

PROSPETTIVE DI METÀ ANNO 2026

Un mondo in transizione

Cosa potrebbe andare storto,
e cosa potrebbe andare per il
verso giusto?



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

Oggi, gli investitori si trovano ad affrontare un contesto incerto. I mercati sono in continuo mutamento, scossi da notizie contrastanti e soggetti a profonde trasformazioni tecnologiche e geopolitiche. Alla base di questi cambiamenti vi è un mondo strutturalmente diverso rispetto a dieci anni fa, con implicazioni rilevanti per il posizionamento dei portafogli. In questa fase di volatilità, non ci affidiamo a un unico scenario.

Al contrario, l'outlook di metà anno 2026 prende in esame diverse traiettorie possibili.

I temi chiave individuati sei mesi fa nel nostro Outlook 2026 – frammentazione globale, inflazione e intelligenza artificiale – si sono evoluti rapidamente, diventando ancora più determinanti. Per ciascuno di essi valutiamo sia scenari favorevoli che avversi, identificando asset e strategie pensati per mantenere portafogli solidi, sia in un'ottica di crescita sia di stabilità.

Affrontiamo la seconda metà dell'anno con selettività, ma anche con un approccio costruttivo. Il nostro obiettivo non è prevedere gli shock. Puntiamo a costruire portafogli che possano aiutarvi a restare investiti con consapevolezza, anche in fasi di mercato difficili. Mercati sotto pressione possono offrire opportunità di ingresso agli investitori disciplinati.

Quanto segue raccoglie spunti di posizionamento per gli investitori e idee solide per un mondo in trasformazione. In sintesi, sebbene i mercati siano sottoposti a maggiori pressioni, riteniamo vi sia anche un potenziale maggiore.

La frammentazione globale e la fine del “dividendo della pace” hanno aumentato il costo della stabilità, ridefinendo le opportunità in alcuni mercati emergenti, nell'oro, nella difesa e nelle aziende che rafforzano la resilienza domestica. L'inflazione, in questo scenario, richiede un'esposizione agli asset reali e una visione più ampia di cosa significhi essere diversificati, includendo strategie alternative. Inoltre, con l'evoluzione dell'intelligenza artificiale, riteniamo che questa trasformazione sia ancora nelle fasi iniziali.

Siamo orgogliosi di essere il vostro partner finanziario e restiamo pienamente impegnati ad aiutarvi a mantenere il focus sui vostri obiettivi, anche in mercati in continua evoluzione.

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

◇ Investire in un contesto di frammentazione globale e tensioni geopolitiche

Guardare oltre gli scenari peggiori – valutare l’inserimento in portafoglio di titoli statunitensi e di alcuni mercati emergenti selezionati, nonché dei beneficiari dell’aumento della spesa per la sicurezza.

◇ Prepararsi a un’inflazione più persistente

Gli shock energetici sono l’ultima forza a innescare un’inflazione più elevata e volatile.

Pianificare con intenzionalità e diversificare oltre le azioni e le obbligazioni tradizionali, includendo asset reali e strategie hedge fund selezionate.

◇ Posizionarsi per un superciclo AI in continua evoluzione

L’adozione record dell’intelligenza artificiale sta generando reali guadagni di produttività.

Considerare l’esposizione ai beneficiari degli investimenti nei data center, esplorare i mercati privati ed evitare il software legacy più vulnerabile all’obsolescenza.

◇ Porre le domande difficili

Il mondo è strutturalmente diverso rispetto a dieci anni fa.

- La liquidità in portafoglio sta erodendo il vostro patrimonio?
- Il vostro portafoglio è stato sottoposto a stress test?
- Azioni e obbligazioni sono sufficienti per il prossimo ciclo di investimento?

Indice

Parte 1

Frammentazione: investire nell'incertezza

Cosa potrebbe andare storto?

- ◇ Le strozzature nel comparto energetico e dei semiconduttori
- ◇ Lo shock energetico evidenzia le sfide dell'Europa
- ◇ La relazione USA-Cina guida la politica industriale

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

- ◇ I mercati emergenti potrebbero beneficiarne
 - ◇ I mercati sviluppati potrebbero bilanciare globalizzazione e autosufficienza
 - ◇ Un *bull market* strutturale per gli asset cinesi
-

Parte 2

Inflazione: una minaccia persistente al potere d'acquisto

Cosa potrebbe andare storto?

- ◇ Gli anni '20 potrebbero replicare gli anni '70
- ◇ Uno shock sui prezzi dell'energia potrebbe scontrarsi con un'inflazione rigida

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

- ◇ La flessibilità del mercato del lavoro contrasta la crescita dei prezzi
 - ◇ Dazi e shock energetici potrebbero rivelarsi temporanei;
 - ◇ la disinflazione immobiliare è duratura
 - ◇ La competizione globale potrebbe contenere l'inflazione
-

Parte 3

Intelligenza artificiale: non sottovalutare il superciclo né il suo potenziale disinflazionistico

Cosa potrebbe andare storto?

- ◇ L'AI potrebbe sconvolgere il mercato del lavoro
- ◇ L'AI potrebbe stravolgere i modelli di business esistenti più rapidamente del previsto
- ◇ Le IPO potrebbero segnare il picco del ciclo

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

- ◇ Il ciclo di investimenti in AI potrebbe continuare a sostenere l'espansione
 - ◇ L'AI potrebbe generare guadagni di produttività e ampliamento dei margini, supportando le valutazioni
 - ◇ L'AI potrebbe aumentare la produttività, consentendo tassi d'interesse più bassi e un miglior rapporto debito/PIL
-

Conclusione

- ◇ Shock e dislocazioni creano punti di ingresso per investitori pazienti

Introduzione

L'economia globale è caratterizzata da tensioni tra forze contrapposte. In questo aggiornamento di metà anno dell'Outlook 2026, aggiorniamo le analisi sui mercati e sull'economia globale, sviluppando le opinioni formulate a inizio anno. All'epoca, avevamo identificato tre forze potenti e interconnesse — intelligenza artificiale, frammentazione e inflazione — come elementi definatori di una nuova frontiera di mercato. Finora, queste visioni si sono rivelate lungimiranti.

In questa edizione, esploriamo cosa potrebbe andare per il verso giusto e cosa potrebbe andare storto per questi temi chiave, identificando implicazioni operative per i portafogli.

Comprendere ciascuno di essi resta centrale per rafforzare il vostro piano patrimoniale di lungo termine e perseguire i vostri obiettivi finanziari.

Frammentazione

La frammentazione globale, inclusi i conflitti in Medio Oriente e nell'Europa orientale, ha comportato una rivalutazione degli asset rischiosi. I prezzi del petrolio greggio sono quasi raddoppiati, per poi invertire tale impennata, dall'inizio dell'anno. I principali mercati azionari hanno subito ribassi di circa il 10% e le azioni dei mercati emergenti hanno registrato una volatilità ancora maggiore. I mercati dei forward stanno prezzando nuovi cicli di rialzo da parte di alcune banche centrali.

E le probabilità di recessione sono oscillate. Anche in caso di risoluzione del conflitto, il danno iniziale alle infrastrutture energetiche e il premio di rischio sulle materie prime continueranno a generare attriti economici.

Riteniamo che gli investitori di lungo termine dovrebbero considerare questi momenti come opportunità per aumentare l'esposizione azionaria di lungo periodo.

Inflazione

L'inflazione è spesso alimentata da conflitti geopolitici – uno schema ben noto. Ma i problemi sono iniziati prima dello shock energetico di marzo. L'inflazione core e headline negli Stati Uniti era già vicina al 3%. Il rendimento della liquidità, al netto dell'inflazione, offriva un margine minimo. Ora, il divario tra i rendimenti della liquidità e l'inflazione si è ristretto e sembra destinato a ridursi ulteriormente.

Una tradizionale allocazione 60% azioni e 40% obbligazioni può essere messa sotto pressione da un'inflazione più volatile – entrambe le asset class potrebbero subire ulteriori ribassi se l'inflazione dovesse rivelarsi più persistente del previsto. Con l'ennesimo shock economico che si manifesta nell'era post-COVID, continuiamo a credere che il livello minimo dell'inflazione sia più elevato rispetto al periodo pre-pandemico e che la correlazione tra azioni e obbligazioni possa ora essere strutturalmente più alta.

Gli shock ricorrenti potrebbero essere la nuova normalità. Continuiamo a ricercare esposizioni di portafoglio che presentino una volatilità inferiore rispetto ai mercati azionari, ma che siano anche positivamente correlate all'inflazione – per potenzialmente generare rendimenti reali e mitigare i drawdown dovuti a shock inflazionistici.

Intelligenza artificiale

L'intelligenza artificiale potrebbe effettivamente rivelarsi una forza disinflazionistica significativa nel medio termine. Tuttavia, questo futuro potenziale – in cui i guadagni di produttività guidati dall'AI riducono il debito e il superciclo AI alimenta l'espansione globale e migliora la redditività aziendale – manca nell'attuale dibattito, che è ricco di contraddizioni. Mentre sui mercati privati la domanda di partecipazioni azionarie nei leader dell'intelligenza artificiale continua a mantenersi elevata, il mercato pubblico ha penalizzato le società che costruiscono data center, poiché gli investitori non sono convinti che questi investimenti saranno remunerativi.

Alcuni mettono in guardia dal rischio di “disoccupazione tecnologica” a causa della diffusione e adozione su larga scala dell'AI. Eppure, molte aziende di semiconduttori sono scambiate a multipli prezzo/utili (P/E) che suggeriscono che il ciclo di investimenti nei data center possa aver già raggiunto il picco. Il settore software potrebbe ricorrere a licenziamenti per aumentare l'efficienza, ma storicamente le transizioni tecnologiche tendono a creare più posti di lavoro di quanti ne distruggano.

Queste contraddizioni generano opportunità, soprattutto per gli investitori di lungo termine. Sebbene il conflitto in Medio Oriente sia stato il focus immediato dei mercati nella prima metà dell'anno, riteniamo che l'AI sia il motore più duraturo dei rendimenti. Le evidenze ci suggeriscono che l'AI sia un miglioratore di produttività, generatore di ricavi e amplificatore di margini e, anche se alcuni settori saranno soggetti a disruption, potrebbe comunque essere un creatore netto di posti di lavoro.

Con i mercati che riflettono una pressione crescente su tutti e tre i nostri temi principali, invitiamo gli investitori a porsi alcune domande critiche:

- ◇ **I depositi in liquidità stanno erodendo il vostro patrimonio?**
- ◇ **Il vostro portafoglio è stato sottoposto a stress test?**
- ◇ **Azioni e obbligazioni sono sufficienti per il prossimo ciclo di investimento?**

LE NOSTRE RISPOSTE:

Detenere liquidità sarà verosimilmente penalizzante, soprattutto considerando l'inflazione. Riteniamo che gli asset alternativi siano una necessità strategica per questa nuova frontiera. E il superciclo AI potrebbe essere solo all'inizio.

Il nostro *Outlook di metà anno 2026* esplora cosa potrebbe significare questa pressione per gli investitori – e gli scenari positivi che potrebbero offrire opportunità ai portafogli.

Parte 1

Frammentazione: investire nell'incertezza





Una delle conseguenze più evidenti della frammentazione globale è stata la chiusura dello Stretto di Hormuz. Innescata da un attacco congiunto USA–Israele contro l’Iran, ha portato al più grande shock sull’offerta di petrolio dalla Seconda Guerra Mondiale.¹

Anche i *bear markets* del 1990 e del 2022 sono stati associati a shock sui prezzi dell’energia dovuti a conflitti (la prima Guerra del Golfo e l’invasione russa dell’Ucraina). Gli investitori di oggi devono confrontarsi con una Casa Bianca che potrebbe commettere errori di calcolo, con potenziali conseguenze per l’economia globale. Anche se il conflitto sembra avviarsi verso una de-escalation, riteniamo che la durata della crisi sia stata sufficiente a causare un’inflazione più elevata e una crescita più bassa a livello mondiale.

Piuttosto che considerare i conflitti in Medio Oriente come shock isolati, sarebbe più opportuno contestualizzarli come la continuazione di trend che gli investitori monitorano dal periodo post COVID-19. Il mondo è diventato un luogo più frammentato e potenzialmente più pericoloso, e le reazioni dei policymaker stanno guidando mercati ed economie.

La politica commerciale statunitense è stata riconfigurata per riportare le catene di approvvigionamento in patria. I policymaker europei hanno concordato di raddoppiare o triplicare la spesa per difesa e infrastrutture in rapporto al PIL. La Cina ha posto tra i suoi obiettivi primari il perseguimento dell’indipendenza in risorse naturali ed energia, mantenendo al contempo la propria quota di esportazioni globali ed estendendo la propria influenza nel Sud globale.

¹ International Energy Agency, “Rapporto sul mercato petrolifero”, 14 aprile 2026.

FRAMMENTAZIONE: INVESTIRE NELL'INCERTEZZA

Queste decisioni stanno determinando gli esiti di mercato. Nel 2025, i titoli europei della difesa sono raddoppiati e le azioni globali legate alle risorse naturali hanno registrato un rally di quasi il 30% nello stesso periodo. Le azioni dei mercati emergenti hanno sovraperformato quelle dei mercati sviluppati dell'11% lo scorso anno. L'oro, da sempre considerato uno strumento di diversificazione contro i rischi geopolitici e i deficit sovrani, è salito di circa il 130% negli ultimi tre anni. Finora, i mercati azionari hanno resistito a questa riorganizzazione globale e alcune esposizioni tematiche hanno sovraperformato.

Tuttavia, il rischio è che le turbolenze geopolitiche continuino a creare instabilità su due input – petrolio e semiconduttori – cruciali per l'economia globale, i mercati finanziari e i flussi di capitale. (Le materie prime rappresentano un'altra vulnerabilità critica e correlata.)

Anche la lotta strategica tra Stati Uniti e Cina, così come gli *"headwinds"* strutturali dell'Europa, sono dinamiche fondamentali che gli investitori devono comprendere e interpretare. Allo stesso tempo, gli investitori di lungo termine sono stati storicamente premiati per aver investito durante periodi di incertezza geopolitica.

Consideriamo inoltre plausibile che questo periodo di sconvolgimenti possa potenzialmente lasciare spazio a un nuovo equilibrio, che consenta risk premium più bassi per i mercati emergenti, un'Europa più unita e una Cina più orientata agli azionisti. Non sappiamo se questo processo di frammentazione geopolitica porterà infine a un ordine mondiale più pacifico o più caotico. Ma crediamo di sapere quali asset, regioni e aziende potrebbero potenzialmente beneficiare in entrambi i casi.

Fondamentale, le condizioni di breve termine sembrano offrire un'opportunità interessante per gli investitori di lungo periodo di aumentare le proprie posizioni azionarie.



Cosa potrebbe andare storto?

1.

Le strozzature nel comparto energetico e dei semiconduttori

Uno dei rischi più tangibili per l'economia globale è la sua dipendenza da materiali critici che transitano attraverso specifiche aree geografiche. Questa dipendenza è particolarmente evidente in due aree: Taiwan e il Medio Oriente. Poiché queste regioni hanno forti legami con i settori dei semiconduttori e dell'energia, rappresentano potenziali punti di rottura in un'economia globale più frammentata. I conflitti in Medio Oriente costituiscono un rischio evidente per l'economia globale. Lo Stretto di Hormuz è cruciale per le esportazioni energetiche mondiali.

Circa 20 milioni di barili di petrolio transitano normalmente ogni giorno in questo stretto corridoio – fonte di circa un quinto del consumo globale di petrolio e quasi un quarto del commercio marittimo di greggio. Circa il 20% del gas naturale liquefatto (LNG) segue la stessa rotta.²

Nei giorni successivi ai primi attacchi USA e israeliani, i prezzi del greggio sono quasi raddoppiati e il prezzo dell' LNG in Europa è aumentato di quasi il 100% in due giorni. L'amministratore delegato di Qatar Energy ha dichiarato che oltre il 15% della capacità di LNG del Qatar potrebbe restare inattiva nei prossimi cinque anni, suggerendo un impatto prolungato anche in caso di de-escalation delle ostilità.

Qualsiasi blocco delle esportazioni genera impatti su prodotti correlati, come fertilizzanti, plastiche e persino semiconduttori. Il Qatar fornisce circa il 30% dell'elio mondiale,³ un gas fondamentale nei processi di fusione. Di conseguenza, le autorità sudcoreane hanno avvertito della possibilità di interruzioni nella produzione di chip.

Funzionari dal Sud Asia alla Danimarca hanno invitato i cittadini a ridurre l'uso dell'auto, le compagnie petrolifere statali indiane devono mantenere stabili i prezzi e i prezzi della benzina negli Stati Uniti sono saliti oltre i 4 dollari al gallone.⁴ È probabile che un premio di rischio geopolitico duraturo sia ormai incorporato nei prezzi dell'energia per il prossimo futuro. Sebbene la crescita globale sia diventata molto meno dipendente dal petrolio negli ultimi 50 anni, l'economia mondiale risente ancora dei prezzi elevati del greggio.⁵

I costi macroeconomici degli shock sull'offerta energetica incentivano i policymaker a investire in sistemi di generazione, trasmissione e stoccaggio dell'energia più diversificati (gas, nucleare, solare), sicuri e flessibili. Un approccio che potrebbe attenuare la vulnerabilità che la chiusura di Hormuz ha portato alla luce.

La disruption nei semiconduttori potrebbe essere più catastrofica

L'impatto economico causato dalla chiusura dello Stretto di Hormuz sarebbe certamente minore rispetto a ciò che accadrebbe se la capacità di Taiwan di produrre o trasportare semiconduttori venisse compromessa. TSMC di Taiwan produce oltre il 90% dei semiconduttori avanzati a livello mondiale. Taiwan importa inoltre circa il 90% della propria energia primaria e il 60% del proprio fabbisogno alimentare, lasciando l'economia strutturalmente esposta a un blocco.⁶

² U.S. Energy Information Administration, 31 marzo 2025.

³ U.S. Geological Survey, 2025.

⁴ Oxford Economics, "Asia Pacific: la disponibilità di energia è il principale rischio macro", 26 marzo 2026.

⁵ Michael Cembalest, "Eye on the Market - Energy Paper: Parole di battaglia", J.P. Morgan Asset & Wealth Management, marzo 2026.

⁶ Michael Cembalest, "Eye on the Market - Outlook 2026: Smothering Heights", J.P. Morgan Asset & Wealth Management, gennaio 2026.

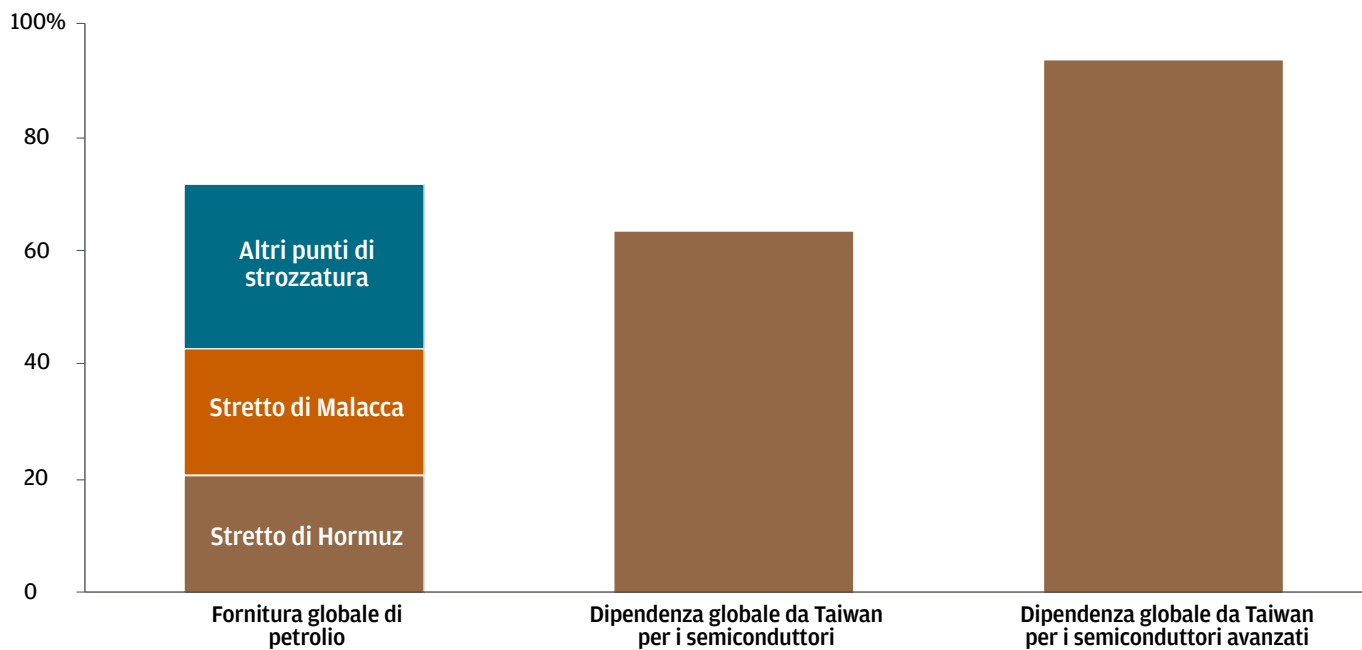
FRAMMENTAZIONE: INVESTIRE NELL'INCERTEZZA

Sebbene il presidente cinese Xi Jinping abbia, secondo quanto riportato, ordinato alle forze armate di essere pronte ad avere la capacità di prendere Taiwan entro il 2027, i mercati non stanno prezzando un'escalation imminente.⁷ I mercati predittivi attribuiscono una probabilità di circa l'11% a uno scontro militare prima del 2027 – e il *People's Liberation Army* manca di esperienza in combattimenti moderni, non essendo stato coinvolto in conflitti attivi da oltre 40 anni.

In ogni caso, la posta in gioco è elevatissima. Un blocco dello Stretto di Taiwan sconvolgerebbe l'ecosistema tecnologico globale e i mercati dei beni di consumo, probabilmente paralizzando TSMC. Gli economisti stimano che un blocco di Taiwan comporterebbe uno shock del -5% sulla crescita del PIL globale. Le aziende statunitensi potrebbero contare sulle scorte solo per pochi mesi. Una interruzione prolungata sarebbe probabilmente catastrofica per l'economia mondiale. Una stima dei costi di un blocco di Taiwan suggerisce che il PIL degli Stati Uniti potrebbe ridursi del 6,7% – un impatto paragonabile alla crisi finanziaria globale (GFC) – mentre quello della Cina potrebbe contrarsi del 17%.⁸

IL COMMERCIO DI PETROLIO E SEMICONDUTTORI DIPENDE DA PUNTI DI STROZZATURA

Dipendenza per area geografica, %



Fonti: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook, febbraio 2026, e analisi EIA basata su Vortexa tanker tracking e dati della Panama Canal Authority, utilizzando fattori di conversione e calcoli EIA. BP Statistical Review, ROC Taiwan, Global Guardian. Dati sul petrolio al 1° semestre 2025, dati sui semiconduttori al 2024. Note: Il commercio marittimo mondiale di petrolio esclude i volumi intra-paese, salvo quelli che transitano attraverso i punti di strozzatura globali e il Capo di Buona Speranza. Gli Stretti danesi non includono i flussi attraverso il Canale di Kiel. I dati per il Canale di Panama sono per anno fiscale (dal 1 ottobre al 30 settembre).

⁷ Congressional Research Service, "Taiwan: questioni di difesa e militari", 9 febbraio 2026.

⁸ "La contesa da 10.000 miliardi di dollari: modellizzare una guerra USA-Cina per Taiwan", Bloomberg Economics, 8 gennaio 2024.

Cosa potrebbe andare storto?

2.

Lo shock energetico evidenzia le sfide dell'Europa

La dipendenza energetica continua a rappresentare una sfida per l'Europa. L'economia si è diversificata dalla dipendenza dal gas naturale russo, ma ha spostato tale dipendenza verso Norvegia, Stati Uniti e paesi del Golfo.⁹ Sebbene la regione stia cercando forniture da Canada e produttori nordafricani, la diversificazione non equivale all'autosufficienza. I prezzi dell'elettricità in Europa sono da due a quattro volte superiori a quelli degli Stati Uniti, e gli shock dei prezzi dell'energia accentuano ulteriormente questo vincolo alla competitività europea.¹⁰

L'attuale conflitto ha anche un impatto significativo sulla politica monetaria europea. Lo shock sui prezzi dell'energia ha spinto l'inflazione verso l'alto, e la Banca Centrale Europea (BCE) e la Bank of England (BoE) hanno segnalato la possibilità di un rialzo dei tassi d'interesse, anche in assenza di un surriscaldamento dell'economia interna.

Avendo la stabilità dei prezzi come unico mandato, nessuna delle due banche centrali gode della stessa flessibilità della Federal Reserve, che ha il doppio mandato di bilanciare inflazione e piena occupazione. Sebbene gli shock esterni siano pressanti, gli "headwinds" strutturali alla crescita economica e all'innovazione permangono. La spesa pubblica europea per difesa e infrastrutture dovrà essere bilanciata con le preoccupazioni per gli elevati deficit. Tra i dieci paesi con il più alto rapporto debito/PIL, sei sono europei.¹¹

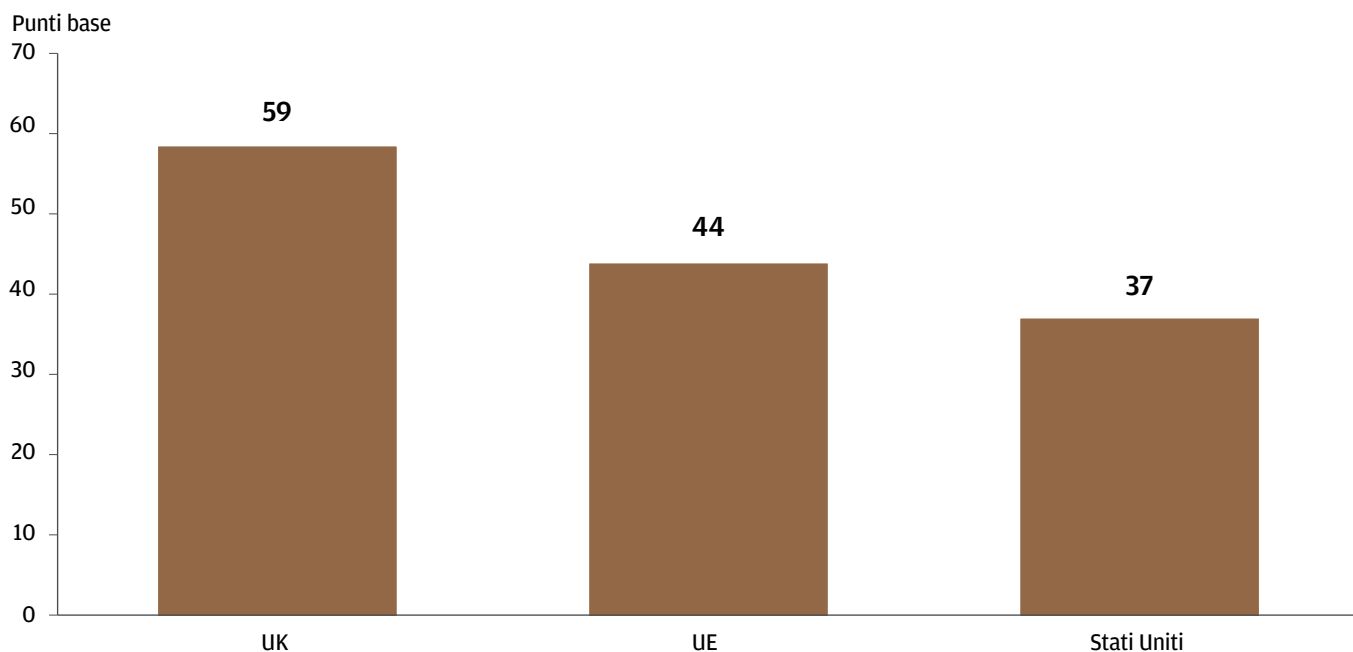
⁹ Gli Stati Uniti rappresentano circa il 27% delle importazioni di gas dell'UE, in aumento rispetto al 5% del 2021. Nuovi contratti potrebbero portare tale quota fino al 40% entro il 2030 – circa l'80% delle importazioni complessive di GNL – secondo l'Institute for Energy Economics and Financial Analysis.

¹⁰ Tom Fairless e Max Colchester, "La corsa europea all'energia verde ha tagliato le emissioni – e ha paralizzato l'economia", Wall Street Journal, 1 dicembre 2025.

¹¹ Tra questi figurano il Regno Unito e cinque Stati membri dell'UE: Grecia, Italia, Francia, Belgio e Spagna. FMI, 2024.

L'EUROPA HA DOVUTO RIPREZZARE PIÙ DEGLI STATI UNITI

Variazione dei tassi overnight impliciti per dicembre 2027, punti base



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 20 aprile 2026. Variazione misurata rispetto ai prezzi del 27 febbraio 2026.

FRAMMENTAZIONE: INVESTIRE NELL'INCERTEZZA

L'approvazione dei bilanci è diventata anche una questione politicamente delicata. I ripetuti stalli fiscali della Francia ne sono un esempio. Il Regno Unito, inoltre, rappresenta emblematicamente il dilemma, dovendo conciliare temi fiscali, sfide di produttività di lungo termine e mercati obbligazionari già diffidenti verso l'elevato debito pubblico. L'invecchiamento della popolazione eserciterà ulteriore pressione sugli equilibri di finanza pubblica.

L'Unione Europea (UE) già opera a velocità differenziate – non tutti gli Stati membri adottano l'euro o partecipano pienamente allo spazio Schengen, ad esempio.¹² Ulteriori tensioni tra il nucleo europeo e la periferia probabilmente creeranno vincitori e vinti. L'ascesa di partiti politici populistici e meno centristi suggerisce inoltre che potere e politiche potrebbero cambiare, forse già dopo le elezioni del 2026 che si terranno in otto Stati membri dell'UE.¹³

Separatamente, come ha sottolineato l'ex presidente della BCE Mario Draghi, l'innovazione in Europa è stata frenata dalla frammentazione normativa¹⁴ e dall'accesso limitato ai finanziamenti. La spesa in ricerca e sviluppo, pari a circa il 2,2% del PIL, è inferiore rispetto agli Stati Uniti (3,6%) e alla Corea (5,2%). La quota globale dell'UE sui ricavi da tecnologia è diminuita mentre quella degli Stati Uniti è aumentata, e la produttività europea è circa il 77% di quella statunitense. La quota dell'Europa sui flussi globali di investimenti diretti esteri si è dimezzata negli ultimi cinque anni. Gli investimenti di venture capital in Europa, pari allo 0,05% del PIL, sono un decimo di quelli statunitensi.¹⁵

¹² Opt-out formali da politiche e trattati dell'UE, attraverso meccanismi quali la "cooperazione rafforzata", consentono ad alcuni Paesi di procedere senza l'intero blocco, ma al contempo istituzionalizzano un'Europa a più livelli.

¹³ Cinque Stati membri dell'UE – Slovenia, Ungheria, Svezia, Lettonia e Danimarca – eleggono nuovi parlamenti nel 2026. Portogallo, Estonia e Bulgaria eleggono presidenti nel 2026.

¹⁴ L'UE conta 270 autorità di regolamentazione legate alla tecnologia e oltre 100 leggi in materia tecnologica.

¹⁵ Sharmila Whelan, "L'economia europea regge, ma aumentano i venti contrari", Haver Analytics, 8 ottobre 2025.



Cosa potrebbe andare storto?

3.

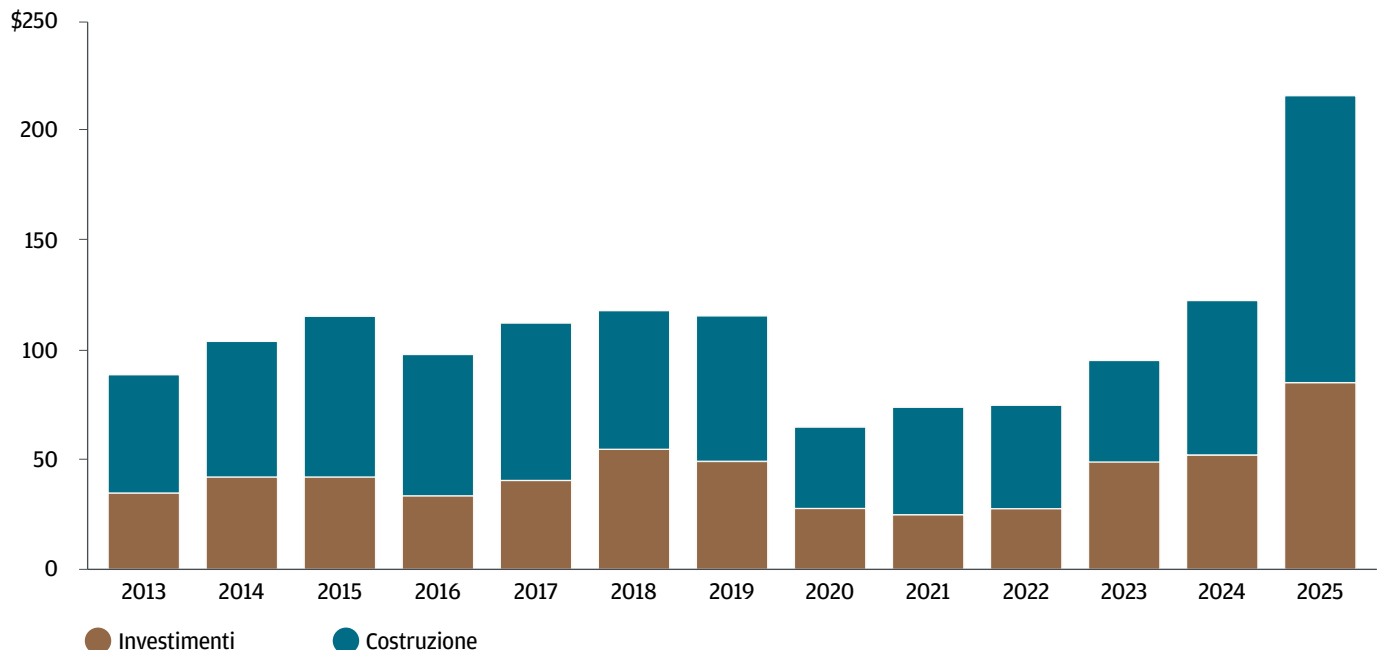
La relazione USA-Cina guida la politica industriale

Forse il fattore strutturale più rilevante della frammentazione globale è il rapporto di lungo termine tra Stati Uniti e Cina. Nel tempo, la competizione strategica si è espressa sempre più attraverso la politica industriale: controlli sulle esportazioni, regolamentazione orientata alla sicurezza, sussidi, priorità negli appalti pubblici e regole sulle “*catene di approvvigionamento alleate*” che determinano quali aziende possono partecipare. L'implicazione per gli investitori: i mercati potrebbero diventare più segmentati, con un divario crescente tra ecosistemi allineati agli Stati Uniti e quelli allineati alla Cina.

La Cina sta sfruttando questo momento per aumentare la propria influenza in regioni che storicamente gravitavano nell'orbita statunitense. Investimenti diretti esteri mirati e iniziative globali su larga scala (in particolare la *Belt and Road Initiative*) hanno ampliato la presenza finanziaria di Pechino. Secondo il Ministero del Commercio cinese, il 2025 è stato l'anno più attivo, in termini nominali, per gli investimenti nella *Belt and Road Initiative* dall'inizio del programma. La rilevanza per gli investitori non risiede tanto nel volume degli investimenti, quanto nelle relazioni durature che questi possono creare.

IL PIÙ GRANDE ANNO FINORA PER GLI INVESTIMENTI BELT AND ROAD?

Investimenti diretti non finanziari della Cina nei paesi della Belt and Road, miliardi di dollari



Fonte: Ministero del Commercio della Cina. Green Finance and Development Center. Dati al dicembre 2025.

FRAMMENTAZIONE: INVESTIRE NELL'INCERTEZZA

L'America Latina dimostra come la Cina stia costruendo legami profondi in quella che un tempo era considerata una roccaforte statunitense. Solo in Brasile, la Cina ha investito 53 miliardi di dollari nel 2025, e altri 50 miliardi in altri paesi latinoamericani dal 2020, sostenendo alleanze commerciali e relazioni di approvvigionamento di materie prime che rafforzano la posizione cinese.¹⁶ Il commercio degli Stati Uniti con il Sud America è passato da 270 miliardi di dollari nel 2010 a 378 miliardi nel 2025. Per confronto, quello della Cina è cresciuto da 158 miliardi a 438 miliardi nello stesso periodo.

In Europa, la presenza economica cinese è visibile nella quota significativa di importazioni di beni e in una serie di investimenti strategici in infrastrutture e industria, tra cui la partecipazione di maggioranza della compagnia di navigazione COSCO di Shanghai nel porto del Pireo in Grecia.

La presenza cinese include anche la ferrovia Budapest-Belgrado e progetti di batterie per veicoli elettrici (EV) in Ungheria. Persino nell'Artico, l'ambizione cinese della "Polar Silk Road" (in collaborazione con Mosca) segnala un crescente interesse nel plasmare le future rotte commerciali e l'accesso a risorse strategiche.

L'espansione dell'influenza economica cinese assume ancora più rilievo nell'attuale contesto geopolitico. I conflitti in Medio Oriente hanno distolto preziose risorse militari statunitensi dall'Asia, inclusi sistemi avanzati di difesa missilistica, marines e la presenza di portaerei e navi. Dichiarazioni pubbliche di funzionari in Giappone, Corea del Sud e Filippine suggeriscono una crescente preoccupazione per l'aumento della pressione militare e dell'influenza regionale cinese.

Anche senza uno scontro diretto, la percezione di una distrazione statunitense potrebbe accelerare strategie di hedging tra i partner, spingendoli a diversificare le relazioni di sicurezza, i legami commerciali e i modelli di approvvigionamento tecnologico.

Da quando gli Stati Uniti hanno aumentato i dazi sulle merci cinesi nel 2025, la Cina ha incrementato in modo significativo le esportazioni verso mercati non statunitensi e costruito nuove relazioni commerciali, in particolare nei mercati emergenti. Ad esempio, dal 2022 ad agosto 2025, la quota cinese di esportazioni di tecnologie a basse emissioni ("*clean tech*") verso le economie emergenti è salita dal 23% al 31%,¹⁷ sottolineando la crescente influenza della Cina nei mercati energetici globali, che potrebbe diventare ancora più rilevante dopo l'attuale shock energetico globale. Anche se le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono diminuite del 20% dal 2024 al 2025, la Cina ha aumentato le esportazioni complessive di quasi 200 miliardi di dollari. Secondo il JPMorganChase Center for Geopolitics, l'ultimo piano quinquennale del governo cinese "inquadrare la deglobalizzazione e la competizione come i principali motori dell'economia globale e di conseguenza dà priorità alla resilienza delle catene di approvvigionamento, all'autosufficienza tecnologica e alla modernizzazione militare".¹⁸

¹⁶ Green Finance and Development Center, 2025. Dal 2020 la Cina ha investito circa 30 miliardi di dollari in America Latina tramite l'iniziativa BRI; tale cifra esclude importanti investimenti regionali non-BRI, inclusi 53 miliardi di dollari in Brasile nel 2025 e 2,3 miliardi di dollari di IDE netti in Messico nel 2017-24, a sostegno di corridoi commerciali e relazioni di approvvigionamento di materie prime in grado di rafforzare la profondità strategica della Cina.

¹⁷ BloombergNEF, agosto 2025.

¹⁸ Derek Chollet, "Window on the World", JPMC Center for Geopolitics, 2 aprile 2026.



Gli Stati Uniti (e gli alleati) reagiscono, plasmando ecosistemi separati

Gli Stati Uniti stanno rispondendo attivamente. Quasi un decennio di politiche su tariffe più protezionistiche ha ridotto in modo significativo le importazioni dirette degli Stati Uniti dalla Cina (anche considerando che alcune merci cinesi raggiungono gli USA tramite triangolazioni con paesi terzi). Washington si è anche coordinata con alleati chiave – soprattutto Paesi Bassi e Giappone – per limitare l'export di apparecchiature avanzate per semiconduttori verso la Cina, e ha incoraggiato diversi partner (tra cui Regno Unito, Canada e Australia) a escludere il colosso tecnologico cinese Huawei dagli approvvigionamenti critici, citando motivi di sicurezza nazionale.

L'AI sarà centrale nell'evoluzione della relazione USA-Cina. I chip Nvidia, progettati negli Stati Uniti e prodotti a Taiwan, restano tra le tecnologie più strategiche dell'economia globale. Le politiche di export statunitensi si sono orientate sempre più verso restrizioni su determinati prodotti avanzati, con licenze concesse caso per caso e sotto condizioni stringenti.

Le notizie secondo cui laboratori di AI cinesi avrebbero tentato di acquisire chip soggetti a restrizioni tramite canali illeciti¹⁹ sottolineano un punto chiave per gli investitori: l'industria domestica cinese dei semiconduttori sta migliorando ma sembra ancora in ritardo sul fronte più avanzato. Colmare questo gap è ora una priorità nazionale cinese che riceve ingenti capitali e supporto politico.

Gli Stati Uniti hanno inoltre iniziato a contrastare l'influenza cinese in America Latina. In seguito al blitz statunitense che ha portato alla cattura del presidente venezuelano Nicolás Maduro, con l'obiettivo di instaurare un regime più favorevole agli interessi americani, la Corte Suprema di Panama ha dichiarato incostituzionale la gestione dei canali da parte di CK Hutchinson, società di Hong Kong, restituendo il controllo a Panama. Si tratta di un cambiamento sostanziale: Panama era stata uno dei partner strategici più vicini alla Cina nella regione.

La frammentazione come catalizzatore dei “campioni nazionali”

Oltre alle preoccupazioni immediate in materia di sicurezza, il rischio più profondo per gli investitori è una graduale consolidazione di un blocco economico centrato sulla Cina che compete accanto a uno allineato agli Stati Uniti – ciascuno con propri standard, catene di approvvigionamento e liste di fornitori “alleati”. È importante sottolineare che la Cina non ha bisogno di soppiantare completamente gli Stati Uniti per trarne vantaggio. Può beneficiare anche solo se i partner commerciali degli Stati Uniti adottano strategie di hedging, costruendo relazioni più profonde con Pechino, adottando standard influenzati dalla Cina o canalizzando maggiori investimenti verso catene di approvvigionamento allineate alla Cina.

Per i mercati, l'implicazione è strutturale: man mano che gli ecosistemi produttivi e commerciali si biforcano, i rendimenti potrebbero riflettere sempre più l'allineamento geopolitico e l'integrazione strategica, non solo la crescita e la redditività. L'accesso al mercato, le condizioni di finanziamento e l'intensità competitiva possono iniziare a divergere tra i diversi blocchi.

¹⁹ Thomas Howell, Sujai Shivakumar e Charles Wessner, “Riequilibrare i conti: controlli alle esportazioni della tecnologia statunitense dei chip verso la Cina”, Center for Strategic and International Studies, 21 febbraio 2024.

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

1. I mercati emergenti potrebbero beneficiarne

La frammentazione potrebbe rappresentare un'opportunità di lungo termine per i mercati emergenti. Il contesto macroeconomico è favorevole: indicatori come debito/PIL, inflazione e conti correnti dei paesi emergenti si sono rafforzati in modo significativo. Il volume medio delle riserve di petrolio dei paesi emergenti importatori è raddoppiato dalla fine del 2021. I tassi reali in quasi tutte le economie emergenti sono superiori a quelli statunitensi.²⁰

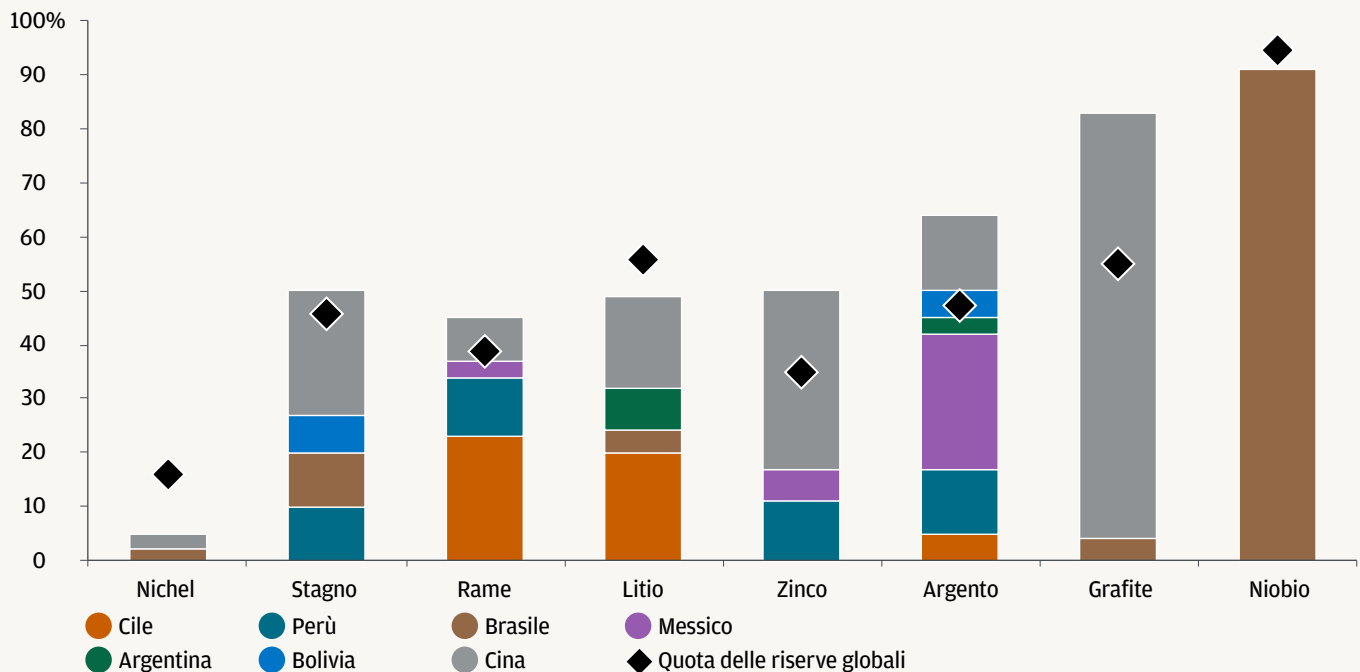
Questi buffer aiutano a spiegare perché il credito e le valute dei mercati emergenti hanno sovraperformato quelli europei durante lo shock energetico. Un'economia globale più frammentata potrebbe generare nuovo potere negoziale per i paesi emergenti – soprattutto per i paesi produttori di risorse e quelli con capacità manifatturiera scalabile o una posizione geografica strategica.

L'America Latina detiene una concentrazione unica di input per l'AI e la transizione energetica, essendo sede di oltre il 40% del rame mondiale e di quasi il 60% delle riserve conosciute di litio. La regione è inoltre ricca di nichel, materie prime, risorse agricole ed energetiche. Gli investimenti diretti all'estero (IDE) sono raddoppiati in vent'anni, con il Brasile come principale destinazione. La demografia favorevole e le solide infrastrutture logistiche di approvvigionamento potrebbero aiutare la regione a salire nella catena del valore.

Le banche centrali latinoamericane hanno dimostrato abilità nella gestione dell'inflazione, in alcuni casi con maggiore successo rispetto ai paesi sviluppati.²¹ L'impegno verso la politica monetaria e gli obiettivi di inflazione, tra gli altri fattori, ha consentito un apprezzamento sostenuto delle valute locali, portando a un regime di minore volatilità.

I PAESI EMERGENTI HANNO CIÒ CHE SERVE AL MONDO

Quota nella produzione e nelle riserve di minerali selezionati, %



Fonte: Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey. Dati al 31 dicembre 2022.

²⁰ Nel frattempo, anche il debito/PIL per le economie del nostro benchmark dei mercati emergenti è diminuito, dal 65% nel 2022 al 60% di oggi, e l'inflazione media è scesa sotto il 4%, secondo Bridgewater Associates.

²¹ Nonostante disavanzi fiscali elevati e consumi domestici robusti, i Paesi dell'America Latina hanno contenuto l'impennata inflazionistica post-COVID in media in 13 mesi – otto mesi più rapidamente rispetto a Stati Uniti ed Europa. Brasile, Messico, Colombia, Cile e Perù hanno gestito l'inflazione in modo più efficace.

Infine, il ciclo politico in America Latina indica il ritorno di governi più pragmatici e favorevoli al business rispetto ai predecessori populistici e di sinistra. Un ritorno allo stato di diritto e alla certezza degli investimenti potrebbe riaccendere gli investimenti domestici e portare a maggiori IDE, mentre le aziende globali sfruttano i vantaggi competitivi della regione per soddisfare una domanda mondiale crescente.

Le economie del Golfo stanno indirizzando le loro risorse economiche e l'abbondanza energetica nella costruzione di una base industriale a basso costo per l'era dell'AI. L'Arabia Saudita, dal 2019, ha dato priorità alla realizzazione di data center AI e ambisce a catturare una quota significativa del contributo dell'AI all'economia regionale.²² Esempi recenti di successo includono la partnership Humain-Blackstone da 3 miliardi di dollari per i data center.²³

I leader del Golfo dovranno affrontare sfide – tra cui scarsità d'acqua e geopolitica volatile. Diversi data center di Amazon in Bahrein, ad esempio, hanno subito danni a causa del conflitto. Questi sviluppi potrebbero anche innescare una nuova ondata di spesa per la sicurezza, in grado di convincere investitori internazionali del settore tecnologico e finanziario che i loro asset sono al sicuro. Un esito positivo sarebbe un Medio Oriente più sicuro e stabile.

L'Asia orientale domina la capacità manifatturiera per le infrastrutture critiche dell'AI, inclusa la produzione avanzata di semiconduttori a Taiwan (TSMC produce la maggior parte dell'offerta mondiale), la leadership sudcoreana nella capacità/potenza di memoria (75% della capacità globale)²⁴ e il primato cinese nell'estrazione (70%) e nella raffinazione (90%) delle terre rare.²⁵

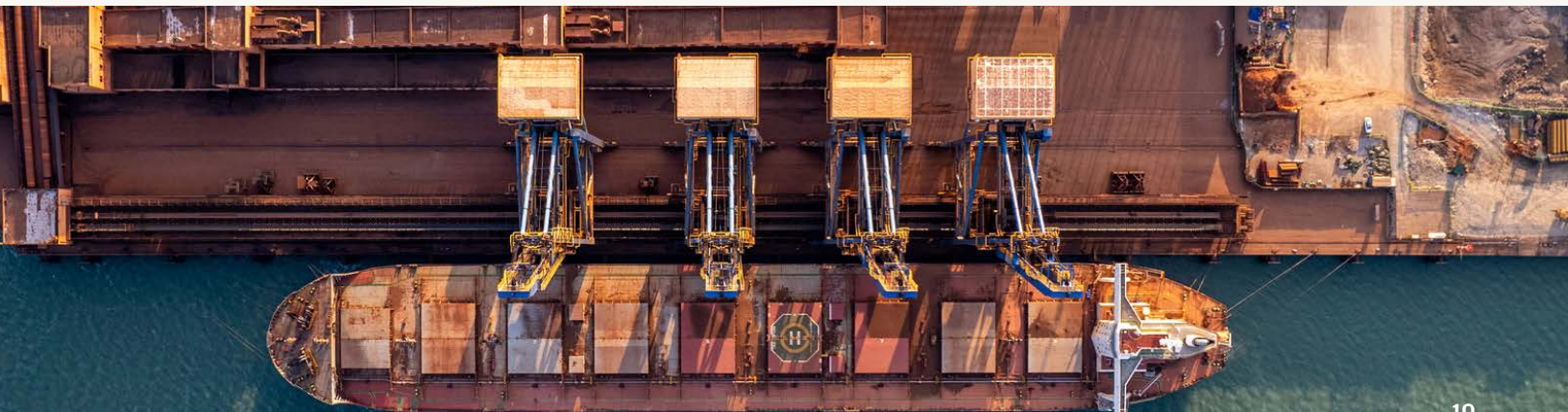
Se il ciclo di investimenti in AI dovesse proseguire – grazie all'aumento dell'intensità computazionale degli *agentic models*, all'ulteriore espansione dei data center da parte degli hyperscaler o all'adozione della robotica – la domanda per questi prodotti potrebbe replicare i trend dei supercicli passati. Ciò posizionerebbe i produttori dell'Asia orientale per catturare valore in modo sproporzionato attraverso il volume delle esportazioni e il potere di determinazione dei prezzi sugli input critici della supply chain AI.

²² Nel 2019, il Regno ha istituito la Saudi Data and Artificial Intelligence Authority.

²³ Altri traguardi rilevanti: 1,79 miliardi di dollari di investimenti sauditi in IA annunciati alla conferenza tech LEAP 2025 a Riyadh; il programma Mostaqbali di Oracle, che si prevede formerà 50.000 sauditi in IA entro il 2027; collaborazioni con Alibaba Cloud e il progetto Humain-Blackstone, che comprende tre grandi complessi con un costo atteso inferiore del 30% rispetto a quanto sarebbe negli Stati Uniti, e altro ancora.

²⁴ Jihye Lee, "La Corea avverte che un conflitto prolungato in Medio Oriente potrebbe danneggiare l'industria dei chip", Wall Street Journal, 5 marzo 2026.

²⁵ Gracelin Baskaran, "Le nuove restrizioni cinesi su terre rare e magneti minacciano le catene di fornitura della difesa statunitense", Center for Strategic and International Studies, 9 ottobre 2025.



Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

2.

I mercati sviluppati potrebbero bilanciare globalizzazione e autosufficienza

Sebbene intrinsecamente costosa, la frammentazione globale non deve necessariamente essere un elemento negativo. Lo scenario più costruttivo: le economie sacrificano intenzionalmente parte dei benefici di crescita ed efficienza in cambio di sicurezza e resilienza, mantenendo però legami economici e finanziari con partner affidabili.

La frammentazione, in questo caso, affinerrebbe piuttosto che smantellare la globalizzazione, portando a una migliore gestione del rischio geopolitico. Possiamo immaginare questa “frammentazione selettiva” in Europa e nelle Americhe. In Europa, i governi stanno già coordinando la sicurezza, portando a un raddoppio o triplicazione della spesa in difesa rispetto ai livelli del 2014, dopo anni di sotto investimento. Un ulteriore passo potrebbe essere l'integrazione degli appalti e delle catene di fornitura per la difesa.²⁶

Anche i mercati dei capitali possono partecipare, e stanno già contribuendo a costruire resilienza strategica. La *Security and Resiliency Initiative (SRI)* decennale da 1.500 miliardi di dollari lanciata da JPMorganChase lo scorso anno è progettata per finanziare settori come il calcolo quantistico, la sanità, l'AI e le infrastrutture energetiche.²⁷

Canada, Stati Uniti e Messico potrebbero essere anticipatori di questa frammentazione selettiva. Questo storico blocco economico vanta scambi regionali per circa 2.000 miliardi di dollari l'anno.²⁸ Le supply chains nordamericane, profondamente integrate, alimentano un ecosistema produttivo transfrontaliero²⁹ in cui le importazioni da un paese vengono spesso trasformate in prodotti finiti in un altro.

Nel 2025, il Messico ha superato la Cina nelle esportazioni di prodotti tecnologici avanzati verso gli Stati Uniti. Le esportazioni legate ai data center hanno superato per la prima volta quelle del settore automobilistico.³⁰

I vantaggi competitivi del blocco includono prossimità, scala, abbondanza di energia e materie prime, manifattura avanzata, mercati dei capitali profondi e quadri giuridici condivisi. Un'eventuale rinegoziazione dell'accordo USMCA sarà da monitorare attentamente.

Se la frammentazione dovesse evolvere positivamente, la globalizzazione non scomparirebbe. Le catene di approvvigionamento diventerebbero più affidabili, il capitale verrebbe indirizzato verso la resilienza e i blocchi commerciali economicamente allineati approfondirebbero la loro integrazione.

²⁶ “Spesa per la difesa dei Paesi NATO (2014-2025)”, Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord, 3 giugno 2025.

²⁷ JPMorganChase prevede che l'SRI impieghi fino a 10 miliardi di dollari tramite investimenti diretti in equity e venture. L'iniziativa più ampia è concepita per mobilitare attività di credito e capital markets nei comparti strategici.

²⁸ Office of the United States Trade Representative, 2022.

²⁹ Ad esempio, il 63% delle importazioni statunitensi dal Messico e il 72% di quelle dal Canada sono prodotti industriali impiegati in ulteriori fasi di lavorazione. National Association of Manufacturers, 12 novembre 2025.

³⁰ U.S. Census Bureau, febbraio 2026.

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

3. Un *bull market* strutturale per gli asset cinesi

Per gran parte dell'ultimo decennio, le azioni cinesi hanno sottoperformato rispetto ai peer regionali – l'indice MSCI China è rimasto indietro rispetto all'MSCI Asia ex-China – nonostante il PIL cinese sia cresciuto del 5-6% annuo e le autorità abbiano implementato ingenti stimoli, inclusi investimenti infrastrutturali e politiche accomodanti. La crescita non si è tradotta in performance di mercato.

Tuttavia, vi sono due motivi chiave per cui gli investitori globali dovrebbero considerare le azioni cinesi: le valutazioni e l'AI.

L'indice MSCI China quota al suo sconto più marcato rispetto all'MSCI Asia ex-China degli ultimi vent'anni. Con aspettative depresse e una esposizione limitata, le azioni cinesi offrono esposizione a potenziali beneficiari dell'AI. Questo vantaggio potrebbe alimentare un nuovo *bull market* per i titoli cinesi.

Il governo ha effettuato investimenti ingenti per costruire una posizione di leadership nell'AI, destinando decine di miliardi di dollari a istituti di ricerca e infrastrutture correlate. La Cina produce circa il 40% dei laureati STEM mondiali,³¹ e sette delle dieci invenzioni più rilevanti nell'AI generativa provengono dalla Cina.³²

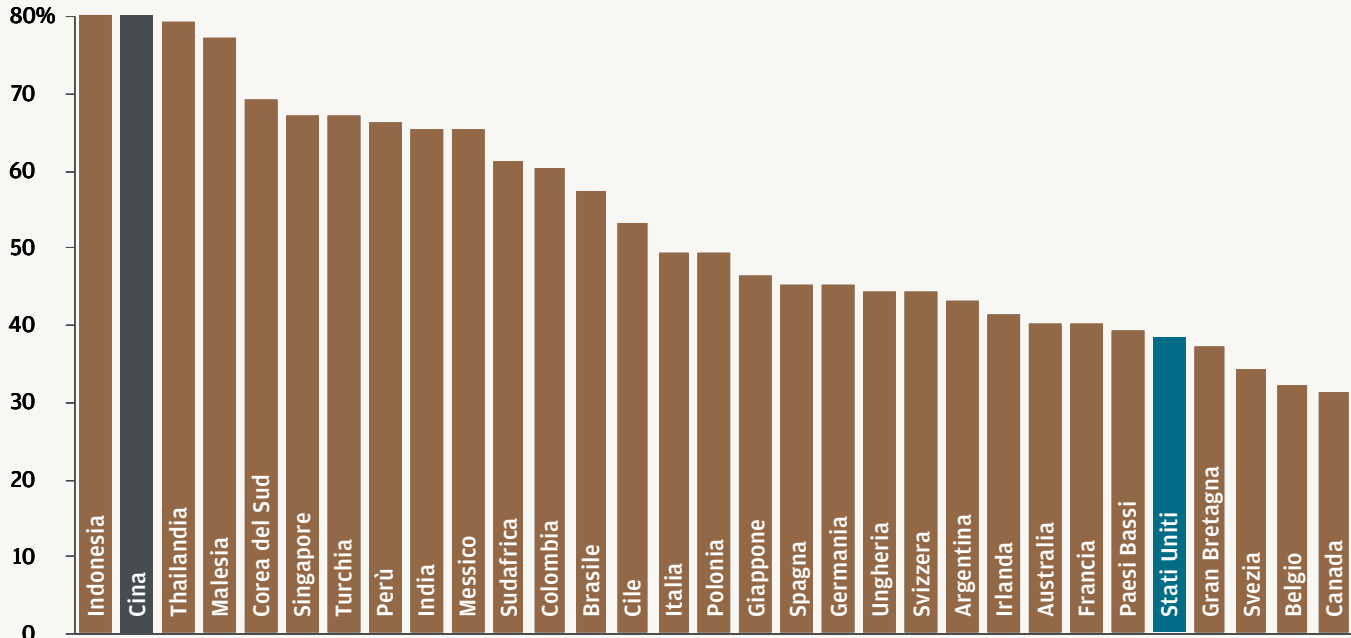
³¹ Center for Security and Emerging Technology, 27 novembre 2023.

³² World Intellectual Property Organization, "Intelligenza artificiale generativa. Rapporto sul panorama brevettuale", 2024.



I CONSUMATORI CINESI SEMBRANO PIÙ OTTIMISTI SULL'AI RISPETTO AGLI AMERICANI

Percentuale di chi dichiara di essere entusiasta di prodotti e servizi realizzati con AI



Fonte: Ipsos AI monitor. Dati dal 19 aprile al 3 maggio 2024.

Un altro elemento in cui la Cina sembra superare i mercati sviluppati è l'adozione dell'AI: un sondaggio ha rilevato che l'80% degli intervistati in Cina si è dichiarato entusiasta dei prodotti e servizi AI, rispetto al 38% negli Stati Uniti. Storicamente, la crescita della produttività è stata determinata dalla rapidità di adozione delle nuove tecnologie. Dove l'AI è percepita come una minaccia, è probabile che un paese introduca regolamentazioni, ritardi l'adozione e protegga gli incumbent. La Cina appare pronta a integrare rapidamente l'AI nel lavoro, nei consumi e nella vita quotidiana. Gli hyperscaler cinesi, Baidu, Tencent e Alibaba, adottano una strategia molto diversa rispetto ai concorrenti statunitensi, anche perché sono ancora esclusi dall'acquisto di componenti all'avanguardia. Invece di privilegiare la spesa infrastrutturale, puntano su applicazioni commerciali e sull'efficienza. Ad esempio, stanno accelerando la diffusione dell'AI nei prodotti finali, come i veicoli elettrici di BYD.³³

Forse il maggiore vantaggio della Cina nella corsa all'AI è rappresentato dall'energia. Il costo dell'elettricità in Cina è circa la metà di quello statunitense e il paese si è concentrato sull'aumento della capacità produttiva. Il carbone rappresenta quasi il 60% dei consumi energetici cinesi, ma la nuova capacità eolica, solare, idroelettrica e nucleare ha aggiunto oltre seimila miliardi di kilowattora dal 2005. L'energia aggiuntiva equivale a 1,35 volte il consumo totale di elettricità degli Stati Uniti nel 2025.³⁴

Se il ciclo di mercato premierà l'implementazione reale e la produttività, e i policymaker cinesi adotteranno un approccio più favorevole alle imprese, le azioni cinesi potrebbero essere ben posizionate per beneficiarne.

³³ Brian Buntz, "BYD e DeepSeek pianificano di portare le funzionalità di guida autonoma 'God's Eye' su veicoli sotto i 10.000 dollari", R&D World, 11 febbraio 2025.

³⁴ Antonio De Pinho, "Il divario di potenza: Cina, Stati Uniti e il futuro della rete elettrica", VanEck, 2 dicembre 2025.

Implicazioni per gli investimenti

Abbiamo sempre sostenuto che gli shock geopolitici, pur essendo drammatici dal punto di vista umano e destinati a catturare l'attenzione degli investitori, tendono ad avere effetti limitati e non duraturi sui portafogli diversificati. Questa valutazione resta valida, soprattutto quando un conflitto non interrompe in modo significativo l'offerta energetica.

Sebbene il conflitto in Medio Oriente presenti rischi evidenti di ribasso, non sorprende che i mercati stiano registrando un rally nonostante il perdurare delle interruzioni dell'offerta energetica. Crediamo che il bilanciamento dei rischi penda verso una risoluzione, sia sul fronte del conflitto geopolitico sia su quello della volatilità di mercato, poiché i policymaker di Stati Uniti e Cina condividono l'interesse a mantenere bassi i prezzi dell'energia.

Durante la correzione del 10% dei mercati azionari statunitensi nel mese immediatamente successivo all'inizio del conflitto in Medio Oriente, il multiplo P/E dell'S&P 500 è sceso sotto quota 20x e le revisioni sugli utili hanno continuato a migliorare. L'indice di volatilità VIX ha superato quota 30, un livello storicamente associato a rendimenti futuri elevati. La nostra analisi storica mostra che gli investitori che hanno acquistato l'S&P 500 quando il VIX ha chiuso sopra 30 hanno ottenuto rendimenti positivi nel 70-83% dei casi, con un guadagno medio del 12,4% nei sei mesi successivi.³⁵

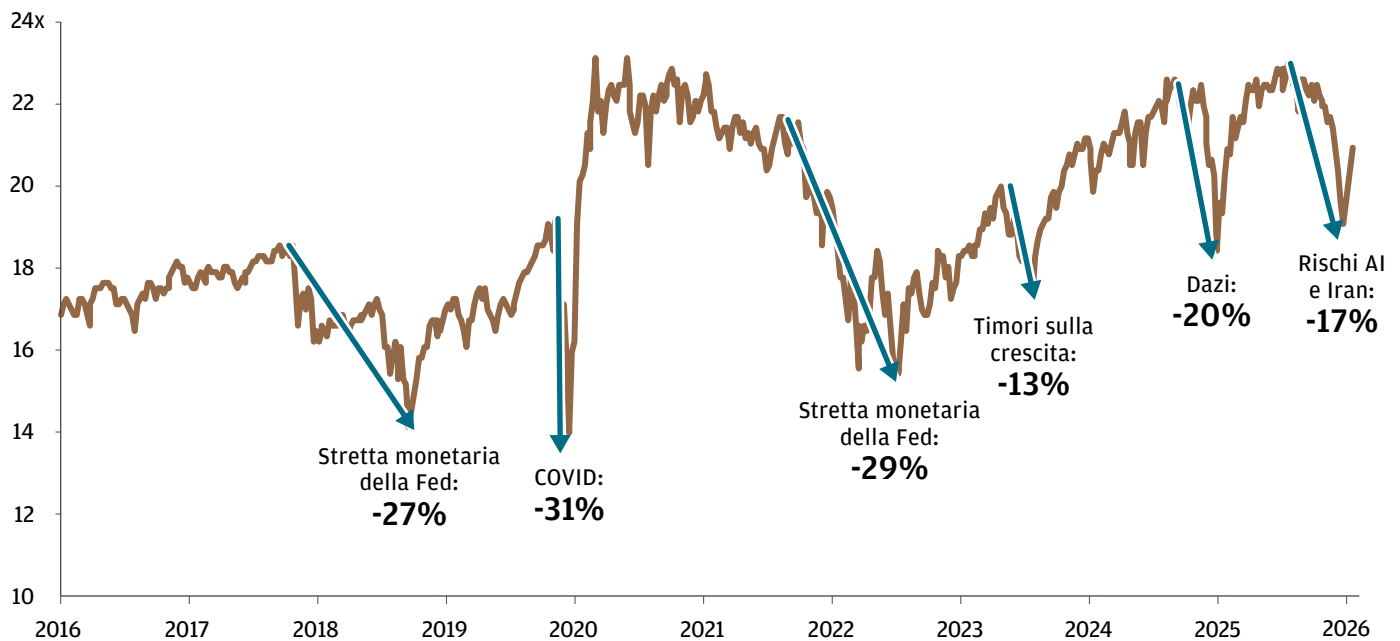
Anche le small e mid cap potrebbero continuare a recuperare una volta che le preoccupazioni legate ai prezzi dell'energia si saranno attenuate. Vediamo questa fase come un'opportunità per gli investitori di lungo termine di aumentare l'esposizione alle azioni statunitensi.

Oltre a fungere da catalizzatore nel breve termine, il tema di lungo periodo della frammentazione globale sta diventando un fattore rilevante per i rendimenti degli attivi. I decisori globali continuano ad allontanarsi da una focalizzazione esclusiva su efficienza e riduzione dei costi, puntando invece a rafforzare la resilienza e la sicurezza domestica – proprio mentre l'accesso a energia, rotte commerciali sicure e materiali critici non può più essere dato per scontato. Questo spostamento verso la resilienza sarà probabilmente accompagnato da politiche fiscali più attive e da deficit sovrani più ampi.

³⁵ La nostra analisi storica ha esaminato 724 episodi in cui il VIX ha chiuso sopra quota 30 negli ultimi 30 anni, escludendo i due episodi più recenti. La probabilità di un rendimento positivo è salita dal 70% a un mese dal superamento di 30 da parte del VIX all'83% al traguardo dei sei mesi.

LE VALUTAZIONI SONO RIENTRATE SU LIVELLI PIÙ ATTRAENTI

Rapporto P/E forward a 12 mesi sull'S&P 500



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 20 aprile 2026.

Riteniamo che questi cambiamenti possano, nel tempo, contribuire a costruire una base più solida per la crescita globale e sostenere i flussi di capitale, anche se il processo di aggiustamento sarà probabilmente irregolare e caratterizzato da shock. Proponiamo quindi cinque raccomandazioni agli investitori di lungo termine per gestire questa transizione:

◇ Posizionarsi per un potenziale proseguimento del rally nei mercati emergenti

I mercati emergenti hanno sovraperformato quelli sviluppati di 11 punti percentuali (ppt) nel 2025, ma restano indietro di 500 punti base (bps) all'anno negli ultimi cinque anni. Il periodo difficile per gli EM potrebbe essere terminato. I fondamentali strutturali stanno iniziando a riflettersi nella dinamica degli utili.

Nel 2026, gli utili delle società EM sono attesi in crescita del 46%, mentre i multipli P/E sono scesi a 11,8x, ancora sotto le medie storiche di lungo periodo. I rendimenti dei titoli sovrani EM superano il 6,5%, anche se le banche centrali dei paesi emergenti hanno adottato politiche più ortodosse.

I tassi reali in quasi tutte le economie EM sono superiori a quelli statunitensi. Con l'evolversi dei conflitti in Medio Oriente, gli investitori globali potrebbero iniziare a vedere azioni e obbligazioni EM come potenziali driver di rendimento, grazie al solido supporto strutturale, ai fondamentali in miglioramento e alle valutazioni relativamente attraenti.

Due mercati EM in particolare, Taiwan e Corea, sono centrali nelle catene di fornitura globali dei semiconduttori e potrebbero beneficiare del ciclo di investimenti in AI. Inoltre, la frammentazione e il reinvestimento industriale dovrebbero continuare a sostenere i prezzi delle materie prime, migliorando i termini di scambio per diverse economie EM.

Queste forze, nel complesso, offrono opportunità sia nell'azionario sia nell'obbligazionario EM. In un contesto di alleanze mutevoli, i mercati emergenti potrebbero avere una rara occasione per attrarre capitale, produzione e potere di determinazione dei prezzi, invece di limitarsi ad assorbire volatilità.

Oltre al contesto tattico, riteniamo che gli investitori dovrebbero considerare gli asset EM come parte integrante dell'allocazione di portafoglio.

◇ Posizionarsi per la prossima fase degli investimenti trainati dalla sicurezza

I conflitti in corso in Medio Oriente rafforzano la nostra visione secondo cui l'economia globale si sta riorientando verso sicurezza e resilienza. L'Europa ha già iniziato a investire nella propria sicurezza. La Polonia, geograficamente più esposta, sta destinando il 4,5-5% del PIL alla difesa. Riteniamo che anche la spesa per la difesa nei paesi del Golfo, in Corea e in Giappone possa aumentare rispetto ai livelli attuali. Gli investitori dovrebbero riconoscere che la spesa per la difesa è sostenuta dai bilanci pubblici e vincolata da accordi e cicli di approvvigionamento pluriennali.

Nel settore della difesa, il committente tende a non cambiare fornitore, e la visibilità sui ricavi delle aziende del settore può estendersi fino a dieci anni.

I mercati privati stanno finanziando la prossima generazione di tecnologie per la difesa e lo spazio: il settore defense tech rappresenta oggi circa l'8% del venture capital globale, il doppio rispetto al 2020.

Questi nuovi operatori, come SpaceX, Anduril e Palantir, stanno rapidamente scalando le classifiche dei fornitori del Dipartimento della Difesa. Gli investimenti di venture capital nei sistemi autonomi sono cresciuti del 143% nel 2025.³⁶

È probabile che i policymaker accumulino anche risorse critiche e sovvenzionino la produzione domestica, inclusa la capacità energetica e infrastrutturale, riducendo le vulnerabilità future. In un contesto definito da vincoli di offerta e rischio geopolitico, i prezzi delle materie prime – e le azioni dei produttori – dovrebbero continuare a beneficiare di un sostegno strutturale.

◇ Privilegiare i campioni nazionali

In un mondo più frammentato, ci aspettiamo che le opportunità si concentrino su un insieme più ristretto di aziende all'interno dell'ecosistema di fiducia di ciascun blocco. La frammentazione può favorire la nascita di campioni nazionali in tutti i blocchi, oggi focalizzati su indipendenza delle catene di fornitura, manifattura strategica, sistemi di difesa, tecnologia, infrastrutture e risorse energetiche.

Dall'inizio dell'anno, le stime sugli utili per un paniere di società che abbiamo identificato come campioni nazionali globali sono raddoppiate. La sfida per il portafoglio consiste nell'individuare le aziende più solide, gestendo al contempo la maggiore volatilità e il rischio politico che accompagnano gli investimenti in un mondo più frammentato.

◇ Prepararsi a un'inflazione più disomogenea e a una maggiore volatilità valutaria

Diverse forze secolari associate alla frammentazione – accumulo di risorse, espansione fiscale legata alla spesa per la sicurezza, rischi di approvvigionamento energetico, minore mobilità del lavoro – lasciano prevedere deficit pubblici più ampi, una maggiore volatilità dell'inflazione e una dispersione più marcata tra le valute.

Questo rende ancora più importante per gli investitori globali diversificare le esposizioni valutarie. Un modo per farlo è allocare una quota in oro. Le nostre migliori analisi suggeriscono che gli investitori possano destinare tra il 3% e il 6% del portafoglio al metallo prezioso.

◇ Rimanere focalizzati tematicamente su Europa e Cina

Il nostro outlook sugli asset europei resta selettivo e preferiamo aumentare l'esposizione azionaria tramite i mercati privati piuttosto che quelli pubblici. L'aumento della spesa per difesa e infrastrutture dovrebbe sostenere gli utili delle aziende industriali europee e di altri campioni nazionali. Eviteremmo invece il settore auto e i beni di consumo di base. Sembra inoltre che i mercati stiano prezzando un percorso di rialzi dei tassi da parte della BCE più aggressivo di quanto riteniamo probabile.

In Cina, guardiamo con interesse ad alcune aree del comparto AI, ma per modificare in modo sostanziale la nostra view sarebbe necessario un sostegno politico più deciso all'iniziativa imprenditoriale.

³⁶ Pitchbook, Q4 2025.

Parte 2

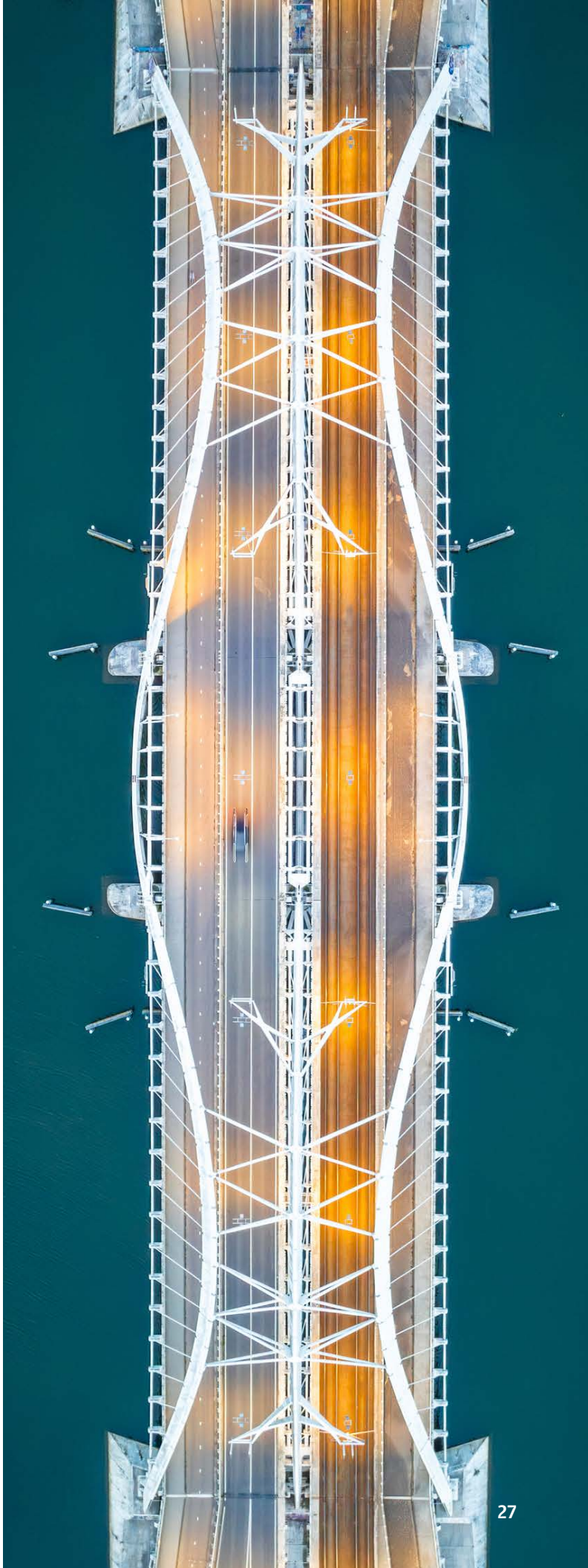
Inflazione: una minaccia persistente al potere d'acquisto



Lo shock sui prezzi dell'energia di marzo, legato al conflitto in Medio Oriente, ha solo accentuato il cambiamento strutturale in atto nell'inflazione. Nel corso di questo decennio, l'inflazione ha rappresentato un rischio sempre più rilevante rispetto al periodo pre-COVID-19 per gli investitori che desiderano costruire e mantenere il proprio potere d'acquisto e raggiungere i propri obiettivi di lungo termine.

I prezzi al consumo negli Stati Uniti sono aumentati di oltre il 25% cumulativamente dall'inizio del decennio, mentre il reddito fisso core ha registrato un rendimento di appena il 6%. Tuttavia, i nostri clienti detengono ancora quasi il 20% degli asset in gestione in liquidità e titoli con scadenza entro un anno.

L'inflazione statunitense era già vicina al 3% anche prima dello shock energetico, e il divario tra i rendimenti della liquidità e il tasso d'inflazione continua a ridursi. Questa erosione probabilmente peggiorerà man mano che l'ultimo shock sull'offerta energetica si propagerà nell'economia. Preoccupa il fatto che questo shock sia solo l'ultimo di una serie di eventi apparentemente "una tantum" che hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi. Siamo quindi costretti a porci una domanda fondamentale: il vostro piano di investimento di lungo termine è davvero adatto a un mondo caratterizzato da un'inflazione più elevata e volatile? E gli asset in portafoglio sono fragili o resilienti di fronte a questi rischi?

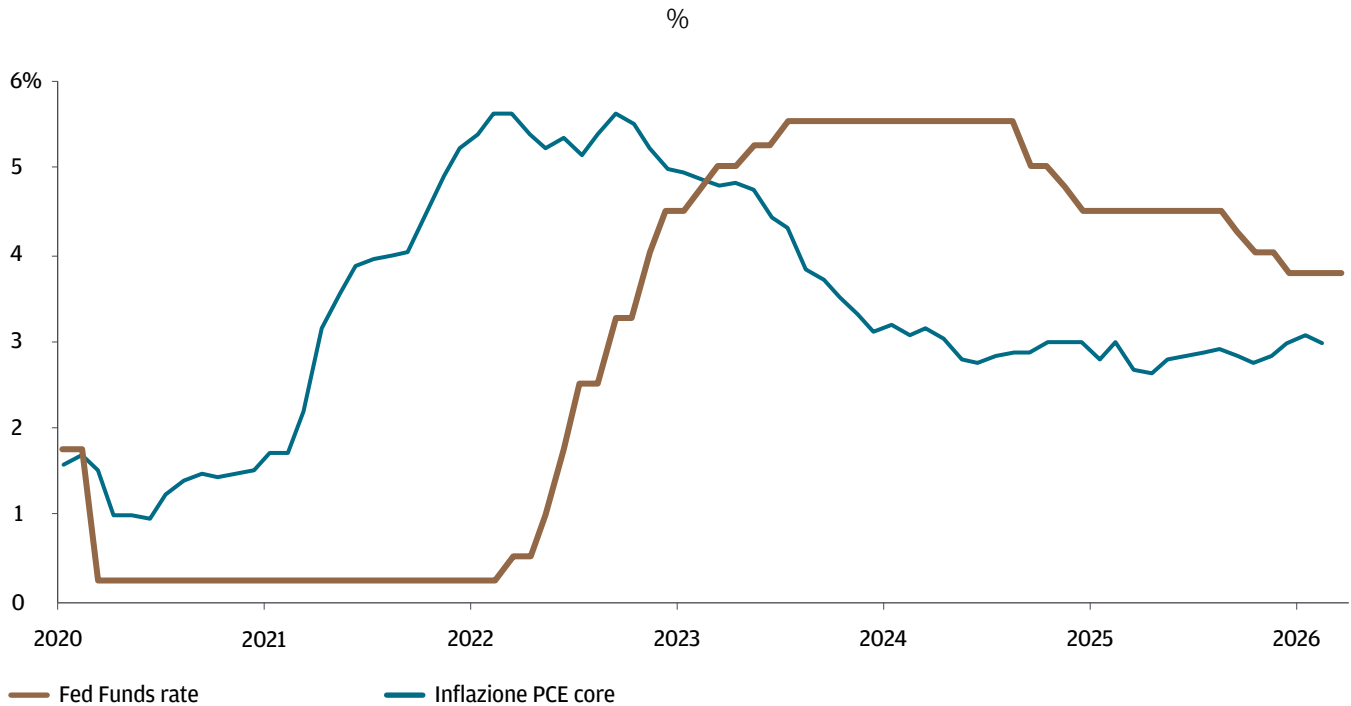


INFLAZIONE: UNA MINACCIA PERSISTENTE AL POTERE D'ACQUISTO

La nostra visione, secondo cui l'inflazione sarà più volatile rispetto al periodo pre-pandemico e più suscettibile a shock al rialzo, ci porta ad attenderci una correlazione più elevata tra azioni e obbligazioni – e rafforza la nostra preferenza per asset che possano offrire un profilo di volatilità inferiore rispetto all'azionario, ma che possano anche performare in contesti più inflazionistici.

Riteniamo che i portafogli allineati a un piano basato sugli obiettivi, che includano asset reali e si avvalgano di strategie di gestione attiva – come gli hedge fund diversificati – saranno più resilienti rispetto a quelli che non adottano questo approccio. Che l'inflazione peggiori o si manifesti uno scenario più benigno, gli investitori dovrebbero poter contare su un ampio ventaglio di strumenti.

L'INFLAZIONE ERA GIÀ AL 3% PRIMA DELLO SHOCK DEI PREZZI ENERGETICI



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati PCE al 28 febbraio 2026. Dati sui Fed Funds rate al 18 marzo 2026.

Cosa potrebbe andare storto?

1. Gli anni '20 potrebbero replicare gli anni '70

Una lezione significativa degli anni '70, e un rischio attuale, è che gli shock sui prezzi possano rapidamente diventare la nuova normalità quando si susseguono in rapida sequenza. Dallo scoppio della pandemia di COVID-19, che ha fatto impennare l'inflazione, l'economia statunitense ha subito altri quattro catalizzatori inflazionistici: l'invasione russa dell'Ucraina, i dazi, forti oscillazioni nelle politiche migratorie e ora il conflitto in Medio Oriente. Ogni shock è stato inizialmente considerato temporaneo, ma è stato rapidamente seguito da un nuovo evento prima che gli effetti del precedente si fossero esauriti.

Queste ripetute ondate inflazionistiche potrebbero ridefinire ciò che famiglie e imprese percepiscono come "normale", come accadde negli anni '70, quando l'inflazione aumentava a ogni nuovo shock. Col passare del tempo, aumenti di prezzo che un tempo sembravano eccezionali sono diventati la norma. Una volta che le aspettative si modificano, tendono a radicarsi nei salari, nei contratti e nelle politiche di pricing delle imprese.³⁷

Negli anni '70, la spesa pubblica militare e sociale si scontrò con un'economia già surriscaldata. Oggi, la costruzione di infrastrutture per l'AI, il riarmo e la politica industriale sono sempre più presentati come necessità strategiche, rendendo governi e hyperscaler potenzialmente meno sensibili ai prezzi. Questo potrebbe sostenere una domanda sostenuta, anche a fronte di costi in forte aumento. Un altro parallelo che potrebbe emergere: i vincoli di offerta.

La dipendenza dell'economia statunitense dalle materie prime negli anni '70³⁸ amplificò gli effetti degli shock su tutti i settori. Gli attuali colli di bottiglia dal lato dell'offerta sono diversi, ma potrebbero

GLI ANNI '70 SONO STATI CARATTERIZZATI DA DUE ONDATE DI INFLAZIONE

Indice dei prezzi al consumo, variazione annua, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 27 febbraio 2026.

³⁷ Questa sezione è stata influenzata sia dal report The Undershoot di Matthew Klein sia dall'analisi sull'inflazione di Bridgewater Associates.

³⁸ Insieme al petrolio all'indomani della guerra arabo-israeliana del 1973, i picchi delle materie prime negli anni '70 colpirono gas naturale, metalli industriali, oro e argento, nonché caffè e zucchero.

INFLAZIONE: UNA MINACCIA PERSISTENTE AL POTERE D'ACQUISTO

risultare altrettanto vincolanti. Input critici, come la capacità della rete elettrica e le apparecchiature specializzate, possono diventare colli di bottiglia che amplificano le pressioni inflazionistiche man mano che la domanda di investimenti accelera. Nell'ultimo anno, il prezzo delle schede elettroniche assemblate è aumentato dell'80%.³⁹ Allora come oggi, uno shock sui prezzi dell'energia rappresenta un rischio sempre presente, soprattutto se le tensioni geopolitiche si protraggono per trimestri anziché settimane o mesi.

La politica monetaria non riesce a contenere l'inflazione

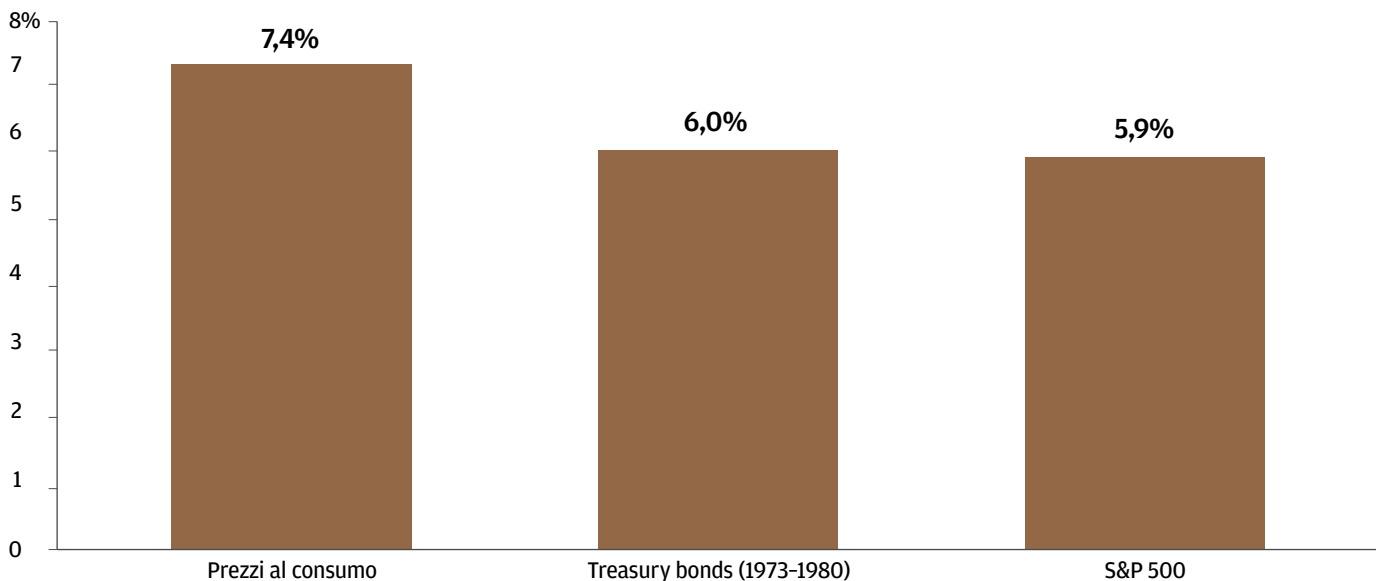
Il ciclo inflazionistico a due fasi degli anni '70 peggiorò quando la Fed allentò prematuramente la politica monetaria, mantenendo i tassi reali troppo bassi per troppo tempo. Anche se la situazione oggi è diversa e non è il nostro scenario base, un errore della Fed potrebbe riattivare un rischio inflazionistico ancora latente: il patrimonio immobiliare non ancora monetizzato.

Le famiglie statunitensi hanno accumulato circa 66.000 miliardi di dollari di nuova ricchezza netta, inclusi 16.000 miliardi di patrimonio immobiliare non sfruttato, dalla fine del 2019 – oltre tre volte la spesa personale annua corrente.⁴⁰ Se i tassi sui mutui dovessero scendere sensibilmente, i consumatori potrebbero iniziare a monetizzare questo patrimonio, stimolando la domanda ben oltre la capacità produttiva delle imprese, facendo salire i prezzi e scatenando una spirale inflazionistica difficile da contenere.

Più consumatori e imprese diventano insensibili all'inflazione, più difficile e doloroso sarà contenerla. Negli anni '70, i rendimenti di azioni e obbligazioni statunitensi non riuscirono a superare l'aumento dei prezzi al consumo. Le prospettive inflazionistiche di breve termine sono preoccupanti, anche prima di considerare che i policymaker statunitensi (al di fuori della Fed) sembrano orientati verso una strategia di "high-pressure economy" tramite deficit di bilancio più ampi.⁴¹

NEGLI ANNI '70 L'INFLAZIONE HA SUPERATO SIA LE AZIONI CHE LE OBBLIGAZIONI

Rendimento annualizzato, 1970-1980, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Nota: i Treasury Bonds sono rappresentati dal Bloomberg US Treasury Index, dati dal 31 gennaio 1973.

³⁹ Bureau of Labor Statistics, "Producer Price Index", 18 marzo 2026.

⁴⁰ La sola componente immobiliare nei bilanci delle famiglie statunitensi ammonta a circa 16.000 miliardi di dollari di plusvalenze in equity non ancora monetizzate, cioè non trasformate in spesa e quindi non immesse nell'economia, alimentando la domanda. Federal Reserve, "Financial Accounts of the United States (Z.1)", Tabella B.101.

⁴¹ Il Giappone offre il modello di riferimento. Il debito/PIL è sceso dal 220% di cinque anni fa al 190% di oggi. L'inflazione è salita a un ritmo dell'1,5%-2,0% e la crescita salariale si è rafforzata. Sembra che i policymaker abbiano finalmente generato reflazione dopo 30 anni di stagnazione. Le azioni giapponesi hanno segnato un nuovo massimo per la prima volta dal 1989. Il costo è stato sostenuto dallo yen e dai risparmiatori domestici. I rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a lungo termine sono balzati dal 2022 ai livelli più elevati dalla fine degli anni '90. Lo yen è ai minimi contro il dollaro USA dal 1989. E prima del ritorno dell'inflazione nel 2022, i rendimenti dei bond giapponesi erano pari a -2,5% annuo.

Cosa potrebbe andare storto?

2.

Uno shock sui prezzi dell'energia potrebbe scontrarsi con un'inflazione persistente

Consideriamo lo scenario inflazionistico prima che il conflitto in Medio Oriente iniziasse a ostacolare le forniture energetiche e a spingere i prezzi al rialzo.

L'inflazione era già persistente. I prezzi core al consumo negli Stati Uniti e le retribuzioni dei lavoratori del settore privato aumentavano di circa 1,0-1,5 punti percentuali all'anno in più rispetto al periodo pre-pandemico. Il deflatore core della spesa per consumi personali (PCE), la metrica preferita dalla Fed, ha accelerato sensibilmente nel 2025 e a gennaio 2026 i prezzi sono aumentati del 3,1% su base annua, al di sopra del target della Fed. In quel periodo, l'inflazione era sostenuta nei servizi discrezionali al consumo, come ristoranti e servizi di cura personale – categorie largamente immuni dagli effetti di tariffe e shock globali sull'offerta.

Questa inflazione persistente suggerisce una domanda interna robusta e la disponibilità dei consumatori a pagare prezzi più elevati. Nel frattempo, l'Employment Cost Index, altro indicatore della crescita salariale, resta sopra i livelli pre-COVID. In assenza di un aumento dei risparmi familiari, ciò significa una crescita della spesa più rapida, alimentando le pressioni inflazionistiche dal lato della domanda.

Poi è arrivato lo shock dei prezzi legato alle tensioni nello Stretto di Hormuz, proprio mentre l'inflazione stava tornando verso il target della Fed.⁴² I costi più elevati dei carburanti hanno iniziato a propagarsi nell'economia attraverso trasporti, logistica e input manifatturieri, impattando direttamente i bilanci familiari e le aspettative inflazionistiche. Le ricerche della Fed suggeriscono che ogni aumento sostenuto di 10 dollari al barile nei prezzi del petrolio incrementa l'inflazione di circa 30-35 punti base.⁴³ Un aumento sostenuto di circa 40 dollari al barile rispetto ai prezzi pre-conflitto implicherebbe, secondo i calcoli della Fed, quasi un punto percentuale in più sul tasso d'inflazione.

⁴² Maximiliano A. Dvorkin, Fernando Leibovici e Ana Maria Santacreu, "Come i dazi stanno influenzando i prezzi nel 2025", Federal Reserve Bank of St. Louis, 16 ottobre 2025.

⁴³ Federal Reserve Board, "FEDS Notes", Q4 2025.



La difficile scelta dei policymaker

Sebbene le dinamiche attuali dell'inflazione non siano problematiche quanto nel 2022, la possibilità di una ripetizione merita attenzione. Nel 2022, il PCE core era al 5,2% quando la Russia invase l'Ucraina a febbraio, innescando un aumento del 60% nei prezzi del petrolio. La Fed rispose alzando i tassi di interesse di 425 punti base nell'arco dell'anno. L'S&P 500 chiuse il 2022 in calo del 20%; il reddito fisso core perse il 13%.

La maggior parte dei portafogli ne subì le conseguenze. I fondi hedge macro registrarono un rendimento del 9% – una delle poche asset class a resistere al ciclo di rialzi.

Il Federal Open Market Committee (FOMC) potrebbe trovarsi costretto a una scelta difficile: mantenere l'orientamento espansivo (come preferiscono diversi membri, il Segretario al Tesoro e il Presidente), rischiando di alimentare ulteriore inflazione e tassi obbligazionari più elevati, mantenere i tassi stabili, oppure tornare a rialzi che potrebbero destabilizzare i mercati finanziari, proprio mentre si accumulano tensioni in alcuni segmenti del credito. La storia suggerisce che i rialzi dei tassi da parte delle banche centrali in risposta a uno shock energetico sono storicamente precursori di recessione.⁴⁴

⁴⁴ Wataru Miyamoto, Thuy Lan Nguyen e Dmitriy Sergeyev, "Come si propagano gli shock petroliferi: evidenza sul canale della politica monetaria", Federal Reserve Bank of San Francisco, 8 marzo 2024.



Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

1. La flessibilità del mercato del lavoro contrasta la crescita dei prezzi

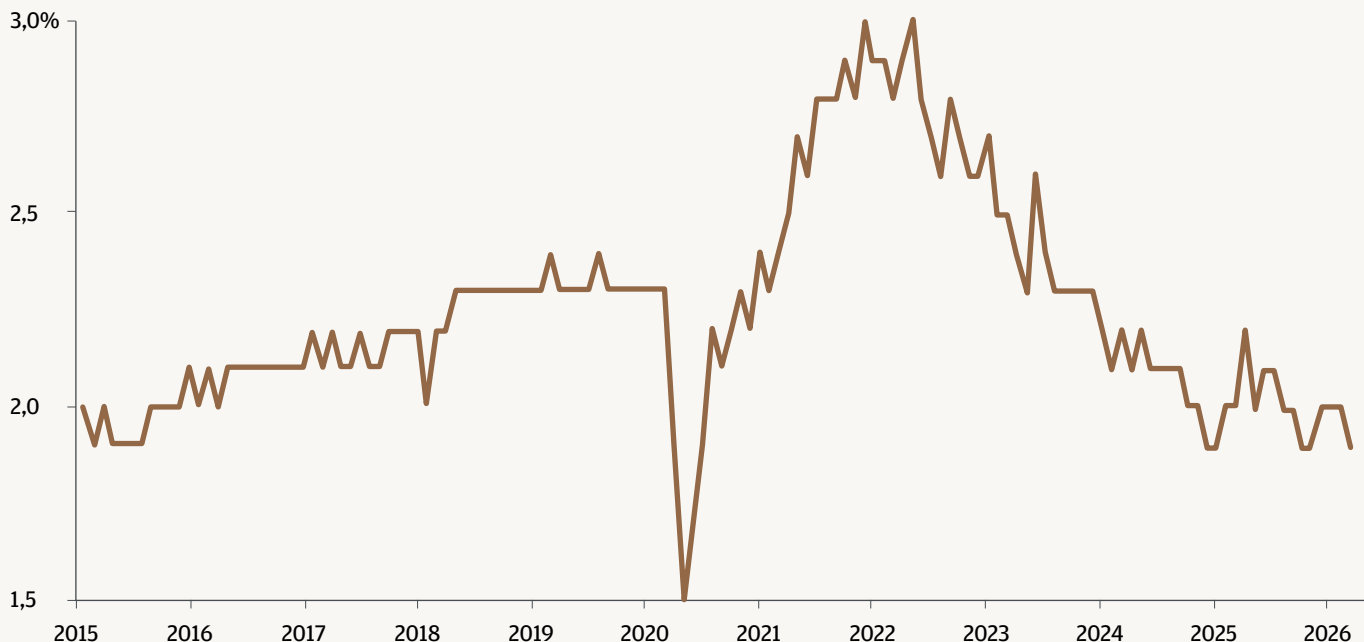
Osserviamo segnali che il mercato del lavoro mantiene ancora un certo grado di flessibilità. Un mercato del lavoro più equilibrato normalmente produce tassi elevati di mobilità lavorativa e guadagni salariali significativi per i lavoratori che cambiano datore di lavoro. Recentemente, sia il tasso di dimissioni sia il premio salariale per chi cambia lavoro continuano a segnalare un mercato del lavoro caratterizzato da bassi livelli di assunzioni e licenziamenti.⁴⁵

Non vi sono evidenze che la spirale salari-prezzi che ha caratterizzato il 2022 sia presente oggi. E la percezione della minaccia rappresentata dall'AI, sebbene non abbia ancora un impatto diffuso sull'occupazione, probabilmente smorzerà le aspettative salariali. Una riduzione dell'immigrazione potrebbe teoricamente spingere al rialzo i salari, ma finora non vi sono evidenze in tal senso.⁴⁶

Il numero di lavoratori part-time che non riescono a trovare un impiego a tempo pieno è aumentato, i licenziamenti e i tagli di posti di lavoro sono cresciuti, e il calo del tasso di dimissioni volontarie indica una minore fiducia dei lavoratori nel cambiare impiego per ottenere condizioni o retribuzioni migliori.⁴⁷ Queste dinamiche tendono a contenere la crescita salariale e, di conseguenza, a frenare l'inflazione nei servizi. La domanda di lavoro è forse la migliore evidenza che l'inflazione, pur essendo rigida, sarà probabilmente contenuta.

UN MERCATO DEL LAVORO PIÙ BILANCIATO ESERCITA PRESSIONI AL RIBASSO SULL'INFLAZIONE

Tasso di dimissioni JOLTS USA, aggiustati per la stagionalità, %



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Dati al 27 febbraio 2026.

⁴⁵ Rapporto JOLTS, 31 marzo 2026.

⁴⁶ Simon Mongey, "L'immigrazione non può spiegare il calo della crescita dell'occupazione", Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1 ottobre 2025.

⁴⁷ U.S. Bureau of Labor Statistics, "Sintesi della situazione occupazionale (indagine sulle famiglie)", marzo 2026.

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

2.

Dazi e shock energetici potrebbero rivelarsi temporanei; la disinflazione immobiliare è duratura

Sebbene i prezzi più elevati abbiano indubbiamente pesato sui bilanci delle famiglie statunitensi, si può ragionevolmente sostenere che dazi e energia – fattori idiosincratici – stiano guidando gran parte dell'inflazione, in particolare nei generi alimentari, nell'energia elettrica e nei beni di consumo core.

Da giugno ad agosto 2025, i dazi hanno contribuito per circa 0,5 punti percentuali all'inflazione headline PCE annualizzata.⁴⁸ Senza i dazi, il PCE headline sarebbe stato 2,35%, non 2,85%. Man mano che l'effetto di pass-through dei dazi si esaurisce, o se la politica tariffaria si modera (tramite decisioni giudiziarie, negoziati commerciali o scelte discrezionali dell'amministrazione), questa fonte di pressione sui prezzi potrebbe dissiparsi, offrendo un sollievo significativo.

L'inflazione immobiliare è diminuita. Rappresentando il 17,7% del PCE core, è scesa a poco più del 3% all'inizio del 2026, rispetto al 5% su base annua alla fine del 2024. I prezzi delle case restano elevati e l'accessibilità al mercato è limitata, ma l'aumento dei costi abitativi (inclusi gli affitti) è attualmente più contenuto. L'offerta di case unifamiliari in vendita si è normalizzata, rallentando la crescita dei prezzi.⁴⁹

La scarsa accessibilità, dovuta in parte agli elevati tassi sui mutui, probabilmente continuerà a contenere la domanda di acquisto e l'inflazione immobiliare. Il mercato degli affitti è ancora meno inflazionistico: i tassi di affitto hanno superato i livelli del 2019 e continuano a salire sull'onda del boom edilizio recentemente concluso.⁵⁰ Questa dinamica dovrebbe continuare a contenere l'inflazione immobiliare per tutto il 2026.

⁴⁸ Circa 0,4 punti percentuali dell'inflazione core PCE annualizzata. Federal Reserve Bank of St. Louis, 22 ottobre 2025.

⁴⁹ U.S. Bureau of Labor Statistics, "Indice dei prezzi al consumo", febbraio 2026; National Association of Realtors, "Inventario di abitazioni unifamiliari esistenti", febbraio 2026.

⁵⁰ U.S. Census Bureau, "Housing Vacancies and Homeownership Survey", Q4 2025.



Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

3.

La competizione globale potrebbe contenere l'inflazione

Anche se l'inflazione domestica dovesse rimanere rigida al margine, la competizione globale potrebbe contribuire a mantenerla ancorata. La concorrenza intensa da parte della Cina e di altri produttori a basso costo può esercitare un effetto disinflazionistico significativo.

Le dinamiche produttive, soprattutto in Cina, segnalano prezzi dei beni sotto pressione. Il mix di investimenti post-pandemici in Cina si è orientato verso la capacità industriale, contribuendo a un eccesso di capacità produttiva, a una competizione al ribasso sui prezzi e a una deflazione dei prezzi alla produzione.⁵¹

Fino a marzo, i prezzi alla produzione cinesi erano in deflazione dalla fine del 2022.⁵² Le esportazioni di beni cinesi hanno ampiamente superato il trend pre-pandemico, mentre le importazioni sono rimaste stagnanti. Le pressioni competitive si sono intensificate sul mercato domestico cinese, tra i partner commerciali della Cina e nei mercati di paesi terzi.⁵³ Nel loro ultimo piano quinquennale, i policymaker hanno ribadito l'impegno verso questa strategia orientata all'export.

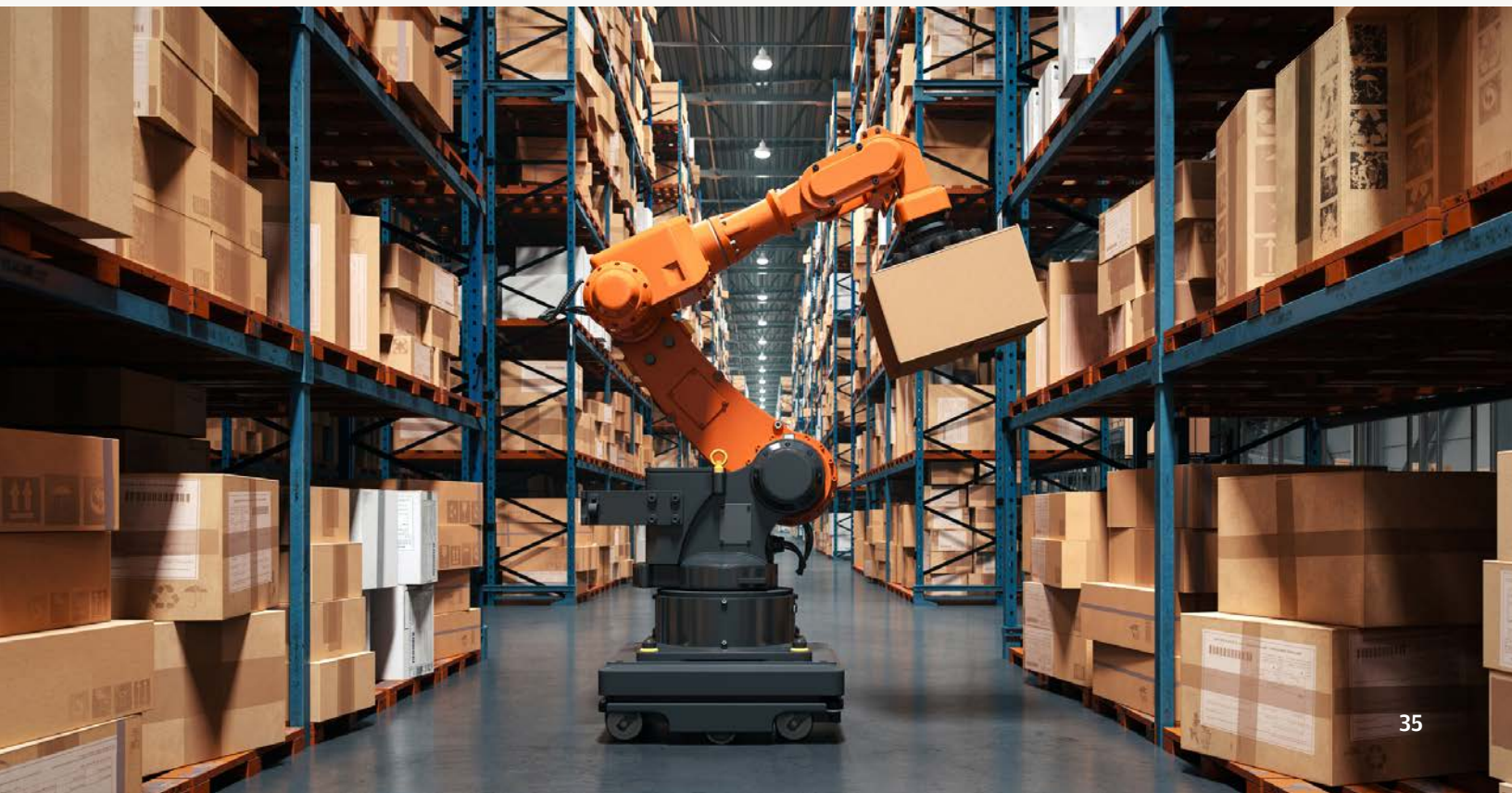
Il fenomeno si estende oltre la Cina. Ad esempio, il prezzo dell'abbigliamento importato negli Stati Uniti dalla Cina e dall'America Latina è diminuito nel 2025.⁵⁴ Le dinamiche competitive globali possono prevalere sulle pressioni tariffarie.

⁵¹ J. Scott Davis e Brendan Kelly, "La sovracapacità manifatturiera cinese aumenta l'output, timori di stagnazione", Federal Reserve Bank of Dallas, 30 dicembre 2025.

⁵² National Bureau of Statistics of China, "Producer Price Index", 28 febbraio 2026.

⁵³ Banca Centrale Europea, "Bollettino economico della BCE", luglio 2025.

⁵⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, "Import Price Index by Origin", dicembre 2025.



Implicazioni per gli investimenti

Mantenere il potere d'acquisto è un obiettivo centrale per molti investitori e famiglie. Un'inflazione più elevata rende più difficile raggiungere questo obiettivo. Erode la ricchezza reale più rapidamente, e una maggiore inflazione è associata a una più alta correlazione tra azioni e obbligazioni, aumentando la fragilità di un portafoglio tradizionale.

Un episodio inflazionistico in stile anni '70 è possibile, ma non probabile. Vi sono pochissime evidenze di una spirale salari-prezzi nel mercato del lavoro. Tuttavia, come già evidenziato, un'inflazione più elevata potrebbe radicarsi. I rendimenti su liquidità e titoli a breve termine riescono a malapena a compensare – e questo al lordo delle imposte. Per gestire questo rischio per la ricchezza, persistente e spesso inosservato, suggeriamo quattro azioni:

◇ Pianificare con intenzionalità

Un contesto di inflazione più elevata richiede di definire chiaramente gli obiettivi e di progettare intenzionalmente un'allocazione degli asset per perseguirli, tenendo conto dei flussi di cassa e della fiscalità. Il primo passo: comprendere come diversi scenari di inflazione e di mercato potrebbero influenzare il valore futuro del portafoglio.

Ogni situazione familiare è unica, motivo per cui è fondamentale sottoporre i propri obiettivi a stress test rispetto a una gamma di possibili esiti di mercato. Da qui, mappare i punti decisionali e la sequenza delle possibili azioni può aiutare a garantire che la ricchezza non solo sia preservata in termini reali, ma anche allocata efficacemente per raggiungere gli obiettivi per cui è stata costruita.

◇ Considerare azioni legate alle materie prime, infrastrutture e real estate

I prezzi delle materie prime sono prezzi di input e tendono a offrire rendimenti robusti quando l'inflazione è in aumento.⁵⁵ Di conseguenza, anche i titoli dei produttori e trasportatori di materie prime tendono a sovraperformare in contesti inflazionistici.

Oggi, il settore delle risorse naturali è particolarmente interessante, anche perché gli investimenti in conto capitale hanno appena tenuto il passo con l'inflazione nell'ultimo decennio. L'offerta futura sarà probabilmente limitata. Un paniere di azioni legate alle risorse naturali che monitoriamo offre attualmente uno shareholder yield totale vicino al 5,5%. Il suo rapporto P/E è ben al di sotto di quello del mercato nel suo complesso.

Le infrastrutture globali rappresentano una classe di attivi spesso sottovalutata, sebbene abbiano storicamente generato rendimenti annualizzati tra l'8% e il 12% in diversi regimi inflazionistici.⁵⁶ Un elemento chiave: flussi di cassa contrattuali di lungo termine e resilienti all'inflazione. Oggi, il settore dell'energia rappresenta quasi il 60% dell'indice di riferimento,⁵⁷ rispetto al 20% di dieci anni fa. Sebbene i flussi verso i fondi infrastrutturali siano recentemente aumentati, il settore rimane sottorappresentato nei portafogli. Quasi l'80% dei family office che abbiamo intervistato di recente ha dichiarato di non avere alcuna esposizione,⁵⁸ così come l'86% dei nostri clienti della Private Bank statunitense.⁵⁹

Anche il real estate globale può fungere da copertura contro l'inflazione, grazie a clausole di indicizzazione dei canoni e frequenti rinegoziazioni dei contratti di locazione. Questi meccanismi di adeguamento aiutano a preservare il reddito man mano che il valore degli immobili cresce insieme al costo di terreni, costruzione e materiali.⁶⁰ Osserviamo i primi segnali di ripresa nel real estate core dopo una fase pluriennale di debolezza.

Riteniamo che, nel complesso, questi asset reali possano rappresentare fino al 5% di un portafoglio complessivo.

⁵⁵ Ari Levine, Yao Hua Ooi e Matthew Richardson, "Materie prime nel lungo periodo", National Bureau of Economic Research, novembre 2016.

⁵⁶ MSCI, Bloomberg, dati basati sulla disponibilità al giugno 2025.

⁵⁷ L'MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index.

⁵⁸ J.P. Morgan Private Bank, "Global Family Office Report 2026", febbraio 2026.

⁵⁹ Per portafogli clienti con un valore minimo di 5 milioni di dollari.

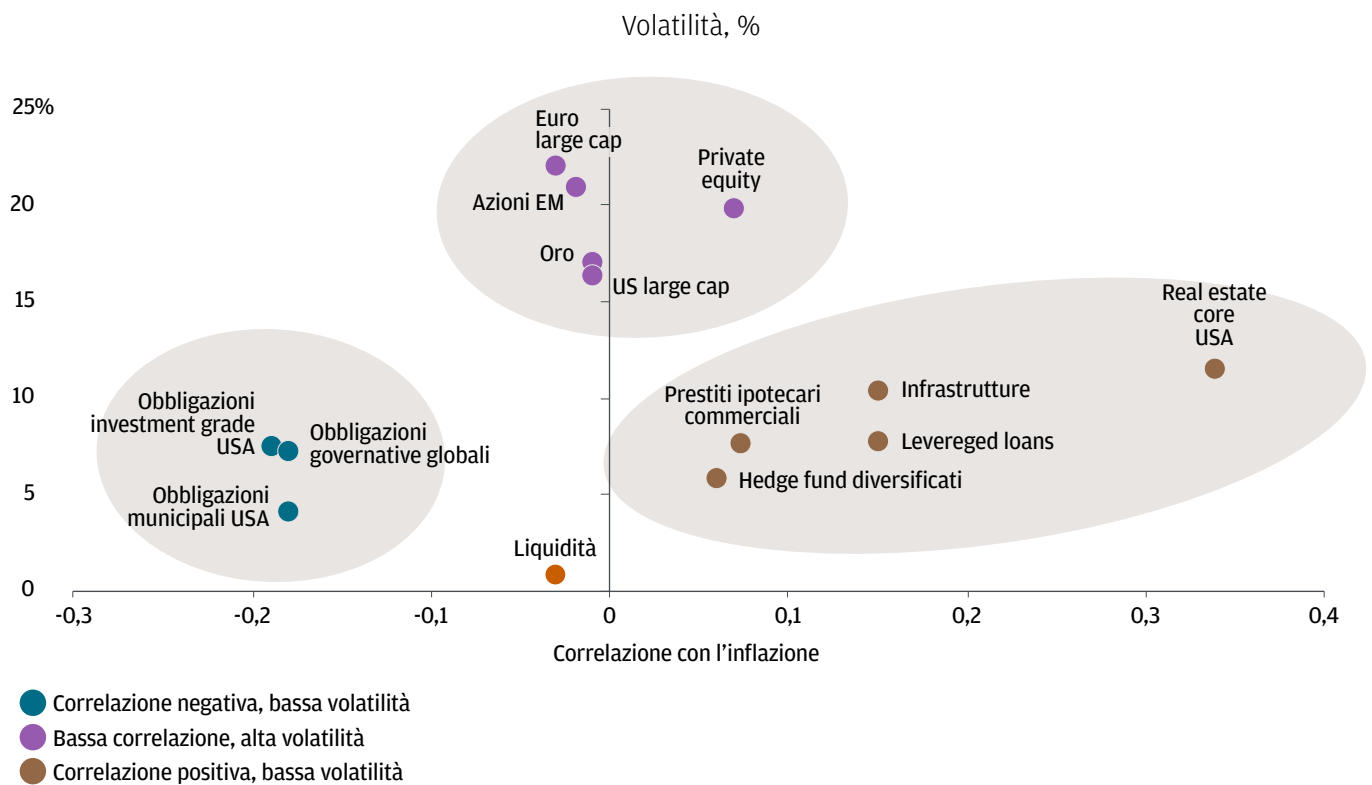
⁶⁰ Martin Hoesli, Jan Muckenhaupt e Bing Zhu, "Il real estate quotato come copertura dall'inflazione attraverso i regimi", Journal of Real Estate Finance and Economics, ottobre 2023.



◇ Concentrarsi su strategie hedge fund e alternative liquide meno correlate

Riteniamo che strategie hedge fund, come quelle relative value e macro, possano contribuire a ridurre il rischio complessivo di portafoglio grazie alla loro bassa correlazione sia con le azioni sia con le obbligazioni. Alcune alternative liquide offrono strategie attive simili. Gli hedge fund macro hanno dimostrato resilienza nel 2022, quando sia azioni sia obbligazioni hanno subito perdite significative. Secondo i nostri dati, i clienti della Private Bank statunitense sono tipicamente sottoesposti a questa asset class: il 94% non possiede hedge fund in portafoglio.⁶¹

PER MITIGARE IL RISCHIO INFLAZIONISTICO, GLI INVESTITORI DOVREBBERO CONSIDERARE
COMMODITIES, ASSET REALI E ALCUNE STRATEGIE ALTERNATIVE

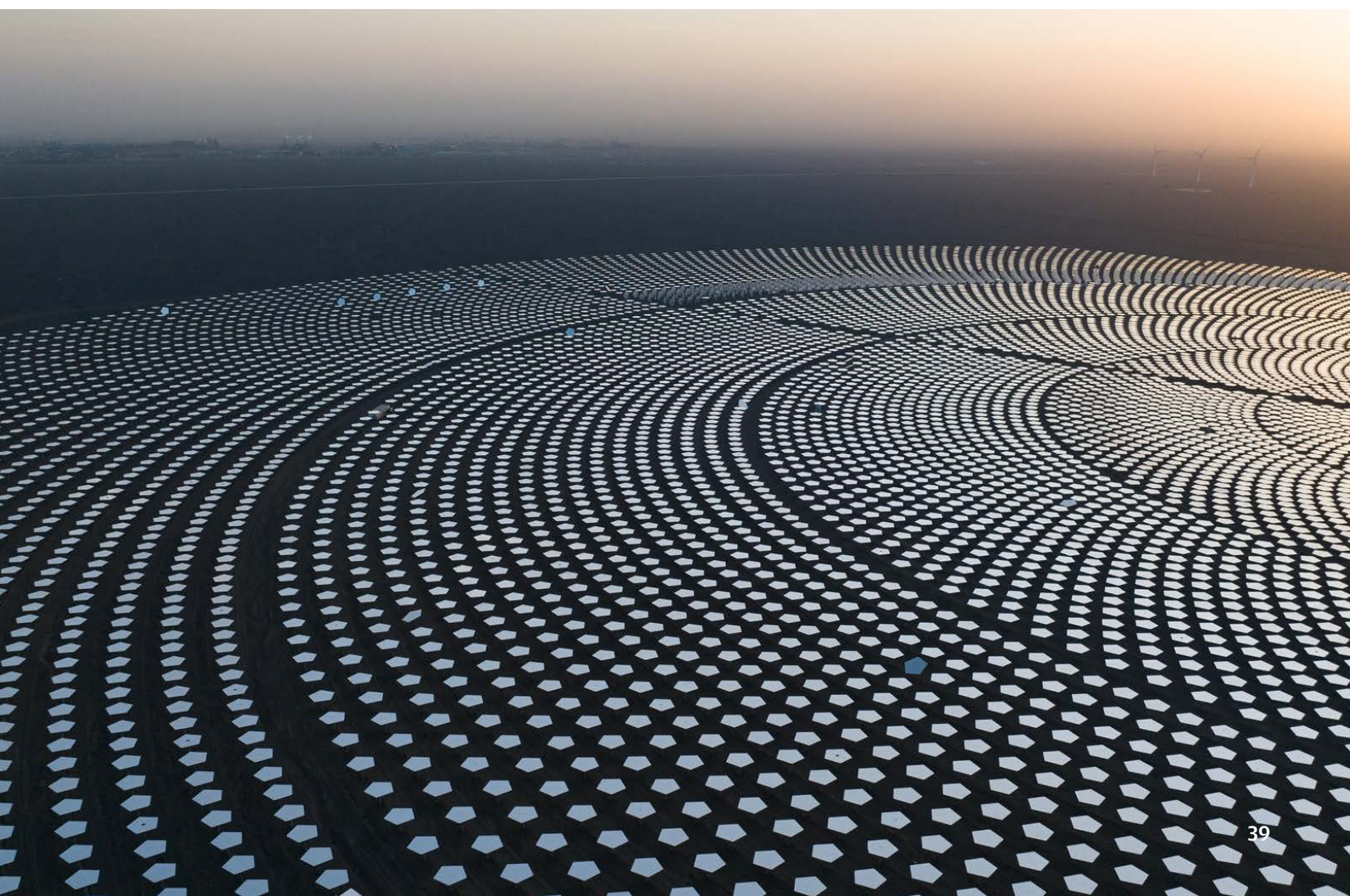


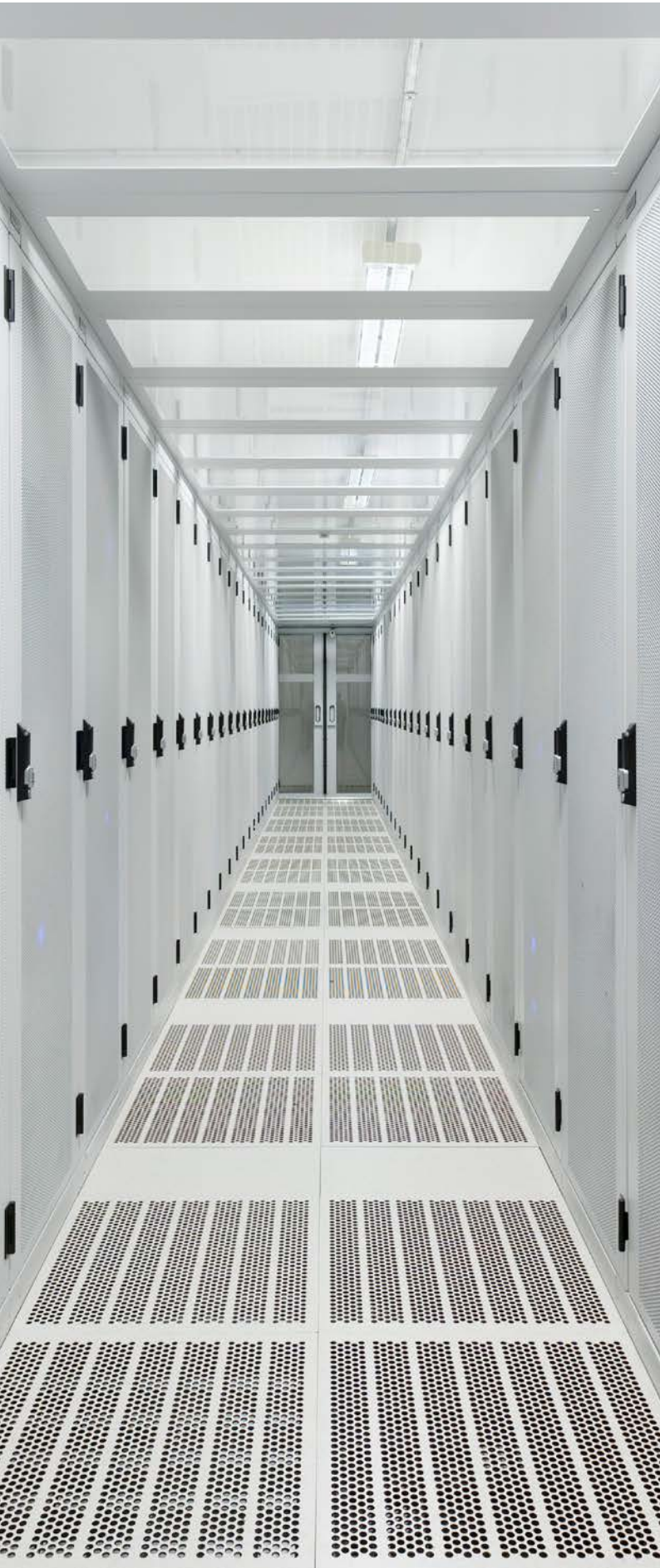
Fonte: J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Dati al 30 settembre 2025.

⁶¹ Per portafogli clienti con un valore minimo di 5 milioni di dollari.

Parte 3

Intelligenza artificiale:
non sottovalutare il super-
ciclo né il suo potenziale
disinflazionistico





L'intelligenza artificiale potrebbe rivelarsi una forza disinflazionistica potente, poiché riduce il costo della forza lavoro e offre il potenziale per aumentare la produzione economica senza ulteriore capitale umano.

Tuttavia, il potenziale di un boom disinflazionistico guidato dall'AI è attualmente oscurato da narrazioni più pessimistiche.

I modelli AI continuano a progredire, le linee guida sulle spese in conto capitale per i data center delle aziende aumentano, e le valutazioni delle società private si espandono. Tuttavia, il discorso prevalente tra gli operatori di mercato si concentra su due possibili scenari negativi che definiamo "scenari massimalisti AI": l'AI potrebbe danneggiare l'economia sostituendo rapidamente la forza lavoro, portando a un aumento della disoccupazione; e potrebbe penalizzare il mercato azionario sconvolgendo i modelli di business delle aziende consolidate.

Chi prevede scenari massimalisti AI ha una visione chiara di ciò che potrebbe andare storto: niente meno che difficoltà economiche paragonabili alla crisi finanziaria globale e alla Grande Depressione.

Gli investitori dovranno probabilmente confrontarsi nei prossimi trimestri con quelle che potrebbero essere tre delle più grandi IPO della storia, tutte nell'ecosistema AI.

Finora, nel 2026, la maggior parte degli osservatori si è concentrata su ciò che potrebbe andare storto con l'AI. Noi crediamo che gli investitori di lungo termine saranno premiati per essersi posizionati su ciò che potrebbe andare per il verso giusto.

La storia economica e di mercato è ricca di esempi di attività lavorative e aziendali sostituite dalla tecnologia. Eppure, l'innovazione ha sempre aumentato il potenziale dell'economia, il tenore di vita delle famiglie, la capacità di generare utili delle imprese e le valutazioni azionarie. Gli investitori sottovalutano lo scenario più positivo per gli asset rischiosi, in cui i mercati identificano e premiano i beneficiari della produttività indotta dall'AI, mentre l'economia transita a un ritmo che consente una redistribuzione ordinata dei posti di lavoro.

Cosa potrebbe andare storto?

1.

L'AI potrebbe sconvolgere il mercato del lavoro

Una delle affermazioni più forti da parte di voci influenti nel mercato è che l'AI sia destinata a sostituire la forza lavoro. Il CEO di Anthropic, ad esempio, ha avvertito che l'AI potrebbe eliminare la metà dei posti di lavoro entry-level nel settore impiegatizio statunitense nei prossimi uno-cinque anni, portando il tasso di disoccupazione al 10-20%⁶² – ossia 10-25 milioni di posti di lavoro persi senza compensazioni.⁶³

Una obsolescenza del lavoro di questa portata sarebbe una catastrofe economica. Il tasso di disoccupazione statunitense ha raggiunto il 25% durante la Grande Depressione e ha superato il 10% solo due volte nell'era postbellica.⁶⁴

Le evidenze mostrano che, man mano che le performance dei modelli migliorano rapidamente, l'AI può sostituire molte mansioni. L'era dell'Agentic AI, in cui gli strumenti AI possono completare compiti in autonomia, sembra ormai alle porte. Uno degli ultimi modelli di Anthropic, Opus 4.6, è in grado di portare a termine compiti complessi e iterativi che richiederebbero a un esperto umano oltre 12 ore. Solo pochi mesi fa, a dicembre 2025, il miglior modello AI non riusciva a completare task da 6 ore.⁶⁵

Claude Code ha generato un fatturato annualizzato di 6 miliardi di dollari per Anthropic nel solo febbraio 2026.⁶⁶ C.H. Robinson (azienda di logistica) utilizza agenti AI che forniscono preventivi in 30 secondi, contro i 15 minuti richiesti dai lavoratori umani. Un recente sondaggio ha rilevato che l'88% dei dirigenti intervistati ha dichiarato che la propria azienda sta sperimentando o implementando agenti AI autonomi.⁶⁷

Il numero di dipendenti Microsoft ha raggiunto il picco nel 2022 ed è diminuito del 6% da allora. Secondo le rilevazioni di Challenger, Grey & Christmas, l'AI è stata responsabile di quasi 55.000 licenziamenti negli Stati Uniti nel 2025.⁶⁸ Amazon, UPS, Salesforce, Workday, IBM e PayPal hanno tutti citato l'intelligenza artificiale come causa principale dei licenziamenti nell'ultimo anno.

L'ampiezza della potenziale disruption è evidente. Studi economici e indagini di settore hanno rilevato che il personale amministrativo e di supporto (oltre 21 milioni di lavoratori), i venditori (oltre 13 milioni), chi opera in ambito business e finanza (8-9 milioni) e il personale di customer service/call center (3 milioni) svolgono mansioni tra le più a rischio di automazione tramite AI.⁶⁹

Come per molte altre transizioni tecnologiche ed economiche, l'adozione dell'AI potrebbe comportare difficoltà significative per chi vedrà il proprio lavoro automatizzato.

⁶² Mike Allen e Jim VandeHei, "Behind the Curtain: un massacro tra i white collar", Axios, 28 maggio 2025.

⁶³ Assumendo che la dimensione della forza lavoro sia rimasta costante.

⁶⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, marzo 2026.

⁶⁵ METR, "Orizzonti temporali di completamento dei task dei modelli di IA di frontiera", 31 marzo 2026. Quando affronta un compito che richiederebbe a un esperto umano due ore, Claude riesce a completarlo nell'80% dei casi. Tale tasso di successo scende al 50% quando Claude tenta compiti più complessi che richiederebbero a un esperto umano 12 ore. In altre parole, se serve che l'IA completi un compito nel 99% dei casi, quel compito dovrà essere piuttosto semplice, misurato in termini di tempo di un esperto umano.

⁶⁶ Shirin Ghaffary, "Anthropic si avvicina a un run rate di ricavi da 20 miliardi di dollari in un contesto di scontro con il Pentagono", Bloomberg Finance L.P., 3 marzo 2026. Claude Code consente agli utenti di scrivere codice in linguaggio naturale.

⁶⁷ PwC, "AI Agent Survey", maggio 2025.

⁶⁸ Challenger, Grey & Christmas, dicembre 2025.

⁶⁹ International Labour Organization, "Research Brief", febbraio 2026.

Cosa potrebbe andare storto?

2. L'AI potrebbe sconvolgere i modelli di business esistenti più rapidamente del previsto

Anche i mercati del lavoro potrebbero subire impatti di secondo livello dall'AI, che potrebbe stravolgere i modelli di business aziendali. Gli operatori di mercato ritengono di aver identificato il settore più vulnerabile: il software legacy as-a-service (SaaS). Molte società SaaS sono incluse nell'S&P Expanded Technology Software Index (IGV).

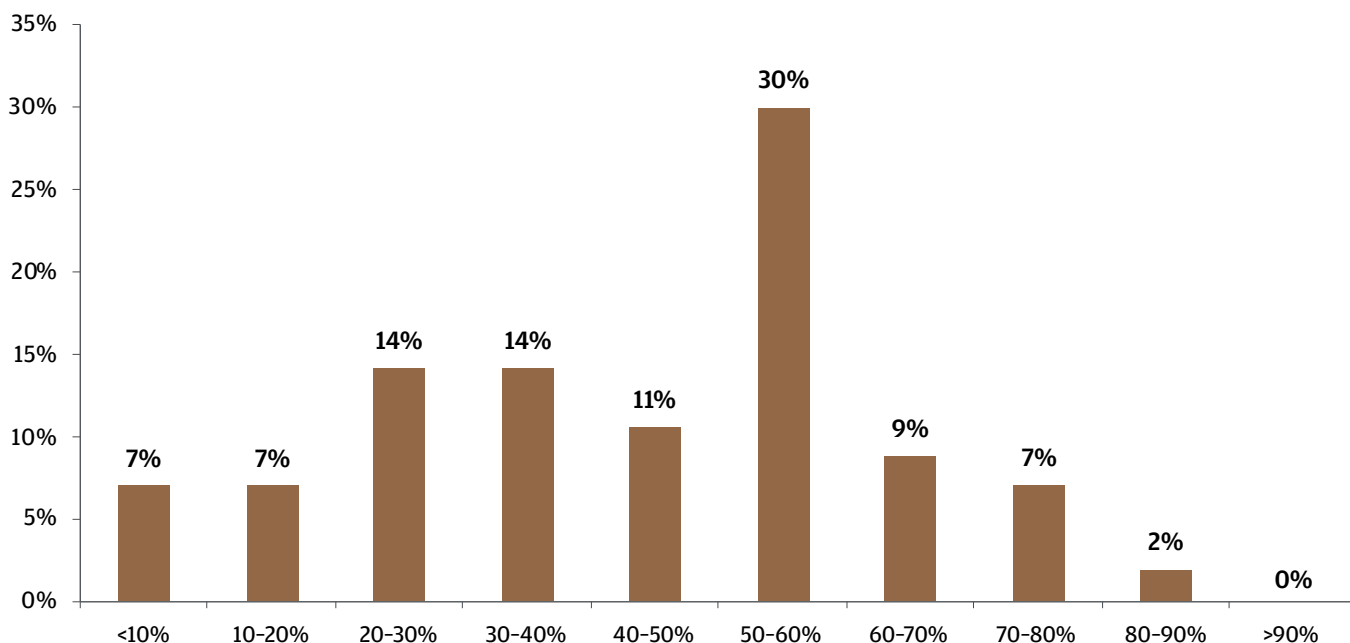
È notevole che circa la metà dei titoli dell'indice abbia perso oltre il 50% dal massimo storico. Finora quest'anno, il paniere di titoli identificati da J.P. Morgan Securities come vulnerabili alla disruption AI ha perso quasi il 20% di valore.

Il settore del software legacy soffre ancora le conseguenze dell'eccesso di assunzioni durante il boom COVID, dei tassi d'interesse più elevati e della disruption che l'AI sta portando al modello di abbonamento (pagamento per utente). La società mediana dell'indice IGV presenta un margine operativo GAAP di appena il 4%.

Quasi 4,5 milioni di persone lavorano come software engineer e quasi 50 milioni sono impiegate nello sviluppo software a livello globale.⁷⁰ Loro potrebbero essere i primi a subire le conseguenze dei progressi dell'AI. Come già evidenziato, gli strumenti AI minacciano il modello a sottoscrizione che aveva reso così attraenti le società SaaS. In primo luogo, l'AI potrebbe ridurre il numero di dipendenti necessari per svolgere le attività che richiedono una licenza software. In secondo luogo, gli strumenti AI potrebbero gestire direttamente tali attività.⁷⁰ Alcune società software potrebbero anche riprendersi. Ma per ora, il settore rappresenta un'ulteriore promemoria dei rischi e delle opportunità legati a posizioni azionarie concentrate.

SOFTWARE: PERDITE CATASTROFICHE SOTTO LA SUPERFICIE

Quota dei membri dell'indice IGV suddivisi per calo dai massimi storici, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 20 aprile 2026.

⁷⁰ Bureau of Labor Statistics e SlashData, 31 dicembre 2025.

⁷¹ Ad esempio, la società SaaS "legacy" ServiceNow fornisce un hub di smistamento per i workflow IT di un'organizzazione: reset password, accesso remoto al laptop, onboarding dei nuovi assunti. Uno strumento di IA potrebbe far pagare per outcome, non (come avviene attualmente) per utente.

Impatto dell'AI su private equity e private credit

Anche i mercati del credito e dell'equity privati appaiono vulnerabili. Il mercato del direct lending ha un'esposizione di circa il 21% al software, che sale al 40% includendo i prestatori dei settori tech e business services.⁷² La tecnologia rappresenta circa il 30% dei portafogli globali di private equity buyout e quasi la metà dei portafogli di venture capital.⁷³

Non si osservano ancora aumenti nei default, ma i mercati mostrano segnali di stress. Le business development companies (BDC) quotate sono scese vicino ai minimi del ciclo precedente,⁷⁴ gli spread sui leveraged loan nel software si sono ampliati e i gestori di asset alternativi quotati hanno perso oltre il 20% da inizio anno. Il deterioramento del sentiment e la normalizzazione dei rendimenti nel direct lending hanno portato a un ritmo di riscatti superiore alla media nelle BDC private non quotate.

Quanto potrebbe peggiorare la situazione per software e private credit? I default sui leveraged loan (a livello di indice) hanno raggiunto il 13% durante la crisi finanziaria globale. Se i default nel software arrivassero al 15% e i valori di recupero fossero solo del 40%, le perdite sul private credit potrebbero raggiungere il 2% (senza leva finanziaria).⁷⁵ Includendo la leva di portafoglio, le perdite potrebbero arrivare al 4%, con uno yield iniziale di circa il 9%.⁷⁶

Se il private credit garantito da software dovesse affrontare uno stress di questa entità, il valore azionario delle società software private ne risentirebbe ancora di più.

Alcuni operatori di mercato temono che le tensioni sul credito possano estendersi oltre il software. Per ora, lo stress nel private credit sembra concentrato tra i prestatori più piccoli (25-50 milioni di dollari di EBITDA) e in settori selezionati (retail, auto).⁷⁷

Nel software, i default potrebbero aumentare su un orizzonte di tre-cinque anni man mano che la disruption AI si diffonde, ma l'impatto sarà disomogeneo – Le piattaforme mission-critical – ovvero quelle integrate nei processi aziendali e il cui valore è legato all'effettivo utilizzo – tendono a essere più resilienti rispetto agli strumenti generici, facilmente sostituibili, o a quelli basati su un semplice modello di abbonamento per utente. Fondamentalmente, non riteniamo che queste aree di stress rappresentino un rischio sistemico: il private credit rappresenta solo circa il 9% del totale del debito corporate e le interconnessioni bancarie restano modeste. Tuttavia, è ragionevole attendersi un certo contagio anche nei mercati del debito più ampi.

⁷² J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions; Goldman Sachs; J.P. Morgan Securities Credit Research, febbraio 2026.

⁷³ MSCI Global, 30 settembre 2025.

⁷⁴ Nella metrica comunemente utilizzata dal mercato per i BDC, lo sconto prezzo/NAV era pari al 17%. Questa metrica di valutazione misura la differenza tra il prezzo di mercato dell'azione e il valore patrimoniale per azione (NAV), suggerendo che gli investitori stiano acquistando gli asset del fondo a un prezzo inferiore al valore riportato.

⁷⁵ JPM Investment Bank North America Credit Research, "Default Monitor", aprile 2026.

⁷⁶ Presuppone un'ipotesi semplificata di un giro di leva finanziaria a livello di portafoglio. Federal Reserve Board; Prequin; PitchBook; Empirical Research Partners Analysis, marzo 2026.

⁷⁷ Proskauer; J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions, febbraio 2026.

I mega-cap tecnologici affrontano una nuova era di scetticismo

Allo stesso tempo, molti investitori temono che il profilo delle grandi aziende tecnologiche stia cambiando in modo permanente. Gli hyperscaler⁷⁸ attualmente dispongono della liquidità necessaria per finanziare la costruzione intensiva di data center. Tuttavia, anche questo sta cambiando rapidamente.⁷⁹

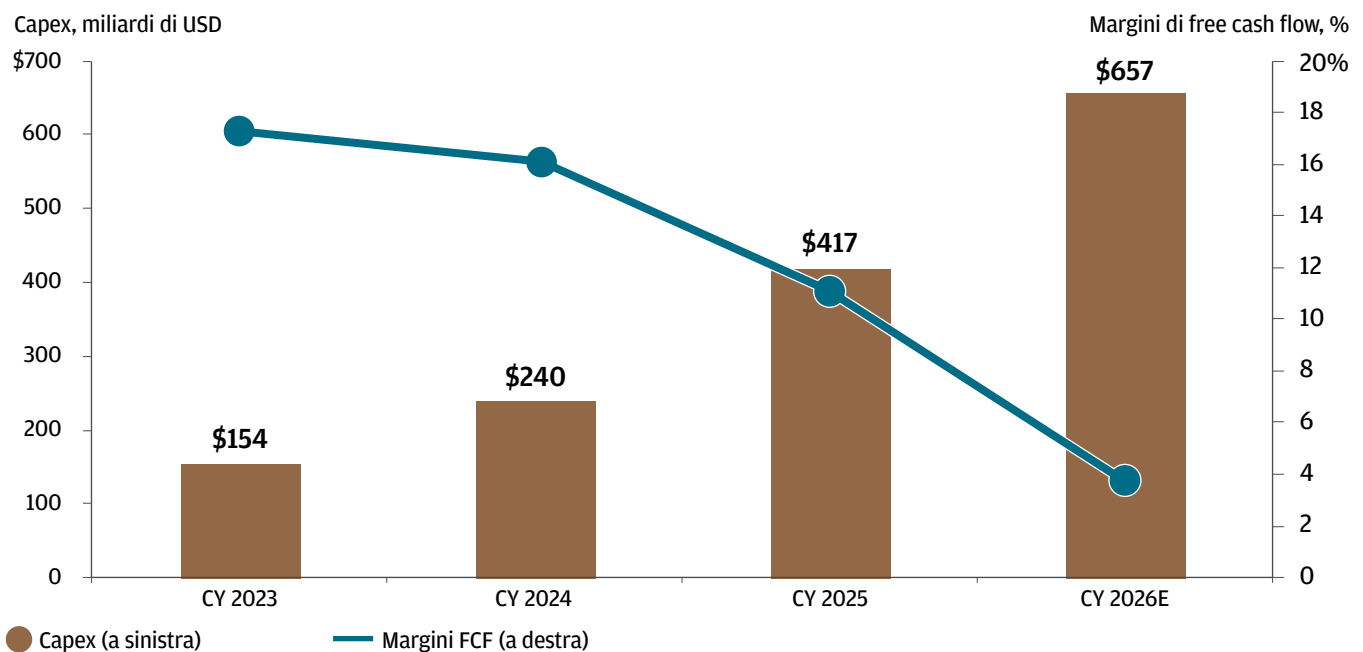
Alcuni investitori temono che i massicci investimenti degli hyperscaler in infrastrutture fisiche stiano alterando in modo strutturale il profilo asset-light che in passato aveva reso queste aziende così attraenti. I vertici degli hyperscaler, tuttavia, sono convinti che l'AI attuale – con le sue applicazioni enterprise legate all'agentic AI e gli strumenti di produttività per i consumatori finanziati dalla pubblicità – generi opportunità di ricavo sufficienti a giustificare questa svolta capital-intensive.

Il mercato, però, sconta quel futuro in modo più pesante.

Il free cash flow aggregato degli hyperscaler ha raggiunto il picco nel 2024, a quasi 240 miliardi di dollari, ed è atteso in calo fino a 73 miliardi entro la fine del 2026. Il rapporto P/E forward di Microsoft è sceso dal massimo dell'era AI di 35x a 22,5x attuali. Inoltre, la compressione dei multipli per i leader mega-cap (non solo gli hyperscaler) è stata accompagnata da un aumento dell'indebitamento e da possibili riduzioni nei programmi di buyback e dividendi. Il free cash flow yield aggregato degli hyperscaler sembra destinato a scendere sotto il 4% – dal 18% del 2023.

Per anni, gli investitori hanno giustificato le valutazioni elevate dei leader mega-cap citando la bassa leva, gli alti payout ratio (dividendi e buyback), i modelli operativi asset-light e i margini ampi. Il superciclo di investimenti in AI mette in discussione queste assunzioni.

GLI HYPERSCALER STANNO ASSORBENDO SEMPRE PIU' CASH FLOW



Fonte: FactSet. Dati al 20 aprile 2026.

⁷⁸ Gli hyperscaler sono fornitori di servizi cloud in grado di erogare risorse di calcolo con scala e velocità tali da supportare le più grandi imprese e i servizi internet a livello globale. I cinque principali hyperscaler sono Microsoft, Meta, Oracle, Google e Amazon. Altri includono Alibaba, Apple, IBM, ByteDance e CoreWeave.

⁷⁹ Ad esempio, Microsoft dovrebbe completare entro settembre 2027 il data center più potente al mondo. Il sito, a Mount Pleasant (Wisconsin), dovrebbe costare poco più di 100 miliardi di dollari (in dollari 2025), assorbirà più energia dell'intera città di Los Angeles e ospiterà 5,2 milioni di GPU equivalenti H100.

Cosa potrebbe andare storto?

3.

Le IPO potrebbero segnare il picco del ciclo

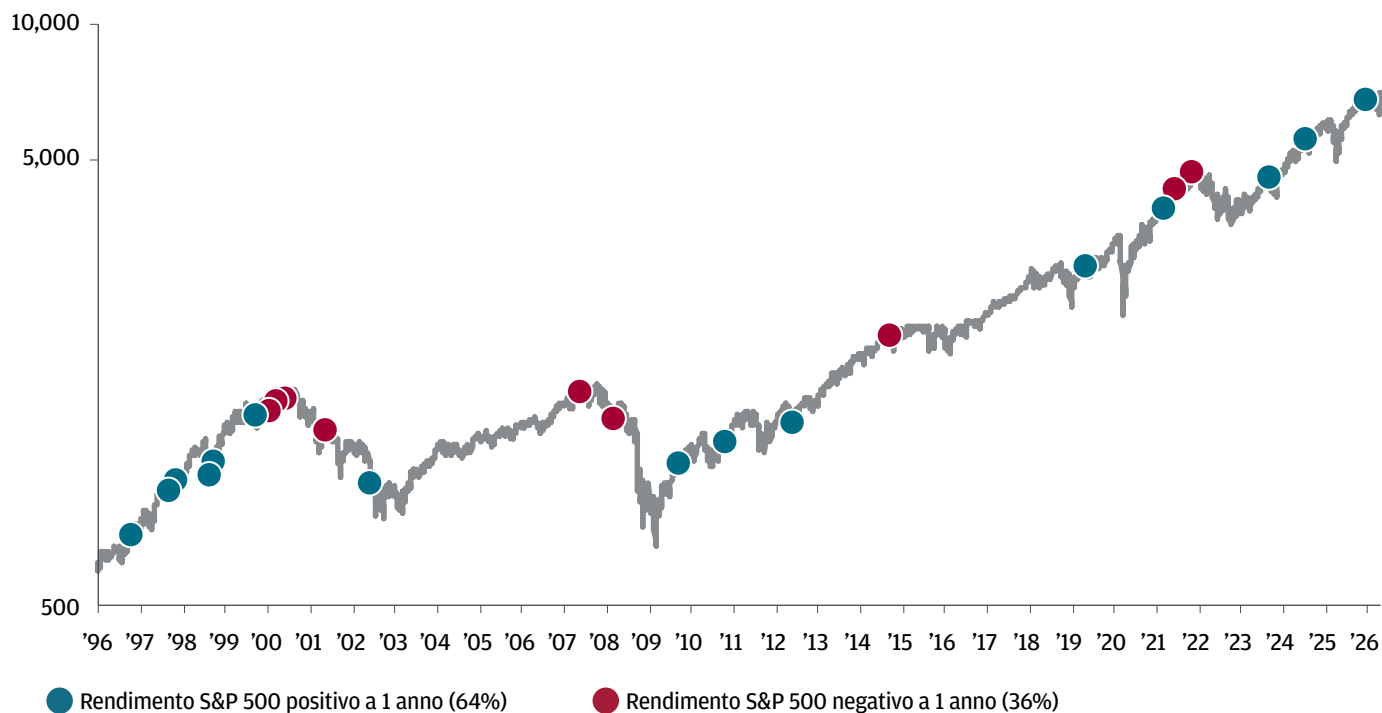
Forse il banco di prova più impegnativo per il futuro dell'AI come tema d'investimento sarà il calendario delle prossime IPO. Nell'estate, SpaceX – nota per le sue ambizioni di portare i data center nello spazio – approderà quasi certamente sul mercato con la più grande offerta pubblica iniziale della storia. I mercati predittivi attribuiscono una probabilità su due che Anthropic si quoti prima del 2027 e una su tre per una IPO di OpenAI.⁸⁰ Se i mercati pubblici dovessero convalidare le valutazioni dei mercati privati, e magari superarle, ciò rafforzerebbe la fiducia negli investimenti infrastrutturali AI. Tuttavia, la storia recente delle IPO di alto profilo lancia segnali di cautela.⁸¹

Storicamente, un aumento dell'attività di deal è stato associato ai massimi dei mercati azionari. Nel 2007, IPO, offerte secondarie e deal di private equity e venture capital hanno raggiunto il 4,5% della capitalizzazione di mercato azionaria USA, la percentuale più alta mai registrata. Un anno dopo, gli investitori hanno dovuto affrontare la crisi finanziaria globale del 2008 – il peggior anno per le azioni dagli anni '30.

Allo stesso modo, nel 2021, le emissioni e i deal hanno nuovamente superato il 4% della capitalizzazione di mercato azionaria USA. Poi, nel 2022, il mercato ha dovuto fare i conti con uno shock sui tassi della Fed e uno shock energetico dovuto all'invasione russa dell'Ucraina. I rendimenti azionari annuali sono scesi del 20%.

LE GRANDI IPO COINCIDONO CON I PICCHI DI MERCATO?

S&P 500 con le 25 maggiori IPO, scala logaritmica



Fonte: Renaissance Capital, Bloomberg Finance L.P. Dati al 20 aprile 2026.

⁸⁰ I prediction market sono piattaforme di scambio in cui i partecipanti acquistano e vendono contratti basati sull'esito di eventi futuri – come elezioni, dati macroeconomici e sport – riflettendo aspettative collettive sulle probabilità.

⁸¹ Questa sezione si basa sulla ricerca di Michael Goldstein e del team di Empirical Research Partners.

INTELLIGENZA ARTIFICIALE: NON SOTTOVALUTARE IL SUPERCICLO NÉ IL SUO POTENZIALE DISINFLAZIONISTICO

Anche i rendimenti del primo giorno delle IPO, anno per anno, offrono una prospettiva sulla possibile presenza di eccessi. Paradossalmente, una forte performance al debutto delle grandi IPO potrebbe essere un segnale negativo per il mercato nel suo complesso. Quando la domanda degli investitori retail per i titoli appena quotati diventa insaziabile, può segnalare un'euforia che i fondamentali non riusciranno a sostenere.

Durante la bolla dot-com degli anni '90 e ancora nel 2021, i rendimenti medi del primo giorno delle IPO hanno raggiunto circa il 50%. Nel 2025, i mercati hanno vissuto una piccola rinascita dell'attività sui mercati dei capitali: i rendimenti del primo giorno delle IPO hanno raggiunto il 35%.

La storia insegna che quando grandi aziende si quotano, può essere il segnale di un mercato azionario vicino al picco. Questi titoli appena quotati hanno spesso sottoperformato in seguito. Considerando 18 delle 25 maggiori IPO statunitensi della storia (per cui disponiamo di dati completi), il titolo medio ha sottoperformato l'S&P 500 del 30% nel primo anno di quotazione. Dodici delle 18 hanno registrato un calo netto nel primo anno. Il rendimento mediano dell'S&P 500 negli anni successivi alle mega-IPO è stato solo del 3% – ben al di sotto della media storica (quasi 10%).

In breve: il 36% delle 25 maggiori IPO ha segnalato un rendimento negativo dell'indice nell'anno successivo.

Osserveremo con attenzione la domanda e la reazione del mercato alle IPO di SpaceX e altri per valutare il sentiment di rischio e il contesto valutativo attuale.



Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

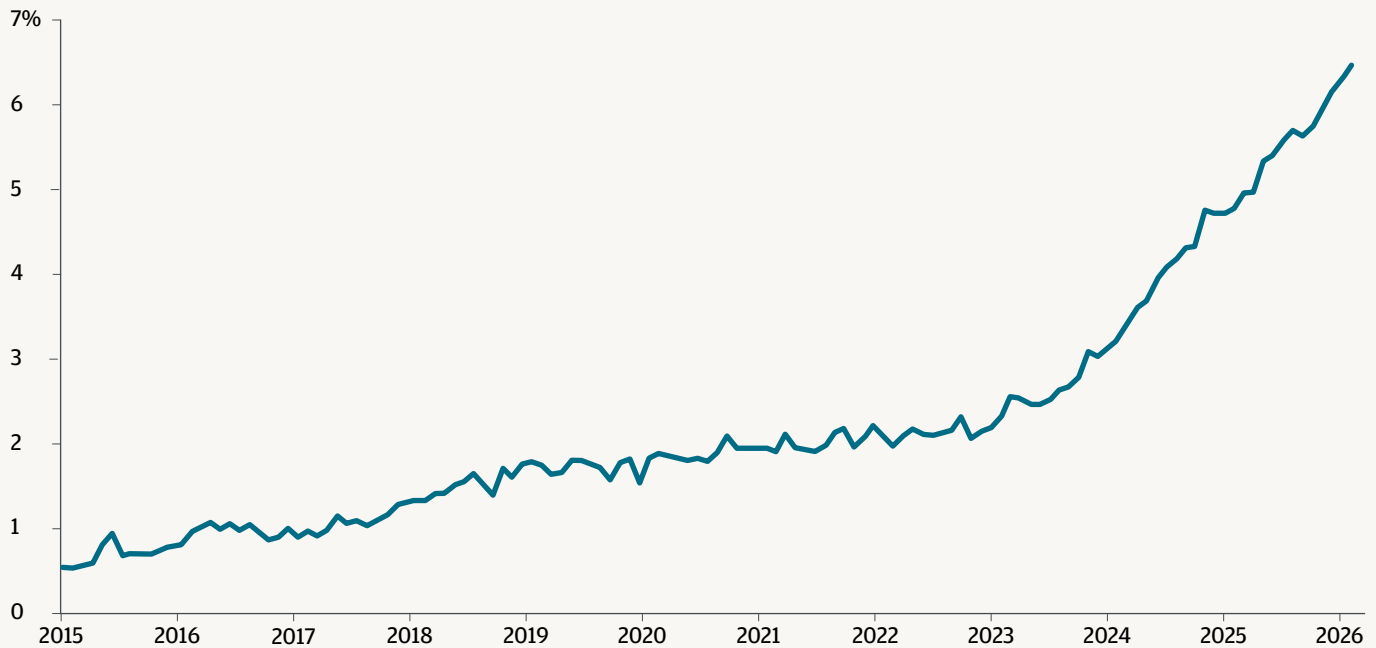
1. Il ciclo di investimenti in AI potrebbe continuare a sostenere l'espansione

Nel 2025, gli investimenti in AI hanno alimentato la crescita economica globale. Il PIL di Taiwan è cresciuto di oltre il 7%, il ritmo più rapido dal 2010 (nel quarto trimestre il tasso annualizzato ha superato il 12,5%), e le esportazioni hanno raggiunto il record di 640 miliardi di dollari.⁸² TSMC, la fonderia che produce la stragrande maggioranza dei chip Nvidia, ha contribuito per il 5-6% al PIL di Taiwan nel 2025.⁸³ Le esportazioni coreane hanno superato per la prima volta i 700 miliardi di dollari nel 2025 e un quarto del totale è attribuibile alle spedizioni di semiconduttori.⁸⁴

Considerando anche le importazioni, gli investimenti in AI hanno aggiunto 25 punti base alla crescita reale del PIL statunitense nella prima metà dello scorso anno.⁸⁵ Nel quarto trimestre 2025, gli investimenti delle società private in produttori di computer e apparecchiature personali sono cresciuti del 75% su base annua. La costruzione di data center è quasi quadruplicata come quota dell'attività edilizia non residenziale dal 2022.⁸⁶

LA COSTRUZIONE DI DATA CENTER CONTINUA A CRESCERE

Spesa per costruzione di data center in percentuale della spesa totale per costruzioni non residenziali, %



Fonte: U.S. Census Bureau, Haver Analytics. Dati al 31 gennaio 2026.

⁸² Taiwan Directorate-General of Budget, "Accounting and Statistics", dicembre 2025.

⁸³ Gary Chen, "Da 'scudo di silicio' a 'TSMC globale'", Taipei Times, 10 marzo 2026.

⁸⁴ Bank of Korea, dicembre 2025.

⁸⁵ Natixis Investment Managers, "Perché la spesa in IA non è davvero l'unico driver di crescita", 5 novembre 2025.

⁸⁶ U.S. Census Bureau, gennaio 2026.

Tutti gli indicatori suggeriscono che il ciclo di investimenti in AI possa proseguire per tutto il 2026. Dopo la stagione delle trimestrali del quarto trimestre (gennaio e febbraio 2026), i cinque principali hyperscaler (Microsoft, Meta, Oracle, Google e Amazon) hanno aumentato le aspettative di capex per il 2026 di 130 miliardi di dollari. Gli analisti di Wall Street ora prevedono che spenderanno insieme oltre 650 miliardi entro la fine del 2026, la maggior parte per espandere la capacità cloud AI.

Persino Oracle – che è stata oggetto di scrutinio da parte degli analisti per la strategia di investimenti finanziata a debito e capitale proprio – ha recentemente riportato una crescita di 30 miliardi di dollari nel portafoglio ordini, interamente da clienti che pagano per le proprie GPU.⁸⁷ Oracle potrebbe non dover raccogliere nuovo capitale per soddisfare i contratti.

Il free cash flow degli hyperscaler potrebbe essere in calo, ma i ricavi delle attività cloud stanno accelerando, dando il via libera ai C-level per proseguire con decisione negli investimenti AI.

⁸⁷ Le GPU sono unità di elaborazione grafica, chip specializzati ad alte prestazioni che alimentano l'addestramento dei modelli di IA. Ben Thomson, "Oracle Earnings, la crescita cloud di Oracle, la 'difesa' software di Oracle", Stratechery, 11 marzo 2026.



Evidenze limitate di danni al mercato del lavoro

Mentre il capex tecnologico sostiene la crescita del PIL, vi sono pochissime evidenze che l'AI stia danneggiando il mercato del lavoro. L'AI è efficace, rispetto al lavoro umano, in attività come la generazione di preventivi di trasporto, la compilazione automatica di moduli da documenti sorgente, la prioritizzazione delle email in entrata, la risposta a domande comuni dei clienti e la traduzione di documenti. Tuttavia, un lavoro è un portafoglio di mansioni.

I prezzi di mercato sia per il lavoro umano sia per le GPU, e le evidenze empiriche dai mercati del lavoro, suggeriscono che i modelli Agentic AI non sono ancora in grado di superare i knowledge worker. Un lavoratore white collar costa circa 50 dollari l'ora, mentre una GPU Nvidia H100 si noleggia per circa 2,50 dollari l'ora.⁸⁸

Questo rapporto di costo 20:1 implica che una GPU raggiunge la parità economica con un lavoratore umano anche se impiega oltre 20 ore per replicare ciò che una persona produce in un'ora. Si tratta di un incentivo economico enorme a favore della transizione dall'impiego umano all'AI, anche tenendo conto dei margini delle società che sviluppano i modelli.⁸⁹

L'assenza di una sostituzione di massa dei lavoratori oggi è una forte evidenza che gli strumenti AI non sono ancora in grado di replicare l'intero portafoglio di mansioni che compongono un lavoro, e che le aziende non hanno ancora trovato il modo migliore per implementare i modelli AI attuali, che hanno risultati altalenanti. Claude Opus 4.6 di Anthropic, ad esempio, ha un tasso di successo solo del 50% nell'esecuzione di task complessi che richiederebbero 12 ore a un esperto umano.

IL MIGLIORAMENTO DEI MODELLI AI È RAPIDO, MA RESTANO DUBBI SULL'AFFIDABILITÀ

Tempo impiegato dagli umani per completare compiti che l'AI può svolgere con successo al 50% vs. 80%



Source : Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, METR. Dati al marzo 2026.

⁸⁸ SemiAnalysis GPU Rental Price Index, aprile 2026.

⁸⁹ Le applicazioni delle aziende "model" girano sull'hardware GPU.

Tre dati sul mercato del lavoro supportano la tesi che, finora, l'impatto dell'AI sia stato limitato. Primo, un'analisi della Fed di Dallas ha rilevato nessuna correlazione tra la recente crescita salariale e la vulnerabilità occupazionale all'AI.⁹⁰ Secondo, le offerte di lavoro per software engineer sono recentemente aumentate, nonostante il coding sia uno dei settori in cui l'AI è più vicina alle capacità umane.⁹¹ Terzo, solo un quarto di punto percentuale dei licenziamenti nel settore privato nel 2025 è stato attribuito all'AI.⁹²

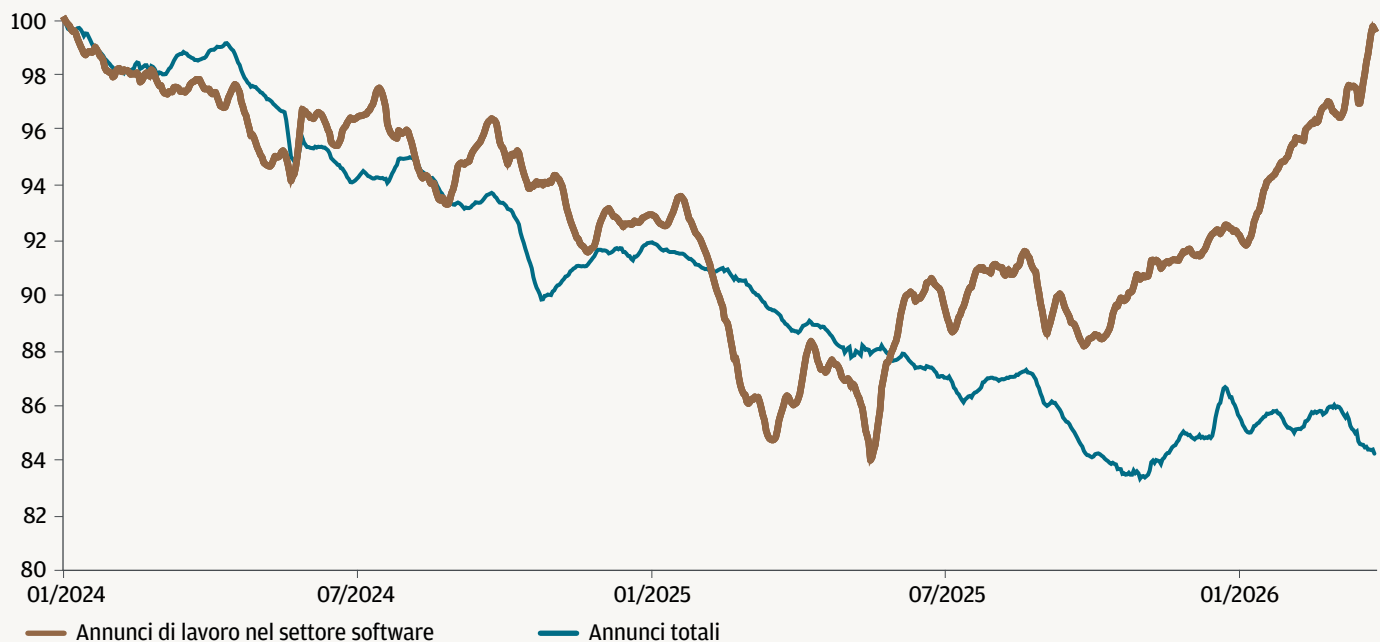
L'automazione del lavoro impiegatizio richiederà anni. I knowledge worker sanno ragionare. Sanno decidere cosa fare con istruzioni vaghe o incomplete.

Fanno leva su anni o decenni di formazione, intuizione sociale, intelligenza emotiva, riconoscimento di schemi e conoscenza istituzionale per stabilire se sia opportuno scusarsi, risolvere un problema o procedere con un'escalation. Anche l'integrazione completa dell'AI nell'economia richiederà anni, sia per costruire le infrastrutture necessarie sia per ridurre le frizioni istituzionali e regolamentari.

Queste evidenze supportano l'idea che l'AI sia più probabilmente, nel complesso, un amplificatore di produttività che un distruttore di posti di lavoro.

LA DOMANDA PER LAVORI NEL SETTORE SOFTWARE CRESCE MENTRE IL MERCATO DEL LAVORO GENERALE È DEBOLE

Annunci di lavoro Indeed, 1 gennaio 2024 = 100



Fonti: Indeed, Bloomberg Finance L.P. Dati al 27 marzo 2026.

⁹⁰ Scott Davis, "L'IA sta contemporaneamente aiutando e sostituendo i lavoratori, suggeriscono i dati sui salari", Federal Reserve Bank of Dallas, 24 febbraio 2026.

⁹¹ Indeed, 27 marzo 2026.

⁹² Rapporto JOLTS; Challenger, Grey & Christmas, dicembre 2025.

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

2.

L'AI potrebbe generare guadagni di produttività e ampliamento dei margini, supportando le valutazioni

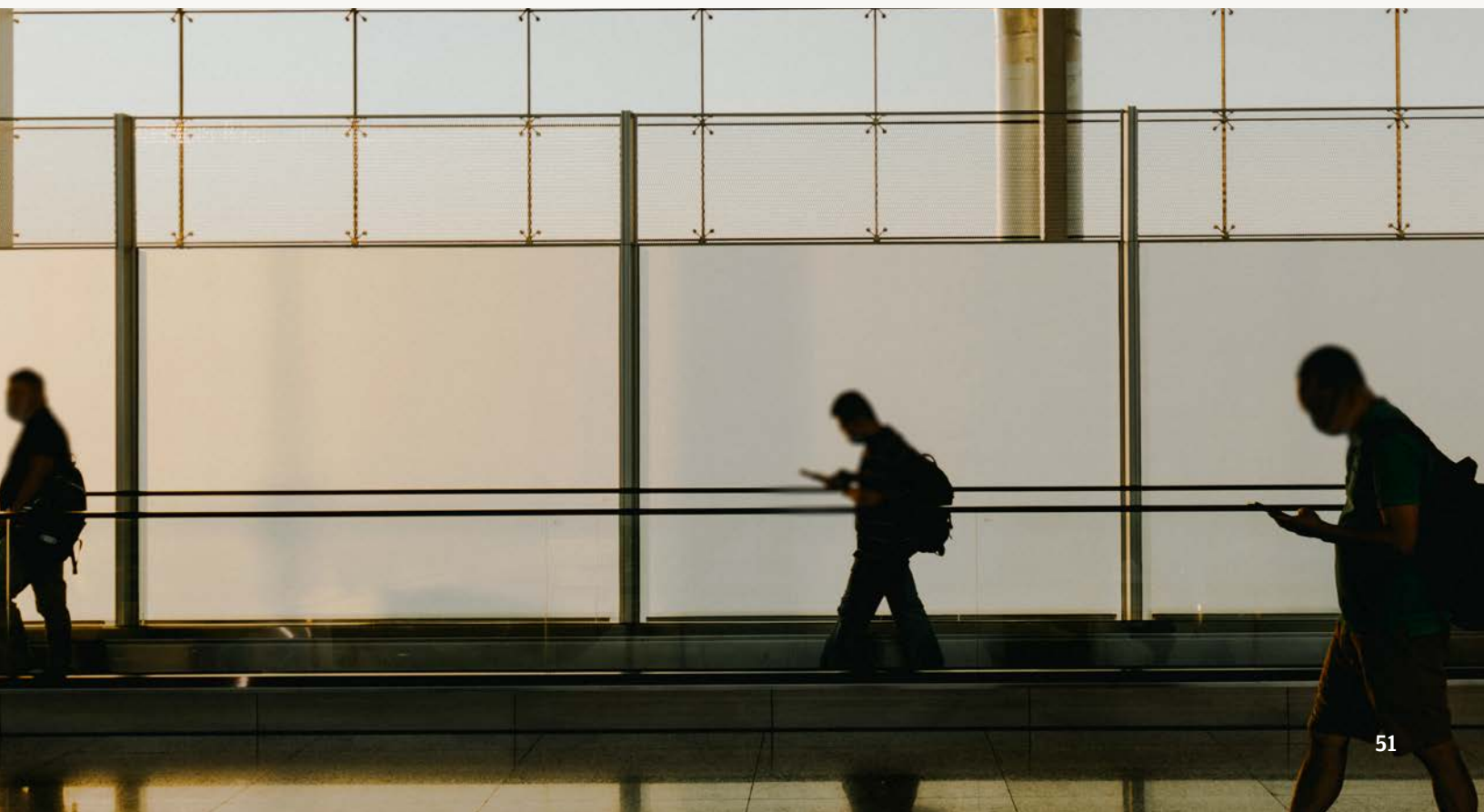
Gli strumenti AI eccellono nell'automatizzare attività che consentono ai knowledge worker e alle aziende di essere più produttivi.

I margini delle società dell'S&P 500 hanno raggiunto il massimo storico del 13,3% nel quarto trimestre 2025, e gli analisti si attendono un ulteriore aumento fino al 15,5% entro il 2027. L'adozione dell'AI sarà probabilmente una parte importante di questa dinamica. Le aziende che utilizzano l'AI hanno registrato margini medi più ampi (17%) rispetto a quelle che non la utilizzano (13%) e stanno vedendo un miglioramento dei margini più rapido.⁹³

Mantenere questi margini dipenderà però da più della sola adozione. Le aziende che sapranno andare oltre l'implementazione tecnologica, ottenendo una reale accettazione da parte dei dipendenti – attraverso upskilling e una transizione trasparente della forza lavoro – saranno meglio posizionate per ottenere guadagni duraturi.

L'integrazione completa dell'AI sembra migliorare il profilo fondamentale di un'azienda. Questo dovrebbe sostenere la capacità di generare utili e le valutazioni.

⁹³ J.P. Morgan Wealth Management Solutions e 22V, 1 aprile 2026.



L'agonia e l'estasi: i cicli catastrofici di distruzione non sono una novità nella tecnologia

Le transizioni tecnologiche portano inevitabilmente con sé disruption: è un fatto atteso, non un'anomalia. Per gli investitori con un orizzonte di lungo termine e un'adeguata diversificazione, questo non dovrebbe costituire una fonte di preoccupazione.

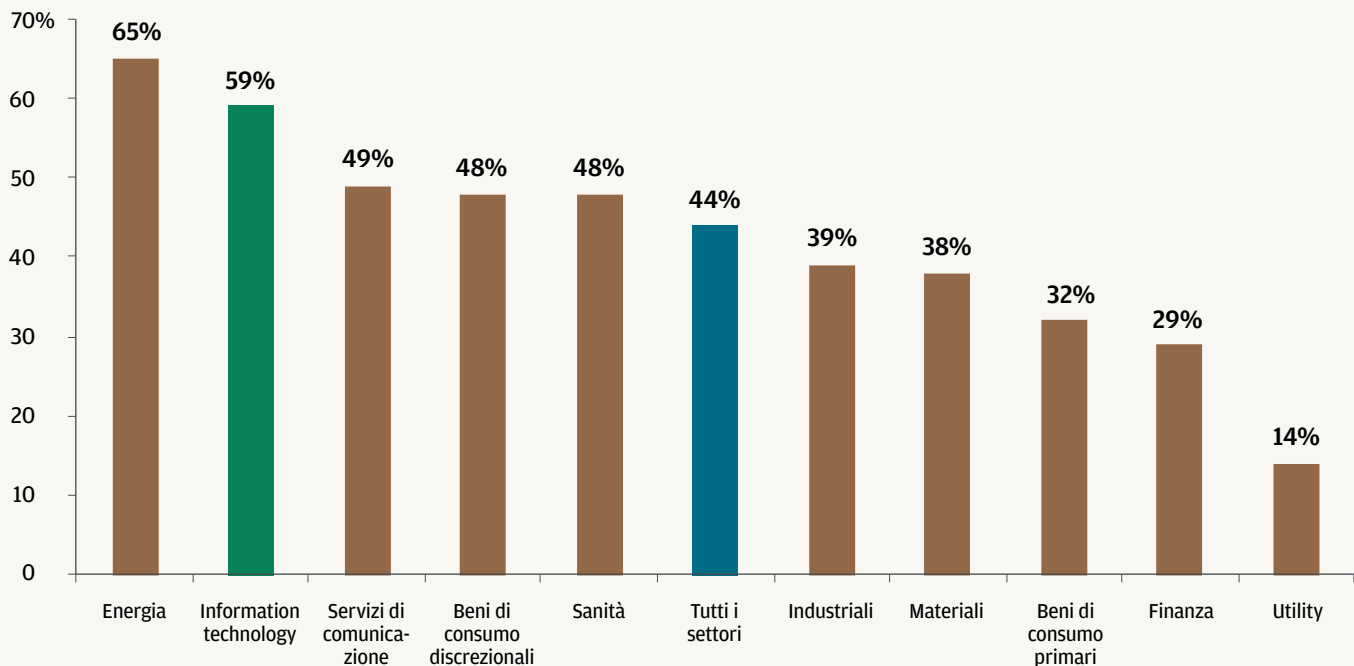
Quasi il 45% di tutte le azioni del Russell 3000 dal 1980 ha perso il 70% o più del proprio valore massimo senza mai recuperarlo (ciò che definiamo una perdita catastrofica). Il settore tecnologico è storicamente caratterizzato da questo tipo di cicli: la quota di titoli tech che ha subito perdite catastrofiche è del 59%, secondo dati dal 1980.

Se il SaaS dovesse unirsi alle industrie i cui modelli di business sono stati sconvolti – come la prima generazione di mobile/telecom, il retail tradizionale o i giornali – i guadagni economici generati dalle aziende che beneficiano del cambiamento tecnologico sarebbero probabilmente così ampi da compensare abbondantemente le perdite.

Dal 1980, la quasi totalità del total return del Russell 3000 è stata generata dal 10% di azioni con la performance migliore.

LA DISTRUZIONE CREATIVA È UNA CARATTERISTICA DEGLI INVESTIMENTI AZIONARI BASATI SU INDICI

Percentuale totale di aziende che hanno subito “perdite catastrofiche” 1980–2020 per settore S&P 500



Fonti: Michael Cembalest, *The Agony & The Ecstasy*. FactSet, Bloomberg Finance L.P. J.P. Morgan Wealth Management. Dati al settembre 2020.

Nota: “Perdita catastrofica” indica un calo del prezzo del 70% dal massimo, non recuperato.

Cosa potrebbe andare per il verso giusto?

3.

L'AI potrebbe aumentare la produttività, consentendo tassi d'interesse più bassi e un miglior rapporto debito/PIL

Nello scenario migliore, l'AI non solo guida l'innovazione ma catalizza un boom disinflazionistico grazie all'aumento della produttività a livello di sistema economico. Se l'AI continuerà a diffondersi nell'economia, potrebbe innalzare la produttività di tendenza, rallentare la crescita dei costi unitari e contenere le pressioni inflazionistiche di fondo.

Pur non aspettandoci un'accelerazione definitiva della produttività da qui a fine decennio, la produttività del lavoro non agricolo negli Stati Uniti sta già mostrando segnali di rafforzamento: dopo le ultime revisioni, cresce a circa il 3% annuo.⁹⁴ Questa solidità ha portato la media quinquennale al 2%, un netto miglioramento rispetto all'1,5% del periodo post-GFC.

L'inflazione, quindi, non dovrebbe necessariamente scendere drasticamente perché la Fed possa abbassare i tassi – basterebbe che fosse meno volatile e meno soggetta a sorprese al rialzo. A quel punto, i policymaker della Fed potrebbero mantenere i tassi di politica monetaria su livelli più bassi, riducendo l'incertezza e i premi di rischio.

⁹⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, dicembre 2025.



Il primo e principale canale attraverso cui l'AI potrebbe contenere l'inflazione è la possibilità di aumentare la produttività del lavoro più rapidamente rispetto alla crescita della retribuzione oraria – più output per ora – anche con salari in crescita. In ampie porzioni dell'economia, ciò consentirebbe alle aziende di soddisfare la domanda senza dover aumentare i prezzi per proteggere i margini.

I policymaker della Fed sono sempre più concentrati esplicitamente sui legami tra innovazione, produttività e il loro doppio mandato (massima occupazione e stabilità dei prezzi). Inoltre, l'apporto degli agenti AI all'output potenziale contribuirebbe a contrastare il rischio posto alle economie sviluppate dall'invecchiamento della popolazione e da politiche migratorie più restrittive.

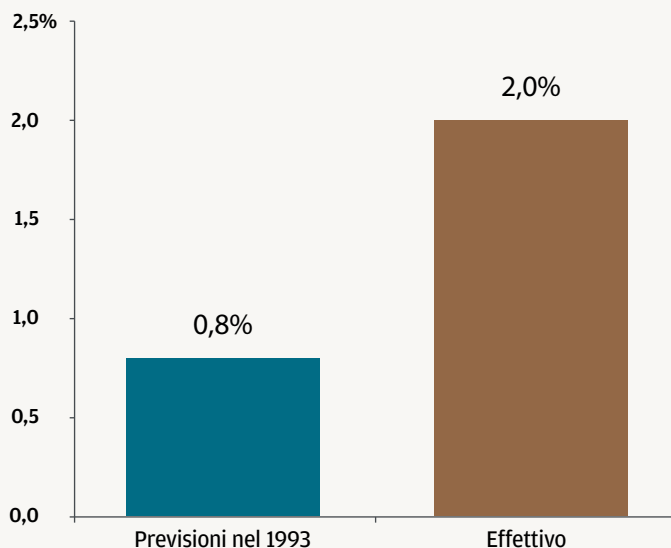
Il secondo beneficio derivante dalla produttività potenziata dall'AI, e il secondo canale attraverso cui l'AI potrebbe contenere l'inflazione, è di natura fiscale. Il rapporto debito/PIL è in gran parte determinato dal gap tra il tasso di crescita nominale dell'economia e il costo effettivo del debito governativo, più il deficit primario. Una produttività più elevata aumenta la crescita reale (e il PIL nominale), mentre una minore volatilità inflazionistica può sostenere un percorso di politica monetaria più accomodante nel tempo.⁹⁵

Questo è rilevante perché gli Stati Uniti partono da un livello di debito elevato: il Congressional Budget Office prevede che il debito pubblico, pari a circa il 100% del PIL nel 2025, salirà al 118% entro il 2035 secondo la normativa attuale.⁹⁶ Anche miglioramenti modesti e sostenuti nella produttività di tendenza potrebbero cambiare questa traiettoria.⁹⁷

Una crescita nominale più elevata del PIL genera anche maggiori entrate fiscali per il governo federale, migliorando la copertura degli interessi. Il miglior precedente storico potrebbe essere il boom di produttività degli anni '90. Nel 1993, le previsioni indicavano una crescita della produttività dello 0,8% e un rapporto debito/PIL del 61% per il 2000. Invece, grazie al personal computer e a Internet, i risultati effettivi a fine millennio furono una crescita della produttività del 2,0% e un rapporto debito/PIL del 34%.

IL BOOM DI PRODUTTIVITÀ GUIDATO DALLA TECNOLOGIA DEGLI ANNI '90 HA SUPERATO LE ASPETTATIVE

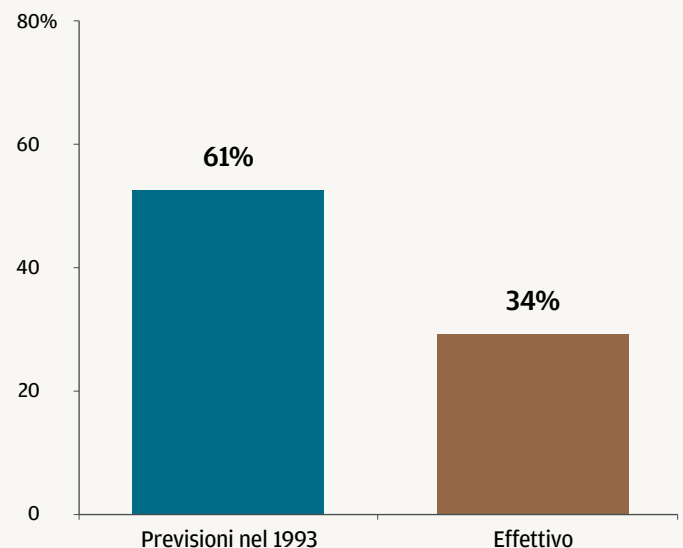
Crescita della produttività nel 2000, %



Fonte: U.S. Congressional Budget Office.

MAGGIORE PRODUTTIVITÀ HA RIDOTTO IL RAPPORTO DEBITO/PIL

Rapporto debito/PIL USA nel 2000, %



Fonte: U.S. Congressional Budget Office.

⁹⁵ Migliorando l'aritmetica ($r - g$) che determina se il debito si stabilizza o si compone. r è il tasso d'interesse reale; g è il tasso di crescita reale. Quando $r < g$, il rapporto debito/PIL può stabilizzarsi o scendere.

⁹⁶ Congressional Budget Office, "The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035", gennaio 2025.

⁹⁷ Aumentando il denominatore del PIL e attenuando, al margine, la pressione dei costi per interessi.

Implicazioni per gli investimenti

Riteniamo che la narrativa prevalente sul superciclo AI sia diventata troppo pessimista.

Il fatto che Wall Street sia ribassistica — su una tecnologia che sta guidando un’adozione record da parte di famiglie e aziende, investimenti senza precedenti in energia e infrastrutture, e guadagni di produttività osservabili, mentre potenzialmente ridefinisce sanità, istruzione, sfide demografiche e sostenibilità del debito — dice più sulla difficoltà dei mercati nel processare cambiamenti strutturali che sulla tecnologia stessa.

È spesso più facile identificare ciò che la tecnologia sostituirà e distruggerà che immaginare il futuro che renderà possibile. L'uso industriale dell'elettricità ha eliminato il vincolo della potenza limitata, sbloccando livelli di output che un economista del 1886 non avrebbe potuto concepire. Il computer ha eliminato il vincolo dell'informazione limitata, consentendo forme di scala e coordinamento che un economista del 1966 non avrebbe mai potuto modellare.

Allo stesso modo, oggi l'AI sta superando il vincolo dell'expertise finita. Gli operatori di mercato nel 2026 faticano perché la portata potenziale del suo impatto è difficile da apprezzare.

A nostro avviso, le evidenze suggeriscono di investire in un superciclo AI in corso, pur riconoscendo che la disruption avrà conseguenze sia per il lavoro sia per i modelli di business. Questo è particolarmente rilevante considerando che circa il 50% dell'S&P 500 è rappresentato dal settore tecnologico, incluse le “Magnifiche Sette”.⁹⁸

⁹⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Nvidia e Tesla.

Proponiamo un approccio diversificato per cogliere il potenziale:

◇ **Continuare a investire nelle società che beneficiano della costruzione dei data center**

Le industrie che controllano i colli di bottiglia fisici nella costruzione delle infrastrutture AI dovrebbero continuare a registrare buone performance. Le aziende della filiera dei semiconduttori, i produttori di apparecchiature di rete e fibre ottiche, e gli operatori nel settore della generazione e trasmissione di energia beneficiano tutti della crescita degli investimenti in conto capitale. Un aspetto fondamentale: si tratta di un tema globale. Queste aziende si distinguono per avere alcuni dei fondamentali più solidi sul mercato. Non solo superano la Rule of 40 – il parametro diffuso nel venture capital e nel private equity tecnologico, secondo cui la somma di crescita dei ricavi e margine operativo deve superare il 40% – ma la ridefiniscono completamente.⁹⁹

Nvidia, il principale beneficiario del ciclo AI finora, è di fatto una società ‘Rule of 140’: la somma delle sue metriche di crescita e redditività è oltre tre volte la soglia standard. Eppure, nonostante fondamentali così eccezionali, gli investitori potrebbero già star scontando un picco nelle vendite. Al momento della stesura, il titolo Nvidia scambiava a un P/E forward inferiore del 40% rispetto alla propria media decennale.

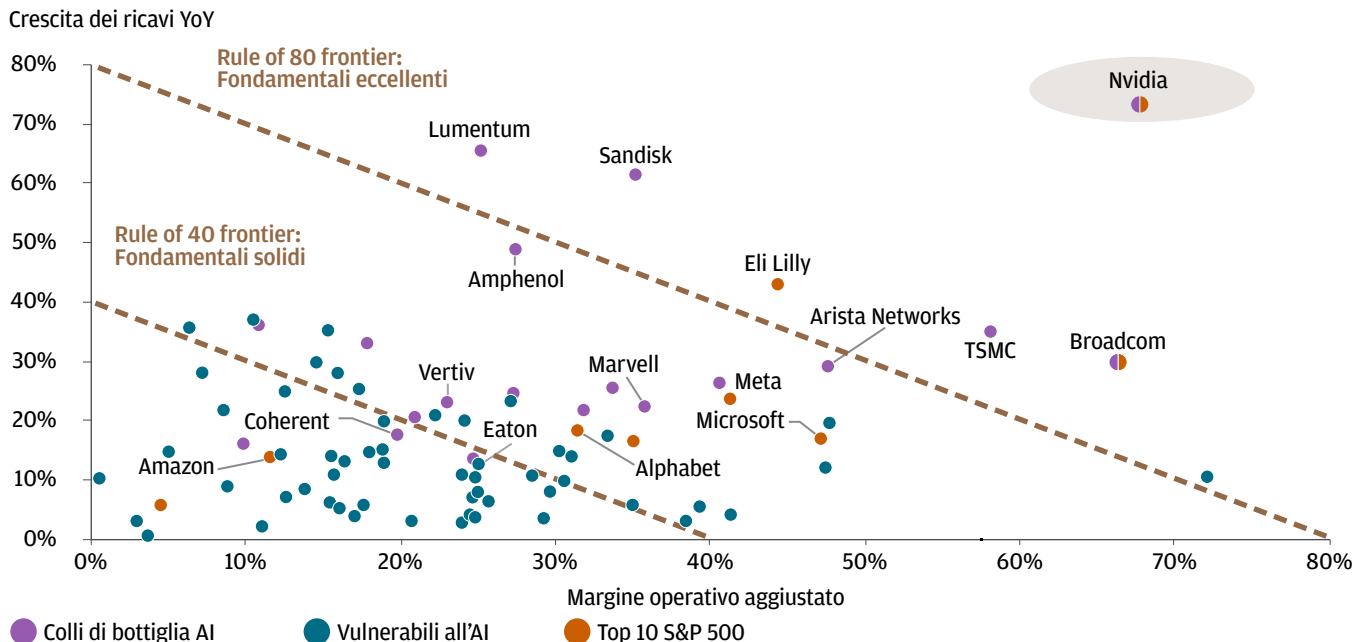
◇ **Concentrarsi sulle opportunità nella generazione, trasmissione e stoccaggio di energia**

Il tempo di attesa per i produttori che desiderano collegarsi alla rete è di tre-cinque anni. L’arretrato per le tecnologie di generazione “dietro il contatore”,¹⁰⁰ da produttori come GE Vernova e Caterpillar, si estende fino alla fine del decennio.

Le aziende saranno probabilmente caute nell’aumentare la capacità, viste le conseguenze dell’euforia del settore energetico durante la bolla tecnologica degli anni ‘90.¹⁰¹ L’AI è energivora e gli asset legati all’energia sembrano destinati a beneficiarne. Preferiamo implementare questa idea tramite fondi infrastrutturali privati, che consentono la proprietà diretta di asset di generazione, trasmissione e stoccaggio. Anche le utility quotate e i prodotti strutturati legati a società selezionate dovrebbero essere presi in considerazione.

I BENEFICIARI DELL’AI TENDONO AD AVERE FONDAMENTALI SOLIDI

Crescita dei ricavi YoY vs. margine operativo aggiustato



Fonte: Bloomberg Finance L.P. FactSet. Dati al 20 aprile 2026. Nota: Per le aziende che non riportano il margine operativo aggiustato, è stato utilizzato il margine operativo. I dati sono relativi al trimestre più recente disponibile.

⁹⁹ La Rule of 40 stabilisce che, quando la somma tra il margine operativo di un'azienda e il suo tasso di crescita dei ricavi supera 40, il titolo dovrebbe scambiare a valutazioni premium e generare extra-rendimenti.

¹⁰⁰ La generazione behind-the-meter indica una capacità di produzione elettrica installata, prodotta e utilizzata in loco da un'impresa, uno stabilimento o un cliente residenziale, anziché immessa nella rete elettrica; in questo modo l'energia viene generata e consumata prima ancora di transitare dal contatore di fatturazione della utility.

¹⁰¹ Vi fu una tesi analoga sull'energia durante il boom di internet: allora le società produttrici di turbine a gas naturale reagirono aumentando la capacità e finirono per soffrire quando si manifestò la fase di bust.



◇ Considerare gli hyperscaler, alcuni dei quali trattano a sconto rispetto al mercato

Riteniamo inoltre che gli hyperscaler siano ben posizionati per beneficiare della continua adozione dell'AI, anche se i partecipanti al mercato sono diventati più scettici riguardo ai loro piani di espansione del capex. I dirigenti aziendali continuano a dichiarare che la domanda di capacità cloud per applicazioni, progetti e aziende AI supera l'offerta disponibile.

Il costo dell'accesso on-demand alla potenza di calcolo AI (noleggio GPU) è aumentato del 40% da ottobre 2025.¹⁰² L'ascesa dei modelli AI agentici e di ragionamento dovrebbe ulteriormente incrementare la domanda, a beneficio dei fornitori di token¹⁰³ (ad esempio Microsoft Azure, Google Cloud).¹⁰⁴

◇ Esplorare le opportunità nei mercati privati

Continuiamo a trovare alcuni degli esempi più interessanti di aziende che sviluppano applicazioni consumer ed enterprise nei mercati privati. Tra qualche anno, non ci sorprenderemmo se alcune di queste startup rappresentassero la prossima generazione di leader tecnologici quotati. Siamo particolarmente interessati ai temi emergenti della "AI fisica", inclusa la robotica.

◇ Se la nostra view dovesse rivelarsi errata, le azioni ex-USA e il reddito fisso core potrebbero offrire una protezione ai portafogli fortemente esposti agli Stati Uniti

Le azioni non statunitensi hanno in generale una minore esposizione al settore tecnologico e all'AI. La resilienza dei mercati azionari fuori dagli Stati Uniti durante lo scoppio della bolla tech nei primi anni 2000 suggerisce che potrebbero performare relativamente bene in caso di crisi AI.¹⁰⁵

Uno scenario di crollo dell'AI favorirebbe anche il reddito fisso core. È difficile immaginare che l'espansione economica possa reggere a un collasso del ciclo di investimenti AI, e le obbligazioni potrebbero sovraperformare in caso di contrazione della crescita. Nei cinque anni successivi al picco della bolla dot-com nel 2000, il reddito fisso core ha reso il 5,9% annuo, mentre le azioni globali hanno reso il 2,7% all'anno.

¹⁰² SemiAnalysis, aprile 2026.

¹⁰³ I token provider sono piattaforme cloud hyperscale che vendono accesso a modelli di linguaggio di grandi dimensioni e a sistemi di ragionamento su base d'uso, con prezzi per token elaborato (token di input, output e reasoning), fornendo al contempo il computing, il networking e l'orchestrazione necessari per eseguirli su larga scala.

¹⁰⁴ A titolo esemplificativo, il multiplo enterprise value/EBITDA di Microsoft è sceso a 12x per la prima volta dal 2018, mentre l'EBITDA è aumentato di 3,7 volte nello stesso periodo.

¹⁰⁵ Dalla fine del 2000 alla fine del 2005, le azioni dei mercati sviluppati (DM) esclusi gli Stati Uniti hanno sovraperformato le azioni statunitensi di 25 punti percentuali.



Conclusione

Shock e dislocazioni
creano punti
di ingresso per
investitori pazienti

Siamo entrati nel 2026 monitorando tre temi – frammentazione, inflazione e AI – perché ritenevamo sarebbero stati i principali driver dei rendimenti di portafoglio, non solo quest’anno ma anche oltre. Ne siamo ancora convinti.

Diversi shock hanno ridefinito il rischio su tutti e tre i fronti, e questa dislocazione sta creando punti di ingresso per investitori pazienti.

Il nostro *Outlook* analizza cosa potrebbe andare bene e cosa potrebbe andare male, e dove i partecipanti al mercato potrebbero sottovalutare o sopravvalutare i rischi. Il nostro obiettivo, tuttavia, non è prevedere gli shock. È costruire portafogli che vi permettano di restare investiti con consapevolezza: allineare l’allocazione al vostro piano finanziario, ribilanciare nelle fasi di dislocazione dei mercati e mantenere un approccio disciplinato nel rivedere le posizioni quando le condizioni cambiano.

Il vostro team J.P. Morgan è a disposizione per supportare voi e la vostra famiglia.

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 Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Kriti Gupta

Senior U.S. Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Joshua Lewin

Head of APAC Investment Strategy

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

Alexander Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

DEFINIZIONI DI INDICI E TERMINI

Gli indici sono presentati esclusivamente a scopo illustrativo. Un indice non è gestito, non rappresenta un prodotto d'investimento e non può essere considerato per un investimento diretto. I rendimenti degli indici non riflettono la deduzione di commissioni o spese e presuppongono la reinvestizione di dividendi e interessi. Tutti gli indici sono denominati in dollari statunitensi, salvo diversa indicazione. Gli indici sono, per loro natura, strumenti intrinsecamente deboli per la previsione o il confronto. Forniscono una rappresentazione ipotetica da utilizzare come benchmark.

Asset alternativi: Categorie di investimento al di fuori dei mercati tradizionali azionari e obbligazionari, tra cui private equity, credito privato, hedge fund, asset reali e altre strategie che spesso presentano caratteristiche di rischio, rendimento e liquidità differenti rispetto ai mercati pubblici.

Belt and Road Initiative: Strategia globale di infrastrutture e investimenti lanciata dalla Cina per rafforzare il commercio, i trasporti e la connettività economica tra Asia, Europa, Africa e altre regioni attraverso progetti di sviluppo su larga scala.

Portafogli buyout: Portafogli di private equity focalizzati sull'acquisizione di partecipazioni di controllo in aziende consolidate, tipicamente utilizzando leva finanziaria, con l'obiettivo di migliorare le operazioni, la redditività e il valore a lungo termine prima dell'uscita.

Indice Cliffwater Direct Lending: Indice che misura la performance dei fondi di lending diretto, che concedono prestiti a società di medie dimensioni. Offre una panoramica sulle caratteristiche di rischio e rendimento di questa classe di attivi, riflettendo le tendenze e la performance del mercato del debito privato.

Fornitori di servizi cloud: Aziende che offrono risorse informatiche come archiviazione dati, potenza di calcolo, networking e servizi software tramite internet, consentendo agli utenti di accedere a infrastrutture tecnologiche scalabili su richiesta.

Indice dei prezzi al consumo (CPI): Misura dell'inflazione che monitora la variazione media nel tempo dei prezzi pagati dai consumatori per un paniere rappresentativo di beni e servizi, comunemente utilizzata per valutare i cambiamenti nel costo della vita.

Obbligazioni core: Categoria di investimenti in obbligazioni composta tipicamente da titoli di alta qualità e rating investment grade, come titoli di Stato e obbligazioni corporate di elevato merito creditizio, spesso utilizzata come allocazione fondamentale nei portafogli diversificati.

Spread di credito: Differenza di rendimento tra un'obbligazione e un titolo di Stato di pari scadenza, che riflette la remunerazione aggiuntiva richiesta dagli investitori per il rischio di credito.

Rapporto debito/PIL: Misura del debito pubblico di un paese rispetto al suo prodotto interno lordo, comunemente utilizzata per valutare la sostenibilità fiscale e la capacità del governo di onorare i propri obblighi.

Azioni dei mercati sviluppati (DM): Titoli azionari di paesi con economie avanzate, mercati finanziari consolidati e standard di vita elevati, come Stati Uniti, Europa occidentale e Giappone.

Lending diretto: Forma di credito privato in cui finanziatori non bancari concedono prestiti direttamente alle aziende, spesso di medie dimensioni, al di fuori dei mercati pubblici tradizionali di obbligazioni o prestiti sindacati.

Azioni dei mercati emergenti (EM): Titoli azionari di paesi con economie in via di sviluppo che stanno transitando verso una maggiore industrializzazione e integrazione di mercato, spesso caratterizzati da un potenziale di crescita superiore e maggiore volatilità.

Indice del costo del lavoro: Misura pubblicata dal Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti che monitora le variazioni del costo del lavoro, inclusi salari, stipendi e benefit pagati dai datori di lavoro, fornendo una panoramica sulle tendenze dell'inflazione salariale.

Investimento diretto estero (IDE): Investimento effettuato da una società o individuo di un paese in attività commerciali o asset in un altro paese, tipicamente implicando un interesse gestionale duraturo e una relazione economica a lungo termine.

Flusso di cassa libero: Il denaro generato dalle operazioni di un'azienda dopo aver contabilizzato le spese in conto capitale, spesso utilizzato come indicatore di flessibilità finanziaria e capacità di pagare dividendi, rimborsare debiti o reinvestire.

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

Gruppo dei Sette (G-7): Forum informale composto da sette grandi economie avanzate – Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti – che si riuniscono per discutere politiche economiche, questioni globali e cooperazione internazionale.

Unità di elaborazione grafica (GPU): Chip specializzati progettati per gestire in modo efficiente compiti di elaborazione parallela, ampiamente utilizzati nei data center e nelle applicazioni di intelligenza artificiale per accelerare calcoli complessi.

Hedge fund: Veicoli di investimento collettivo che impiegano una vasta gamma di strategie, incluse posizioni long/short, leva finanziaria e derivati, con l'obiettivo di generare rendimenti meno correlati alle classi di attivi tradizionali.

Indici Hedge Fund Research, Inc. (HFRI): Serie di indici che monitorano la performance di varie strategie di hedge fund, fornendo benchmark per la performance degli hedge fund in stili come equity hedge, event-driven, macro e relative value.

Offerte pubbliche iniziali (IPO): Processo mediante il quale una società privata offre le proprie azioni al pubblico per la prima volta, diventando una società quotata in borsa.

Software as a service (SaaS) legacy: Aziende di software consolidate che offrono applicazioni tramite modelli di abbonamento ospitati su cloud, spesso con prezzi per utente o per licenza.

Spread dei prestiti leveraged: Differenza di rendimento tra prestiti leveraged e tassi di riferimento, che riflette la remunerazione richiesta dagli investitori per prestare a società con rating creditizio inferiore.

Gas naturale liquefatto (GNL): Gas naturale raffreddato fino allo stato liquido per facilitarne lo stoccaggio e il trasporto, comunemente utilizzato nei mercati energetici globali per agevolare il commercio internazionale.

Hedge fund macro: Hedge fund che cercano di trarre profitto da tendenze economiche generali investendo in diverse classi di attivi – azioni, obbligazioni, valute e materie prime – sulla base di visioni macroeconomiche.

Magnificent Seven: Il gruppo “Magnificent Seven” si riferisce a società influenti nel mercato azionario statunitense: Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA e Tesla.

Indice MSCI All-Country World (ACWI): Indice aggiustato per il free float e ponderato per la capitalizzazione di mercato, che misura la performance dei mercati azionari sviluppati ed emergenti a livello globale.

Indice MSCI Asia ex-China: Indice che misura la performance dei mercati azionari dei paesi asiatici, escludendo la Cina, offrendo esposizione alla regione isolando le dinamiche specifiche del mercato cinese.

Indice MSCI China: Indice che offre una copertura completa delle azioni large e mid cap di varie classi di azioni cinesi, incluse A shares, H shares, B shares, Red chips, P chips e quotazioni estere, rappresentando circa l'85% del mercato azionario cinese.

Indice MSCI USA: Indice che misura la performance dei segmenti large e mid cap del mercato azionario statunitense, offrendo una rappresentazione ampia delle tendenze del mercato azionario USA.

Campioni nazionali: Aziende che svolgono ruoli strategici nelle rispettive economie domestiche, spesso beneficiando di scala, supporto politico o posizionamento strategico in settori chiave.

Indice NCREIF Property – ODCE: Benchmark che monitora la performance dei fondi immobiliari core aperti negli Stati Uniti, focalizzati su proprietà commerciali diversificate e generatrici di reddito.

PIL nominale: Valore totale dei beni e servizi prodotti da un'economia misurato ai prezzi di mercato correnti, senza aggiustamento per l'inflazione.

OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico): Organizzazione internazionale composta principalmente da paesi sviluppati che promuove politiche volte a migliorare il benessere economico e sociale attraverso ricerca, analisi e cooperazione internazionale.

Margini operativi: Misura della redditività calcolata come reddito operativo diviso per i ricavi, che indica l'efficienza con cui un'azienda gestisce le proprie attività principali.

Indice delle spese per consumi personali (PCE): Misura completa dei prezzi pagati per beni e servizi dai residenti negli Stati Uniti, ampiamente utilizzata dalla Federal Reserve come indicatore dell'inflazione.

Multiplo prezzo/utigli (P/E): Metodologia di valutazione calcolata dividendo il prezzo dell'azione per l'utile per azione, comunemente utilizzata per valutare quanto gli investitori sono disposti a pagare per gli utili.

Sconto prezzo/valore netto (BDCs): Differenza percentuale tra il prezzo di mercato di una business development company e il suo valore netto per azione, spesso utilizzata per valutare la valorizzazione rispetto agli asset sottostanti.

Rapporto prezzo/vendite: Misura di valutazione che confronta il valore di mercato di un'azienda con i suoi ricavi, spesso utilizzata quando gli utili sono volatili o negativi.

Credito privato: Prestiti non bancari concessi alle aziende tramite negoziazioni private, offrendo esposizione a redditi a tasso variabile e, tipicamente, minore liquidità rispetto ai mercati pubblici del debito.

Private equity: Investimenti in società non quotate o acquisizioni di società quotate, tipicamente finalizzati alla creazione di valore a lungo termine tramite miglioramenti operativi e crescita strategica.

Indice dei prezzi alla produzione (PPI): Misura dell'inflazione che monitora le variazioni dei prezzi ricevuti dai produttori di beni e servizi, spesso considerata come indicatore anticipato delle pressioni sui prezzi al consumo.

Russell 3000: Indice azionario ampio che misura la performance di circa 3.000 società statunitensi, rappresentando la maggior parte del mercato azionario investibile USA.

S&P 500®: Considerato il principale indicatore del mercato azionario statunitense, questo indice include 500 delle principali società di vari settori, focalizzandosi sul segmento large cap e rappresentando circa l'80% della capitalizzazione totale di mercato.

Indice S&P Expanded Technology Software (IGV): Indice che monitora la performance delle società di software quotate negli Stati Uniti nel settore tecnologico, comunemente utilizzato come benchmark per le azioni del settore software.

Fornitori di token: Piattaforme cloud hyperscale che vendono l'accesso a grandi modelli linguistici e altri sistemi di IA su base di utilizzo, tipicamente con prezzi per token elaborato, fornendo l'infrastruttura e la capacità computazionale sottostante.

Rendimento del Treasury USA a 10 anni: Tasso di interesse pagato dal governo degli Stati Uniti sul suo titolo a 10 anni, che funge da riferimento chiave per i tassi di interesse e le aspettative degli investitori.

USMCA (Accordo Stati Uniti-Messico-Canada): Accordo commerciale che regola le relazioni economiche tra i tre paesi, sostituendo il North American Free Trade Agreement (NAFTA).

Venture capital: Forma di private equity che investe in aziende in fase iniziale e ad alto potenziale di crescita, tipicamente in cambio di partecipazione azionaria e con maggiore potenziale di rischio e rendimento.

Indice di volatilità VIX: Misura della volatilità attesa del mercato azionario, derivata dai prezzi delle opzioni sul S&P 500, spesso considerata come indicatore di incertezza del mercato.

Assunzioni di Mercato a Lungo Termine JPMAM (JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions)

Considerata la complessità dei trade-off tra rischio e rendimento, consigliamo ai clienti di affidarsi sia al giudizio personale sia ad approcci quantitativi di ottimizzazione nella definizione delle allocazioni strategiche. Si precisa che tutte le informazioni presentate si basano su analisi qualitative. Non è consigliabile affidarsi esclusivamente a quanto sopra. Queste informazioni non costituiscono una raccomandazione ad investire in una specifica classe di attivo o strategia, né rappresentano una promessa di performance futura. Si noti che queste assunzioni sulle classi di attivo e sulle strategie sono esclusivamente passive – non considerano l’impatto della gestione attiva. I riferimenti ai rendimenti futuri non sono promesse né stime dei rendimenti effettivi che un portafoglio cliente potrebbe ottenere. Le assunzioni, opinioni e stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non devono essere considerate come raccomandazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari. Le previsioni sulle tendenze dei mercati finanziari, basate sulle condizioni attuali, riflettono 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. Questo materiale è stato preparato esclusivamente a scopo informativo e non intende fornire, né deve essere utilizzato come, consulenza contabile, legale o fiscale. I risultati delle assunzioni sono presentati solo per scopi di illustrazione/discussione e sono soggetti a significative limitazioni.

Le stime di rendimento “atteso” o “alfa” sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni nei dati storici da cui sono ricavate possono portare a diverse implicazioni sui rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivo dipendono da uno scenario economico; i rendimenti effettivi, qualora lo scenario si realizzasse, potrebbero essere superiori o inferiori, come già accaduto in passato, pertanto l’investitore non dovrebbe aspettarsi di ottenere rendimenti simili a quelli qui riportati. I riferimenti ai rendimenti futuri, sia per strategie di allocazione sia per classi di attivo, non costituiscono promesse di rendimenti effettivi per il portafoglio del cliente. A causa delle limitazioni intrinseche di tutti i modelli, i potenziali investitori non dovrebbero basare esclusivamente su di essi le proprie decisioni. Il modello non può tenere conto dell’impatto che fattori economici, di mercato e altri possono avere sull’implementazione e sulla gestione continuativa di un portafoglio reale. Diversamente dai risultati di portafogli effettivi, i risultati del modello non riflettono negoziazioni reali, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori che potrebbero influenzare i rendimenti futuri. Le assunzioni del modello sono esclusivamente passive – non considerano l’impatto della gestione attiva. La capacità del gestore di ottenere risultati analoghi è soggetta a fattori di rischio sui quali può avere controllo limitato o nullo.

Le opinioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come consulenza o raccomandazione di acquisto o vendita di investimenti in alcuna giurisdizione, né come impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare a qualsiasi delle operazioni menzionate. Qualsiasi previsione, dato, opinione, tecnica o strategia d’investimento presentata ha scopo puramente informativo, si basa su determinate assunzioni e condizioni di mercato attuali ed è soggetta a modifiche senza preavviso. Tutte le informazioni qui presentate sono considerate accurate al momento della produzione. Questo materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare una decisione di investimento e non deve essere utilizzato per valutare il merito di investire in strumenti finanziari o prodotti. Inoltre, gli utenti dovrebbero effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, regolamentari, fiscali, creditizie e contabili e determinare, insieme al proprio professionista finanziario, se un investimento menzionato sia appropriato per i propri obiettivi personali. Gli investitori dovrebbero assicurarsi di ottenere tutte le informazioni rilevanti disponibili prima di effettuare qualsiasi investimento. Si ricorda che l’investimento comporta rischi; il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono variare in funzione delle condizioni di mercato e degli accordi fiscali e gli investitori potrebbero non recuperare l’intero importo investito. Sia la performance passata sia il rendimento non sono indicatori affidabili dei risultati attuali o futuri.

Comprendere le stime di lungo termine

La nostra ricerca in ambito di gestione degli investimenti incorpora proiezioni proprietarie sui rendimenti e sulla volatilità di ciascuna classe di attivo nel lungo periodo, nonché stime delle correlazioni tra le classi di attivo. È evidente che le società finanziarie non possono prevedere come si comporteranno i mercati in futuro. Tuttavia, riteniamo che analizzando le condizioni economiche e di mercato attuali, le tendenze storiche e, soprattutto, effettuando proiezioni sulla crescita economica futura, sull’inflazione e sui rendimenti reali per ciascun paese, sia possibile stimare la performance di lungo termine di un’intera classe di attivo, considerando i livelli attuali e quelli di equilibrio stimati. Il livello di “equilibrio” rappresenta la media o la tendenza centrale di una variabile di mercato o macroeconomica, come il rendimento o lo spread di credito, che ci si attende prevalga nel lungo periodo, poiché rappresenta il valore intrinseco di un determinato mercato. Le assunzioni di rendimento si basano sul nostro processo proprietario di costruzione a blocchi per ciascuna classe di attivo. Ad esempio, i blocchi per l’azionario comprendono proiezioni su inflazione, crescita reale degli utili, rendimento da dividendi e impatto delle valutazioni. I blocchi per la redditività fisso includono proiezioni sui rendimenti futuri e variazioni dei prezzi delle obbligazioni. Le stime per gli alternativi sono guidate dalla nostra analisi storica e dal giudizio sulla relazione con i

mercati pubblici. È possibile – anzi, probabile – che i rendimenti effettivi si discostino notevolmente da questa aspettativa, anche per diversi anni. Tuttavia, riteniamo che i rendimenti di mercato torneranno sempre, prima o poi, alla tendenza di equilibrio. Crediamo inoltre che valutazioni prospettiche di questo tipo siano molto più accurate delle tendenze storiche nel determinare quale sarà la performance delle classi di attivo e come definire la migliore composizione di portafoglio.

Nel valutare questo materiale, si prega di comprendere che tutti i riferimenti ai rendimenti attesi non costituiscono promesse, né stime, di rendimenti effettivi che si possano ottenere. Le assunzioni non si basano su prodotti specifici e non riflettono commissioni, come commissioni di gestione, di supervisione, costi di transazione o altre spese che potrebbero ridurre il rendimento. Mostrano semplicemente quale dovrebbe essere il rendimento di lungo termine, secondo le nostre migliori stime delle condizioni attuali e di equilibrio. Si noti inoltre che la performance effettiva può essere influenzata dall'esperienza della persona che gestisce effettivamente questi investimenti, sia nella selezione dei singoli titoli sia nell'eventuale aggiustamento periodico della composizione per sfruttare sottovalutazioni e sopravvalutazioni delle classi di attivo causate dalle tendenze di mercato.

Ai fini di questa analisi, la volatilità è definita come una misura statistica della dispersione dei rendimenti di una determinata allocazione ed è misurata come la deviazione standard del rendimento aritmetico dell'allocazione. Il rapporto di Sharpe è una misura di rendimento/risco, dove il rendimento (numeratore) è definito come il rendimento annuale incrementale di un investimento rispetto al tasso privo di rischio. Il rischio (denominatore) è definito come la deviazione standard (volatilità) del rendimento dell'allocazione meno il tasso privo di rischio. Il tasso privo di rischio utilizzato è la premessa di lungo termine di J.P. Morgan per la liquidità.

La correlazione è una misura statistica del grado in cui i movimenti di due variabili, in questo caso i rendimenti delle classi di attivo, sono correlati. La correlazione può variare da -1 a 1, con 1 che indica che i rendimenti di due attivi si muovono in modo direzionale e sincronizzato, cioè si comportano allo stesso modo nello stesso periodo. Una correlazione pari a 0 indica che i rendimenti si muovono indipendentemente, mentre -1 indica che si muovono in direzioni opposte.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Principali rischi

Investimenti alternativi: investire in asset alternativi comporta rischi più elevati rispetto agli investimenti tradizionali, inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, la limitata liquidità e il rischio di valutazione, ed è indicato esclusivamente per investitori con conoscenze ed esperienza sufficienti a valutarne benefici e rischi. Gli investimenti alternativi non devono essere considerati un programma d'investimento completo e le distribuzioni non sono garantite. Potrebbero non essere fiscalmente efficienti e l'investitore dovrebbe consultare il proprio consulente fiscale prima di investire. Gli investimenti alternativi presentano spesso commissioni più elevate rispetto agli investimenti tradizionali; inoltre possono essere fortemente leveraged e ricorrere a tecniche di investimento speculative, che possono amplificare perdite o profitti – inclusa la possibilità di perdere l'intero investimento. Per informazioni complete sulla specifica gamma di rischi associata a ciascun investimento alternativo, consultare l'offering memorandum.

Obbligazioni: le obbligazioni sono soggette al rischio di tasso d'interesse, nonché al rischio di credito e di default dell'emittente. In generale, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono quando i tassi d'interesse aumentano.

Materie prime: gli investimenti in materie prime possono presentare una volatilità superiore rispetto agli investimenti in titoli tradizionali, in particolare se gli strumenti utilizzati prevedono leva finanziaria. Il valore degli strumenti derivati collegati alle materie prime può essere influenzato da variazioni dei movimenti complessivi di mercato, dalla volatilità degli indici delle materie prime, da cambiamenti dei tassi d'interesse o da fattori che incidono su uno specifico settore o su una determinata materia prima, quali siccità, inondazioni, condizioni meteorologiche, malattie del bestiame, embarghi, dazi e sviluppi economici, politici e regolamentari internazionali. L'utilizzo di derivati collegati alle materie prime con leva finanziaria può offrire l'opportunità di rendimenti più elevati ma, al contempo, comporta la possibilità di perdite maggiori.

Diversificazione: la diversificazione e l'allocazione degli asset non garantiscono un profitto né proteggono da perdite.

Mercati emergenti: investire nei mercati emergenti comporta un grado di rischio più elevato e una volatilità maggiore rispetto ai mercati sviluppati. Le variazioni dei tassi di cambio e le differenze nei principi contabili e nelle politiche fiscali al di fuori della giurisdizione dell'investitore possono aumentare o ridurre i rendimenti. Alcuni mercati potrebbero non essere altrettanto stabili sul piano politico ed economico; inoltre, differenze nei regimi fiscali e nei sistemi giuridici al di fuori della giurisdizione dell'investitore possono generare rischi aggiuntivi. Gli investitori dovrebbero valutare attentamente tali rischi e consultare consulenti finanziari e legali prima di investire nei mercati emergenti.

Azioni: il prezzo dei titoli azionari può aumentare o diminuire in seguito a variazioni del mercato nel suo complesso o a cambiamenti della situazione finanziaria di una società, talvolta in modo rapido o imprevedibile. Il valore delle azioni può crescere in presenza di utili solidi o di aspettative di mercato positive, ma può anche diminuire per utili deboli o sentiment negativo; i dividendi non sono garantiti.

Reddito fisso: investire in strumenti a reddito fisso (come le obbligazioni) è soggetto a determinati rischi, inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, rischio di tasso d'interesse, di credito, di inflazione, di call, di default, di rimborso anticipato e di reinvestimento. Qualsiasi titolo a reddito fisso venduto o rimborsato prima della scadenza può comportare un guadagno o una perdita sostanziali.

Obbligazioni high yield: le obbligazioni High Yield (con rating pari o inferiore a BB+/Ba1 o prive di rating) sono titoli speculativi, non investment grade, con un rischio maggiore di default e di perdita. Questi investimenti sono adatti esclusivamente a investitori in grado di sostenere un livello di rischio più elevato.

Investimenti internazionali: gli investimenti internazionali potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. L'investimento internazionale comporta un grado di rischio più elevato e una maggiore volatilità. Alcuni mercati internazionali potrebbero non essere politicamente o economicamente stabili. Le posizioni estere sono soggette al rischio valutario, poiché le oscillazioni dei tassi di cambio tra la valuta estera dell'investimento e la valuta domestica del detentore possono incidere sul valore dell'investimento.

Obbligazioni municipali: gli investitori dovrebbero comprendere le potenziali implicazioni fiscali connesse all'acquisto di obbligazioni municipali. Alcune obbligazioni municipali sono soggette a imposizione federale se il detentore è assoggettato all'Alternative Minimum Tax. Eventuali plusvalenze sono imponibili a livello federale. L'investitore deve inoltre considerare che il reddito derivante da fondi di obbligazioni municipali esenti da imposta può essere soggetto a tassazione statale e locale e all'Alternative Minimum Tax (AMT).

Preferred: i titoli preferred presentano caratteristiche sia azionarie sia obbligazionarie. In genere sono titoli a lunga scadenza con call protection e si collocano tra debito e capitale proprio nella struttura del capitale. I titoli preferred comportano diversi rischi e considerazioni, tra cui: rischio di concentrazione; rischio di tasso d'interesse; rating creditizi inferiori rispetto alle singole obbligazioni; minore diritto sugli attivi rispetto alle obbligazioni individuali della società; rendimenti più elevati in funzione di tali caratteristiche di rischio; e implicazioni legate alla "callability", ossia la possibilità per l'emittente di rimborsare il titolo a un determinato prezzo dopo una certa data.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Azioni a piccola capitalizzazione: gli investimenti in società a piccola capitalizzazione comportano spesso rischi significativamente maggiori rispetto ai titoli di società più grandi e meglio conosciute, poiché tali emittenti possono non disporre della stessa competenza manageriale, delle medesime risorse finanziarie, della diversificazione di prodotto e dei punti di forza competitivi delle imprese di maggiori dimensioni. I prezzi dei titoli di società più piccole possono essere soggetti a movimenti di mercato più bruschi o erratici rispetto a quelli di società più grandi e consolidate, poiché tali titoli sono tipicamente negoziati con volumi inferiori e gli emittenti risultano generalmente più esposti a variazioni degli utili e delle prospettive. Oltre ai rischi di liquidità, nella vendita di posizioni rilevanti in titoli a piccola capitalizzazione, il venditore potrebbe dover cedere le partecipazioni a prezzi scontati rispetto alle quotazioni o dover effettuare una serie di vendite di piccola entità nell'arco di un periodo di tempo; i dividendi non sono garantiti.

Le prospettive e le performance passate non sono garanzia di risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutte le società citate sono riportate esclusivamente a fini illustrativi e non intendono costituire, in questo contesto, una raccomandazione o un avallo da parte di J.P. Morgan. Tutti i dati di mercato ed economici sono aggiornati al 20 aprile 2026 e provengono da Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics 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.

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

DEFINIZIONI E INFORMAZIONI IMPORTANTI

iscritta nel registro amministrativo della Banca di Spagna come succursale di J.P. Morgan SE al numero 1567.

In **Italia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Succursale di Milano**, sede legale in Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Succursale di Milano è anche sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); è iscritta presso la Banca d'Italia come succursale di J.P. Morgan SE al numero 8076; numero di iscrizione presso la Camera di commercio di Milano: REA MI - 2536325. Nei **Paesi Bassi**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch**, con sede legale presso il World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Paesi Bassi, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Amsterdam Branch è inoltre autorizzata e supervisionata da De Nederlandsche Bank (DNB) e dell'Autoriteit Financiële Markten (AFM) nei Paesi Bassi. Registrata presso la Kamer van Koophandel come filiale di J.P. Morgan SE. con il numero 72610220. In **Danimarca**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, con sede legale presso Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danimarca, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland è anche soggetta alla supervisione di Finanstilsynet (l'autorità di vigilanza finanziaria danese) ed è registrata presso Finanstilsynet come filiale di J.P. Morgan SE con il numero 29010. In **Svezia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, con sede presso Hamngatan 15, Stoccolma, 11147, Svezia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e sottoposta alla supervisione congiunta della Bafin, della Banca Centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e della Banca Centrale Europea (BCE); J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial è inoltre soggetta alla supervisione di Finansinspektionen (l'autorità di vigilanza finanziaria svedese) ed è registrata presso Finansinspektionen come filiale di J.P. Morgan SE. In **Belgio**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Filiale di Bruxelles** con sede legale al 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelles, Belgio, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Bruxelles è inoltre supervisionata dalla Banca Nazionale del Belgio (NBB) e dall'Autorità per i Servizi e i

Mercati Finanziari (FSMA) in Belgio; registrata presso la NBB con il numero di registrazione 0715.622.844. In **Grecia**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan SE - Filiale di Atene**, con sede legale in 3 Haritos Street, Atene, 10675, Grecia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE); La filiale di J.P. Morgan SE di Atene è anche supervisionata dalla Banca di Grecia; registrata presso la Banca di Grecia come filiale di J.P. Morgan SE con il codice 124; numero di registrazione della Camera di Commercio di Atene 158683760001; numero di partita IVA 99676577. In **Francia**, il presente materiale è distribuito da **JPMorgan SE - Filiale di Parigi**, con sede legale in 14, Place Vendôme, Parigi 75001, Francia, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e supervisionata congiuntamente dalla BaFin, dalla Banca Centrale Tedesca (Deutsche Bundesbank) e dalla Banca Centrale Europea (BCE) con il codice 842 422 972; JPMorgan SE - Filiale di Parigi è inoltre supervisionata dalle autorità bancarie francesi. l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) e l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). In **Svizzera**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan (Suisse) SA**, disciplinata in Svizzera dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, con sede legale in rue du Rhône, 35, 1204, Ginevra, Svizzera, autorizzata e supervisionata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), come banca e gestore titoli in Svizzera.

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

A **Hong Kong**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Hong Kong**, soggetta alla regolamentazione della Hong Kong Monetary Authority e della Securities and Futures Commission di Hong Kong. A Hong Kong cesseremo su Sua richiesta di usare gratuitamente i Suoi dati personali per i nostri fini di marketing. A **Singapore**, il presente materiale è distribuito da **JPMCB, Filiale di Singapore**, soggetta alla regolamentazione della Monetary Authority of Singapore. I servizi di negoziazione e consulenza e i servizi di gestione discrezionale degli investimenti sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/ Filiale di Singapore (come notificato). I servizi bancari e di deposito sono erogati da JPMCB, Filiale di Hong Kong/Filiale di Singapore (come notificato). 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 offrire e/o vendere titoli o altri strumenti finanziari che potrebbero non essere registrati ai sensi delle leggi che regolamentano i valori mobiliari o altri strumenti finanziari nel Suo Paese di origine e non soggetti a offerta pubblica in conformità a tali leggi. I suddetti titoli o strumenti sono offerti e/o venduti solo a titolo privato. Ogni comunicazione che Le inviamo relativamente a tali titoli o strumenti, compresa, a titolo esemplificativo, la consegna di un prospetto, delle condizioni d'investimento o di altro documento, non è da intendersi come un'offerta di vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto di qualsivoglia titolo o strumento in qualunque giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione è illegale. Inoltre, i suddetti titoli o strumenti potrebbero essere soggetti a determinate restrizioni normative e/o contrattuali nei successivi trasferimenti ed è Sua esclusiva responsabilità accertarsi dell'esistenza di dette limitazioni e rispettarle. Se il contenuto della presente pubblicazione fa riferimento a un fondo, questo non può essere offerto pubblicamente in alcun Paese dell'America Latina senza la previa registrazione dei titoli del Fondo ai sensi delle leggi vigenti nella relativa giurisdizione.

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.

© 2026 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

J.P.Morgan PRIVATE BANK