasso fisso con rating investment grade, che comprende gli indici US Aggregate, Pan-European Aggregate e Asian-Pacific Aggregate. Comprende un'ampia gamma di sottoindici standard e personalizzati suddivisi per liquidità, settore, qualità e scadenza.

**Bloomberg US Aggregate Bond Index:** un benchmark esaustivo per il mercato obbligazionario statunitense investment grade, denominato in dollari, a tasso fisso e soggetto a imposizione fiscale. Comprende emissioni obbligazionarie tassabili con rating BBB o superiore, con scadenza pari o superiore a un anno e un valore nominale in circolazione pari o superiore a 100 milioni di dollari. L'indice comprende titoli del Tesoro, titoli governativi e societari, MBS (pass-through a tasso fisso di agenzie), ABS e CMBS di agenzie e non.

**Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield Index:** indice che replica l'andamento delle obbligazioni societarie a tasso fisso, ad alto rendimento ed espresse in dollari statunitensi. Comprende titoli con rating Ba1/BB+/BB+ o inferiore assegnato da Moody's, Fitch e S&P, esclusi i titoli obbligazionari emessi da emittenti classificati come mercati emergenti da Bloomberg.

**Bretton Woods (Accordo Bretton Woods):** accordo finanziario internazionale storico stipulato nel 1944, che ha creato un sistema di tassi di cambio fissi e ha portato alla fondazione del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e della Banca Mondiale. Il sistema mirava a promuovere la stabilità economica globale e la cooperazione dopo la seconda guerra mondiale, ma è stato sostituito dai tassi di cambio fluttuanti negli anni '70.

**Spese in conto capitale (capex):** indica i fondi che un'azienda stanzia per acquisire o migliorare beni materiali quali immobili, edifici industriali o attrezzature. Queste spese sono spesso utilizzate per avviare nuovi progetti o investimenti, aumentando il valore a lungo termine dell'azienda.

**Cloud computing:** fornitura di servizi informatici, quali archiviazione, software e potenza di elaborazione, tramite Internet ("il cloud") anziché tramite server locali o dispositivi personali. Il cloud computing consente agli utenti e alle aziende di accedere alle risorse tecnologiche on demand, spesso pagando solo al consumo, e garantisce maggiore flessibilità e scalabilità.

**EBITDA:** acronimo di Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (utile prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e dell'ammortamento), è un indicatore utilizzato per misurare la redditività operativa e il flusso di cassa di un'azienda. Si calcola considerando il reddito netto e aggiungendo gli interessi, le imposte, gli ammortamenti e le spese di ammortamento.

**Indice di produttività del lavoro dell'Unione Europea:** misura l'efficienza del lavoro nell'UE valutando la retribuzione reale per dipendente. Questo indice valuta l'efficacia con cui il fattore lavoro contribuisce alla produzione economica, fornendo informazioni dettagliate sulle prestazioni economiche e sulla competitività della regione.

**FTSE EPRA NAREIT Global REITs Index:** Indice che traccia l'andamento dei fondi di investimento immobiliare (REIT) quotati in borsa a livello mondiale, fornendo una visione completa del mercato immobiliare globale in vari settori e regioni.

**G-7 (il Gruppo dei Sette):** forum informale che riunisce le sette principali economie avanzate del mondo, ovvero Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Il G-7 si riunisce regolarmente per discutere e coordinare la politica economica, le questioni globali e la cooperazione internazionale.

**MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index:** monitora le performance degli asset infrastrutturali privati in tutto il mondo, quali trasporti, energia e servizi pubblici. L'indice viene aggiornato trimestralmente e fornisce agli investitori un parametro di riferimento per i rendimenti e le tendenze del mercato globale delle infrastrutture private, rispecchiando le variazioni dei valori patrimoniali e dei redditi generati da queste strutture essenziali.

## DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI

**NASDAQ (U.S.):** la NASDAQ è una delle principali borse valori statunitensi, nota per la sua piattaforma di trading elettronico e per il suo focus sulle aziende tecnologiche e orientate alla crescita. Ospita l'indice NASDAQ-100, che comprende 100 delle più grandi società non finanziarie quotate in borsa, rendendolo un indicatore chiave dell'andamento del settore tecnologico.

**OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico):** organizzazione internazionale composta principalmente da Paesi sviluppati che opera per promuovere politiche volte a migliorare il benessere economico e sociale in tutto il mondo. L'OCSE fornisce ricerche, analisi e una piattaforma per la collaborazione tra i governi su questioni quali la crescita, il commercio, l'istruzione e la governance.

**Personal Consumption Expenditures (PCE) Index:** misura complessiva dei prezzi pagati per beni e servizi dai residenti negli Stati Uniti o per loro conto. Consente di rilevare efficacemente l'inflazione o la deflazione in un ampio spettro di spese dei consumatori e riflette i cambiamenti nel comportamento di consumo.

**Privilegiate:** tipo di azioni che in genere paga dividendi fissi e ha la priorità sulle azioni ordinarie in caso di liquidazione della società. Le azioni privilegiate di solito non danno diritto di voto, ma offrono agli investitori un reddito più prevedibile e un diritto di prelazione sulle attività superiore rispetto agli azionisti ordinari.

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

**SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication):** rete di messaggistica globale che le banche e altre istituzioni finanziarie utilizzano per trasmettere in modo sicuro informazioni e istruzioni per pagamenti e altre transazioni. SWIFT non trasferisce denaro direttamente, ma consente una comunicazione rapida e standardizzata tra gli istituti finanziari di tutto il mondo.

**U.S. 10-Year Treasury Yield:** tasso di interesse pagato dal governo degli Stati Uniti sui suoi titoli del Tesoro a 10 anni. È un parametro di riferimento fondamentale per altri tassi di interesse e riflette il sentimento degli investitori riguardo alle condizioni economiche future e all'inflazione.

**U.S. Labor Productivity Index:** misura l'efficienza della manodopera nel settore commerciale non agricolo degli Stati Uniti calcolando la produzione reale per ora lavorata. Questo indice riflette l'efficacia con cui il fattore lavoro viene convertito in risultato economico, fungendo da indicatore chiave della produttività e della performance economica.

***JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions***

Date le complessità del calcolo del rapporto di rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul buon senso, oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa nel definire le strategie di allocazione. Si prega di notare che tutte le informazioni riportate si basano su analisi qualitative. Si sconsiglia di fare affidamento esclusivamente su di esse. Queste informazioni non costituiscono un consiglio di investimento in una particolare classe di attività o strategia né una promessa di rendimenti futuri. Si noti che queste ipotesi relative alle classi di attività e alle strategie sono solo passive e non tengono conto dell'impatto della gestione attiva. I riferimenti ai rendimenti futuri non costituiscono promessa né stima dei rendimenti effettivi che un portafoglio cliente potrebbe ottenere. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non devono essere considerate come raccomandazioni per l'acquisto o la vendita di titoli. Le previsioni sull'andamento dei mercati finanziari basate sulle attuali condizioni di mercato rappresentano il nostro giudizio e sono soggette a modifiche senza preavviso. Riteniamo che le informazioni qui fornite siano affidabili, ma non ne garantiamo l'accuratezza o la completezza. Il presente materiale è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e non intende fornire, né deve essere considerato affidabile ai fini di consulenza contabile, legale o fiscale. I risultati delle ipotesi sono forniti solo a scopo illustrativo/divulgativo e sono soggetti a limitazioni significative. 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 dipendono da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, come in 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 attivi non rappresentano una garanzia dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, gli investitori potenziali non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel decidere se investire. 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. Gli assunti del modello sono solo passivi 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 e i giudizi espressi nel presente documento non sono da intendersi come consigli o raccomandazioni di acquisto o di vendita di strumenti finanziari 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 unicamente a scopo informativo, sono basate su determinate 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 prendere una decisione d'investimento e non va utilizzato per valutare i vantaggi dell'investimento in determinati titoli o prodotti. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili e di stabilire, con l'assistenza dei propri consulenti finanziari di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti agli obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di aver ottenuto tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e che il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti, possono subire oscillazioni a seconda delle condizioni di mercato e delle convenzioni tributarie e che il capitale restituito agli investitori può essere inferiore a quello inizialmente investito. I rendimenti e la performance pregressi non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali e futuri.

## **INFORMAZIONI IMPORTANTI**

### **Rischi principali**

**Obbligazioni ad alto rendimento** – Le obbligazioni ad alto rendimento (con rating pari o inferiore a BB+/Ba1) comportano un rischio maggiore, poiché hanno un rating inferiore all'investment grade o potrebbero non avere alcun rating, il che implica un rischio più elevato di insolvenza dell'emittente. Inoltre, il rischio di declassamento del rating è più elevato per le obbligazioni ad alto rendimento rispetto alle obbligazioni investment grade. Investire in strumenti alternativi comporta rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali e questo tipo di approccio è adatto solo a investitori sofisticati.

Gli investimenti alternativi comportano rischi maggiori rispetto agli investimenti tradizionali e non devono essere considerati un programma di investimento completo. In genere non sono efficienti dal punto di vista fiscale e prima di investire gli investitori devono consultare il proprio consulente fiscale. Gli investimenti alternativi comportano commissioni più elevate rispetto agli investimenti tradizionali e possono anche presentare un elevato effetto leva e ricorrere a tecniche di investimento speculative, che possono amplificare il potenziale di perdita o guadagno dell'investimento. Il valore degli investimenti può sia aumentare che diminuire e gli investitori potrebbero recuperare una somma inferiore all'importo inizialmente investito. I prodotti strutturati comportano l'uso di derivati. Si raccomanda di non investire in tali prodotti se non li si comprendono interamente e non si è disposti ad assumersi i rischi che essi comportano. I rischi più comuni includono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, il rischio di sviluppi di mercato sfavorevoli o imprevisti, il rischio di qualità creditizia dell'emittente, il rischio di mancanza di standard uniformi di determinazione dei prezzi, il rischio di eventi avversi che interessano eventuali obbligazioni di riferimento sottostanti, il rischio di elevata volatilità, il rischio di illiquidità/di mercato secondario minimo o assente e conflitti di interesse. Prima di investire in un prodotto strutturato, gli investitori devono esaminare il documento di offerta, il prospetto o il supplemento al prospetto per comprendere i termini effettivi e i principali rischi associati a ciascun singolo prodotto strutturato. Eventuali pagamenti su un prodotto strutturato sono soggetti al rischio di credito dell'emittente e/o del garante. Gli investitori possono perdere l'intero investimento, ovvero subire una perdita illimitata. L'elenco dei rischi sopra riportato non è completo. Per un elenco più completo dei rischi associati a questo particolare prodotto, rivolgersi al proprio team J.P. Morgan.

In caso di dubbio sui rischi legati al prodotto, si consiglia di approfondire la questione con l'intermediario o avvalersi di una consulenza professionale indipendente. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Gli investimenti nei mercati emergenti potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I mercati emergenti comportano rischi e una maggiore volatilità. Le fluttuazioni dei cambi e le differenze nelle politiche fiscali e contabili dei paesi esterni agli Stati Uniti possono far salire o scendere i rendimenti. Alcuni mercati esteri potrebbero non avere una stabilità politica ed economica comparabile a quella degli Stati Uniti e di altri paesi. Gli investimenti nei mercati emergenti tendono a risentire di maggiore volatilità.

Gli investimenti in materie prime possono comportare livelli superiori di volatilità rispetto agli investimenti in titoli tradizionali. Il valore delle materie prime può essere influenzato da fattori quali: modifiche nell'andamento del mercato in generale, volatilità degli indici di materie prime, oscillazioni dei tassi d'interesse o fenomeni riguardanti un determinato settore o prodotto, quali siccità, inondazioni, condizioni meteorologiche, malattie del bestiame, embargo, dazi doganali e sviluppi sul fronte economico, politico e normativo internazionale. L'investimento nelle materie prime offre l'opportunità di un aumento dei rendimenti ma, allo stesso tempo, comporta la possibilità di incorrere in perdite maggiori. Non tutte le strategie su opzioni sono adatte a tutti gli investitori. Alcune strategie possono esporre gli investitori a rischi e perdite potenziali significativi. Si invitano gli investitori a valutare con attenzione se le opzioni, i prodotti o le strategie ad esse correlati siano adeguati alle loro esigenze.

UNICAMENTE A SCOPO INFORMATIVO –JP. Morgan Securities LLC non promuove, consiglia, trasmette, vende o effettua transazioni in alcun tipo di valuta virtuale. NOTA: J.P. Morgan Securities LLC non svolge attività di intermediazione, mining, trasmissione, custodia, conservazione, vendita, scambio, controllo, amministrazione o emissione di alcun tipo di valuta virtuale, il che include qualsiasi tipo di unità digitale utilizzata come mezzo di scambio o forma di valore immagazzinato digitalmente.

### INFORMAZIONI IMPORTANTI

Le prospettive e le performance passate non sono garanzia di risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Per informazioni importanti, fare riferimento alle "Definizioni di indici e condizioni". Tutte le società citate sono mostrate solo a scopo illustrativo e non devono intendersi come una raccomandazione o avallo da parte di J.P. Morgan in questo contesto. Tutti i dati economici e di mercato riportati sono da intendersi a ottobre 2025 e sono stati ottenuti da Bloomberg Finance L.P. e FactSet, salvo diversa indicazione.

Il presente materiale ha finalità puramente informative e può fornire informazioni su alcuni prodotti e servizi offerti dalle attività di private banking, che fanno parte di JPMorgan Chase & Co. ("JPM"). I prodotti e i servizi descritti, e le commissioni, gli oneri e i tassi di interesse ad essi associati, sono soggetti a modifiche in base ai contratti di conto applicabili e possono differire in base alla sede. Non tutti i prodotti e i servizi sono offerti in tutte le sedi. Persone con disabilità e che richiedono ulteriore supporto nella visualizzazione del materiale possono contattare il proprio team J.P. Morgan o scrivere all'indirizzo e-mail accessibility.support@jpmorgan.com per ricevere assistenza. **Si raccomanda di leggere tutte le informazioni importanti.**

**Esclusivamente a fini illustrativi. Stime, previsioni e confronti si riferiscono alle date indicate nel materiale.**

### RISCHI E CONSIDERAZIONI GENERALI

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

### LIBERATORIA

Si ritiene che le informazioni contenute nel presente materiale siano affidabili; tuttavia, JPM non ne attesta né garantisce l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza e declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti o indiretti) derivanti dall'uso totale o parziale del presente materiale.

Non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia riguardo a calcoli, grafici, tabelle, diagrammi o commenti contenuti nel presente materiale, che vengono forniti esclusivamente a scopo illustrativo/di riferimento. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti nel presente materiale si basano sul nostro giudizio delle condizioni di mercato attuali e possono variare senza preavviso. JPM non si assume alcun obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nel presente materiale in caso di eventuale variazione delle stesse. I pareri, le opinioni, le stime e le strategie descritti in questa sede possono essere diversi da quelli espressi da altre divisioni di JPM o da pareri espressi per altri fini o in altri contesti; **il presente materiale non deve essere considerato un rapporto di ricerca.** I rischi e i risultati indicati si riferiscono unicamente agli esempi ipotetici citati; i rischi e i risultati effettivi variano in base alle circostanze specifiche. Le affermazioni prospettiche non dovrebbero essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri.

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

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

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

## DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI

Altri conflitti potrebbero scaturire dai rapporti che J.P. Morgan intrattiene con altri clienti o quando agisce per proprio conto.

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

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

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

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

### INFORMAZIONI SU ENTITÀ GIURIDICHE, NORMATIVE E MARCHI

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

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

In **Germania**, il presente materiale è pubblicato da **J.P. Morgan SE**, con sede legale in Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Francoforte sul Meno, Germania, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e soggetta alla

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

In **Italia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Succursale di Milano**, sede legale in Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE - Succursale di Milano è anche sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); è iscritta presso la Banca d'Italia come succursale di J.P. Morgan SE al numero 8076; numero di iscrizione presso la Camera di commercio di Milano: REA MI - 2536325. Nei **Paesi Bassi**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch**, con sede legale presso il World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Paesi Bassi, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch è inoltre autorizzata e supervisionata da De Nederlandsche Bank (DNB) e dell'Autoriteit Financiële Markten (AFM) nei Paesi Bassi. Registrata presso la Kamer van Koophandel come filiale di J.P. Morgan SE. con il numero 72610220. In **Danimarca**, il presente materiale è

## DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI

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

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

A **Hong Kong**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Hong Kong**, soggetto alla regolamentazione della Hong Kong Monetary Authority e della Securities and Futures Commission di Hong Kong. A Hong Kong cesseremo su Sua richiesta di usare gratuitamente i Suoi dati personali per i nostri fini di marketing. A **Singapore**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Singapore**, soggetto alla regolamentazione della Monetary Authority of Singapore. I servizi di negoziazione e consulenza e i servizi di gestione discrezionale degli investimenti sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Filiale di Singapore (come notificato). I servizi bancari e di deposito sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Filiale di Singapore (come notificato). Per quanto riguarda i materiali che costituiscono pubblicità di prodotti ai sensi del Securities and Futures Act e del Financial Advisers Act, il contenuto pubblicitario del presente documento non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. JPMorgan Chase Bank, N.A. è un'associazione bancaria nazionale costituita ai sensi delle leggi degli Stati Uniti e, in quanto persona giuridica, la responsabilità dei suoi azionisti è limitata. È registrata come società estera in Australia con il numero di registrazione australiano 074 112 011.

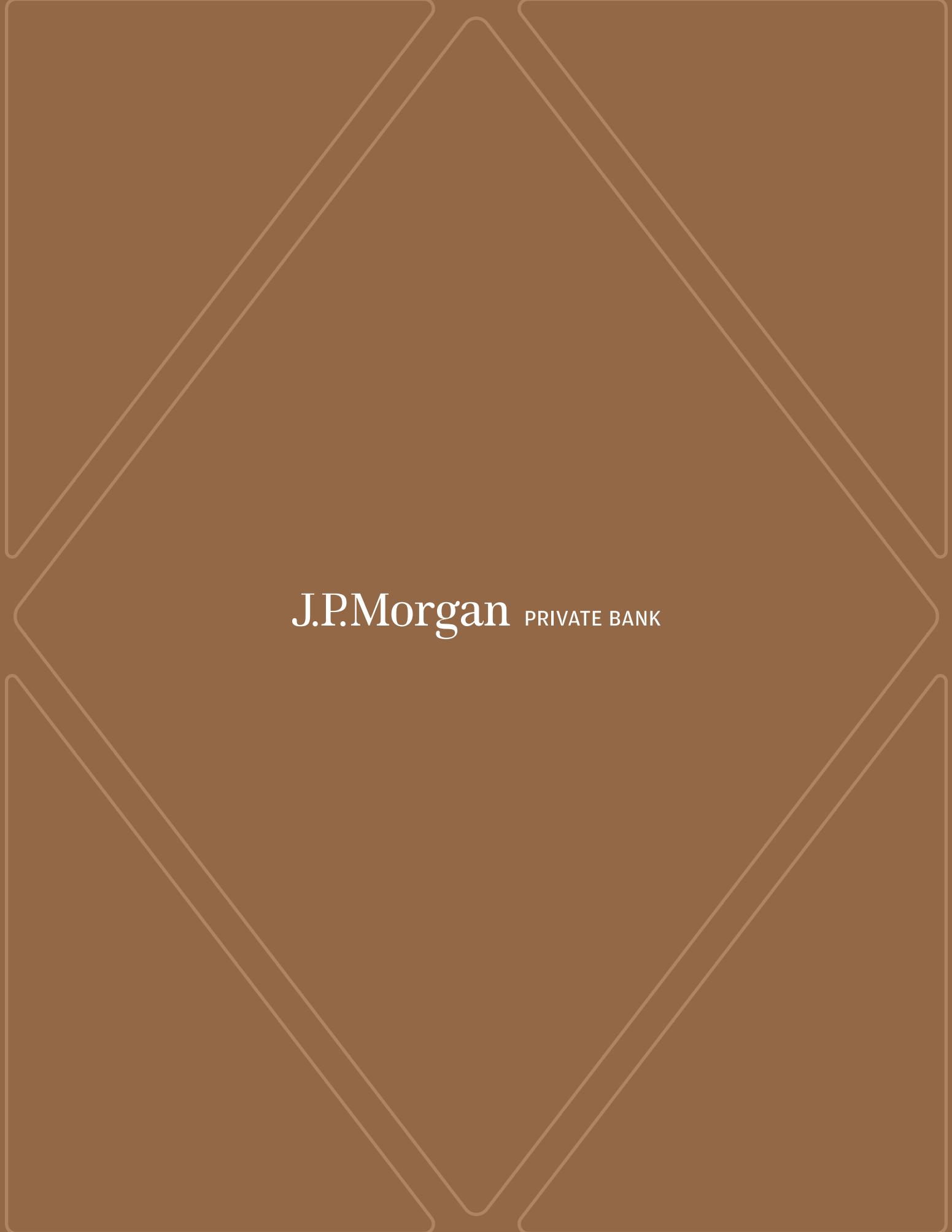
Con riferimento ai Paesi dell'**America Latina**, la distribuzione del presente materiale potrebbe essere soggetta a restrizioni in alcune giurisdizioni. Ci riserviamo il diritto di offrirLe e/o venderLe titoli o altri strumenti finanziari che potrebbero non essere registrati ai sensi delle leggi che regolamentano i valori mobiliari o altri strumenti finanziari nel Suo Paese di origine e non soggetti a offerta pubblica in conformità a tali leggi. I suddetti titoli o strumenti Le sono offerti e/o venduti solo a titolo privato. Ogni comunicazione che Le inviamo relativamente a tali titoli o strumenti, compresa, a titolo esemplificativo, la consegna di un prospetto, delle condizioni d'investimento o di altro documento, non è da intendersi come un'offerta di vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto di qualsivoglia titolo o strumento in qualunque giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione è illegale. Inoltre, i suddetti titoli o strumenti potrebbero essere soggetti a determinate restrizioni normative e/o contrattuali nei successivi trasferimenti ed è Sua esclusiva responsabilità accertarsi dell'esistenza di dette limitazioni e rispettarle. Se il contento della presente pubblicazione fa riferimento a un fondo, questo non può essere offerto pubblicamente in alcun Paese dell'America Latina senza la previa registrazione dei titoli del Fondo ai sensi delle leggi vigenti nella relativa giurisdizione.

## **DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI**

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

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

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

A faint watermark of the J.P. Morgan Private Bank logo is visible across the page. It consists of three overlapping chevrons pointing towards the center. The top chevron is light blue, the middle is light green, and the bottom is light orange. The logo is repeated twice, once on the left side and once on the right side of the page.

J.P.Morgan PRIVATE BANK