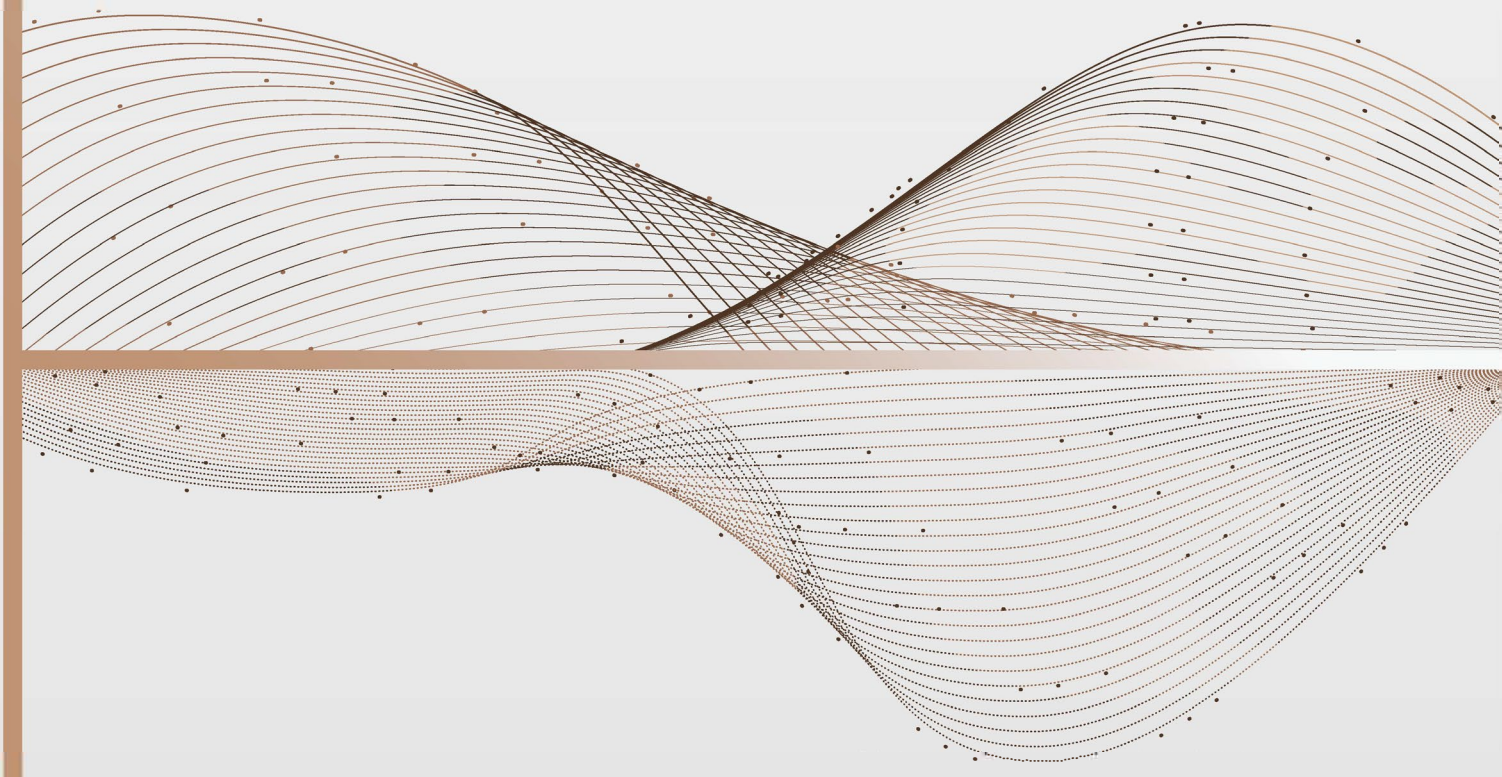
J.P.Morgan
PRIVATE BANK

Prospettive per il 2027

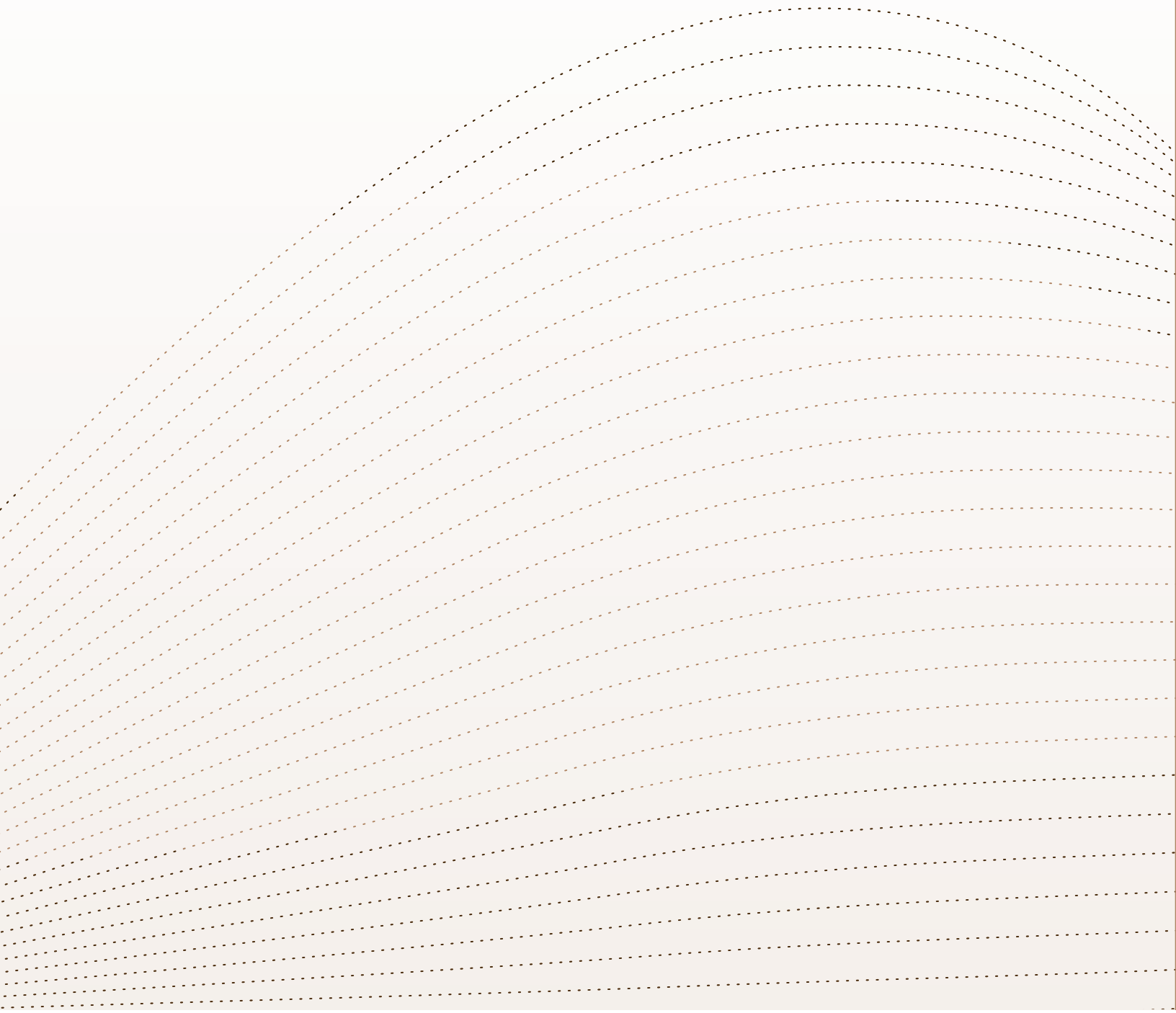
Il prezzo del progresso



J.P.Morgan
PRIVATE BANK

Il prezzo del progresso

Il Suo capitale è richiesto: stabilisca Lei a quali condizioni



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

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

Introduzione

Mentre ci avviciniamo al 2027, ci troviamo di fronte a due tendenze contrapposte. Il capitale, inteso attraverso i tassi d'interesse, offre rendimenti di base più elevati, e di conseguenza le nostre aspettative in termini di rendimento richiesto per investire sono aumentate. Al tempo stesso, la necessità di tale capitale continua a crescere per cogliere le opportunità e sostenere le esigenze che si profilano all'orizzonte. Imprese e governi si rivolgono agli investitori per finanziare le opportunità e le priorità future, in un momento in cui il capitale è più oneroso e le decisioni d'investimento devono superare un'asticella più elevata.

Nell'Outlook dello scorso anno abbiamo analizzato come tre forze — l'intelligenza artificiale (IA), la frammentazione globale e l'inflazione — stessero delineando una nuova frontiera dei mercati. Nel 2027, questa frontiera dovrà essere finanziata.

Le aziende hanno bisogno di capitale per realizzare appieno il potenziale dell'IA. I governi necessitano di capitale per rafforzare la sicurezza e la resilienza in un mondo frammentato. Parallelamente, inflazione, crescita economica e politica monetaria delle banche centrali continuano a plasmare il contesto d'investimento. Con la liquidità che offre oggi un rendimento credibile, gli investitori possono permettersi di essere selettivi nell'allocare il proprio capitale.

Ciò vale in particolare per lo sviluppo dell'IA. I mercati iniziano a interrogarsi se la portata degli investimenti in corso sarà in ultima analisi remunerativa. Riteniamo che l'IA sia una tecnologia trasformativa, destinata a cambiare in modo radicale il nostro modo di vivere e di lavorare. Crediamo altresì che gli investitori debbano essere selettivi, privilegiando le aziende che definiranno questa nuova frontiera.

In tale contesto, la diversificazione del portafoglio resta fondamentale. I rendimenti prospettici dei portafogli azioni-obbligazioni risultano i più interessanti da anni, ma la volatilità dei mercati genera un ampio ventaglio di scenari possibili. Un portafoglio diversificato e una prospettiva di lungo termine possono aiutare gli investitori ad affrontarli.

La nuova frontiera dei mercati inizia a prendere forma. Mentre gli investitori valutano le opportunità all'orizzonte, siamo orgogliosi di essere il Suo partner finanziario e restiamo impegnati ad aiutarLa a raggiungere i Suoi obiettivi di lungo periodo.



David Frame
CEO, J.P. Morgan Global Private Bank

Tre forze stanno rimodellando il panorama degli investimenti: l'intelligenza artificiale (IA), la frammentazione globale e l'inflazione.

Bilancio delle prospettive per il 2026

Tema	Ciò che pensavamo	Ciò che abbiamo ottenuto	Valutazione
INTELLIGENZA ARTIFICIALE	Gli investimenti e l'adozione dell'IA sarebbero proseguiti, creando opportunità tra hyperscaler, semiconduttori, infrastrutture energetiche e applicazioni sui mercati privati. Si sarebbero potute formare bolle, ma il rischio maggiore sarebbe stato quello di non partecipare ad una tecnologia trasformativa.	**+7.000 miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato nell'IA.** Le società fornitrici di componenti critici per l'IA hanno sovraperformato il mercato azionario nel suo complesso, mentre le aziende vulnerabili hanno sottoperformato. I ricavi dei laboratori di sviluppo dei modelli sono aumentati notevolmente.	**In linea con le attese.** Lo sviluppo dell'IA è rimasto vincolato dalla scarsità piuttosto che dall'eccesso di capacità. Non ravvisiamo le caratteristiche di una bolla finanziaria generalizzata, ma emergono segnali di riluttanza da parte dei mercati finanziari a sostenere ulteriori ampliamenti infrastrutturali.
FRAMMENTAZIONE GLOBALE	Sicurezza, resilienza e allineamento regionale avrebbero progressivamente sostituito l'efficienza. Sarebbero emerse opportunità laddove difesa, energia e catene di approvvigionamento convergono.	**Rialzo del 90% del prezzo del greggio.** Il conflitto in Iran ha messo ulteriormente sotto pressione le scorte di armamenti ed i flussi energetici globali. Le società posizionate per migliorare sicurezza e resilienza hanno sovraperformato il mercato azionario nel suo complesso. Inoltre, il sostegno governativo alla produzione strategica, alla difesa e all'energia ha continuato a crescere.	**In linea con le attese.** Abbiamo assistito ad una maggiore frammentazione globale. Lo stress geopolitico, in particolare il conflitto in Iran, è stato ancora più acuto di quanto previsto dal nostro scenario base.
INFLAZIONE	L'inflazione avrebbe stabilito un livello minimo più elevato e volatile e sarebbe stata esposta a shock ricorrenti. Gli investitori avrebbero dovuto proteggere il proprio potere d'acquisto con attività reali e strategie meno correlate.	**17 banche centrali globali su 37 hanno alzato i tassi.** L'inflazione è rimasta al di sopra del target e lo shock energetico ha rafforzato le pressioni esistenti sui prezzi. I rendimenti obbligazionari globali hanno raggiunto massimi pluridecennali.	**In linea con le attese.** Il reddito fisso aggregato investment grade ha generato rendimenti totali negativi, mentre infrastrutture e hedge funds hanno sovraperformato il reddito fisso core.

Nell'*Outlook* dello scorso anno (*Promise and Pressure (Un mondo in transizione)*), abbiamo evidenziato le loro "Promesse" e "Pressioni", e da allora la rilevanza di questi tre temi non ha fatto altro che crescere. L'IA ha offerto il potenziale per utili più elevati e una crescita della produttività più rapida, ma ha anche portato il rischio di sovrainvestimenti, esuberanza e stravolgimenti. La frammentazione ha favorito resilienza e sicurezza, a fronte di un aumento dei costi, una minore efficienza e una maggiore spesa pubblica. L'inflazione era scesa dai picchi raggiunti nel periodo post-pandemico, ma appariva strutturalmente più elevata e più esposta a shock ricorrenti.

Nel corso del 2026 i mercati si sono mossi per riflettere il mondo che avevamo prefigurato, in alcuni casi in modo più marcato di quanto ci aspettassimo.

La domanda di capacità di calcolo per l'IA ha continuato a superare nettamente l'offerta (la cosiddetta «*AI computing power*», nel gergo del settore tecnologico).

Ciò ha premiato le società che progettano, producono e forniscono i semiconduttori, i componenti e l'energia necessari per implementare l'IA su larga scala. I fornitori di modelli di IA hanno generato ricavi concreti, poiché le imprese hanno iniziato a pagare per ottenere guadagni di produttività derivanti dall'IA. Le società considerate vulnerabili a questo stravolgimento hanno invece sottoperformato.

I conflitti in Iran e Ucraina hanno continuato ad evidenziare sostanziali vulnerabilità nelle catene di approvvigionamento energetico e nelle scorte di armamenti. Le società che a nostro avviso rafforzano la resilienza economica e della sicurezza nazionale hanno sovraperformato, anche se le tradizionali aziende legate al settore della difesa sono rimaste indietro. L'inflazione è rimasta al di sopra dei target delle banche centrali, i rendimenti obbligazionari sono saliti a massimi pluridecennali e siamo entrati in un ciclo di rialzo dei tassi a livello globale.

In questo contesto, un portafoglio bilanciato tradizionale potrebbe generare rendimenti che si avvicinano alla doppia cifra. Gli asset reali (quali infrastrutture e materie prime) e le strategie attive (come nel caso degli hedge funds diversificati) hanno pienamente confermato il loro ruolo come strumenti di diversificazione di portafoglio.

Le tre forze (IA, frammentazione, inflazione) continuano a definire il contesto economico e di mercato. Esse interagiscono in modi talvolta inattesi che gli investitori devono ancora comprendere. Un tema accomuna tutte e tre le forze: l'enorme domanda di capitale, sia nel settore privato che in quello pubblico, sta facendo salire il costo stesso del capitale. (È la legge di domanda e offerta che ricordiamo dai corsi introduttivi di economia).

Investitori come Lei stabiliscono il prezzo di quel capitale. Questa è quindi una posizione di forza, ma comporta anche decisioni che non possono essere rimandate. Poiché molti investitori mirano a proteggere, oltre che a far crescere, diversi anni di cospicui guadagni sui mercati azionari, tali decisioni assumono un'importanza ancora maggiore.

Le aziende tecnologiche necessitano del Suo capitale, per migliaia di miliardi di dollari, in modo da finanziare la prossima fase dello sviluppo dell'IA. I governi ne hanno bisogno per finanziare iniziative di sicurezza, resilienza e riarmo. Consumatori, aziende e Stati sovrani ne necessitano per adattarsi ad un mondo caratterizzato da inflazione e frammentazione.

Inflazione, crescita economica resiliente e politica delle banche centrali rendono la liquidità più interessante. Oggi essa offre un rendimento reale. Ogni decisione di finanziamento, dal data center di un hyperscaler al budget di difesa di un governo fino alla Sua personale allocazione di portafoglio, comporta oggi un costo opportunità che è stato ignorato per gran parte dell'ultimo ciclo.

Il boom dell'IA proseguirà solo se investitori come Lei saranno disposti a fornire il finanziamento che colmerà il divario tra la spesa per le infrastrutture e la generazione di ricavi stabili e duraturi. Condividerà quindi con i governi il costo della sicurezza attraverso imposte, inflazione o entrambe, ma potrà anche decidere di investire nei beneficiari di tale spesa. E un costo del capitale più elevato impone oggi criteri più rigorosi per ciascuna di queste decisioni d'investimento.

Il tradizionale manuale di investimento potrebbe non guidare il Suo portafoglio attraverso lo scenario attuale, anche se i rendimenti attesi dai tradizionali mix azionario-obbligazionario rimangono interessanti. Nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale, i responsabili politici hanno mantenuto basso il costo del capitale per incentivare l'assunzione di rischio e sostenere i prezzi degli asset. Oggi il capitale ha un prezzo. A nostro avviso, oggi si profila una gamma più ampia di possibili scenari. E, in mercati quotati così concentrati come raramente si è visto, diventa ancora più importante valutare esposizioni che potrebbero mancare nel Suo portafoglio.

Il capitale è il ponte verso un mondo più sicuro e produttivo. È il Suo capitale a determinare il prezzo del progresso: lo investa con saggezza.

Punti chiave



1 Il Suo capitale è richiesto: stabilisca Lei a quali condizioni.

Le aziende tecnologiche e i governi hanno bisogno di finanziamenti per migliaia di miliardi di dollari. Lei può scegliere a chi prestare, in quali attività investire e a quale prezzo.

2 I rendimenti non sono solo elevati: compensano l'inflazione.

Le obbligazioni rappresentano una valida alternativa agli investimenti più rischiosi.

3 Un portafoglio bilanciato è solo il punto di partenza.

Rafforzi il Suo portafoglio integrando asset reali, hedge funds e mercati privati.

4 Gli shock geopolitici generano volatilità; i cambiamenti geopolitici creano opportunità.

Valuti investimenti nella difesa, nell'indipendenza energetica e nella rilocalizzazione delle catene di approvvigionamento globali.

5 Selezioni con attenzione i beneficiari del Suo capitale destinato all'IA.

Finanzi le infrastrutture legate all'IA e valuti investimenti negli hyperscaler e nelle startup native dell'IA.

Sommario

PARTE 1

Inflazione, banche centrali e costo del capitale

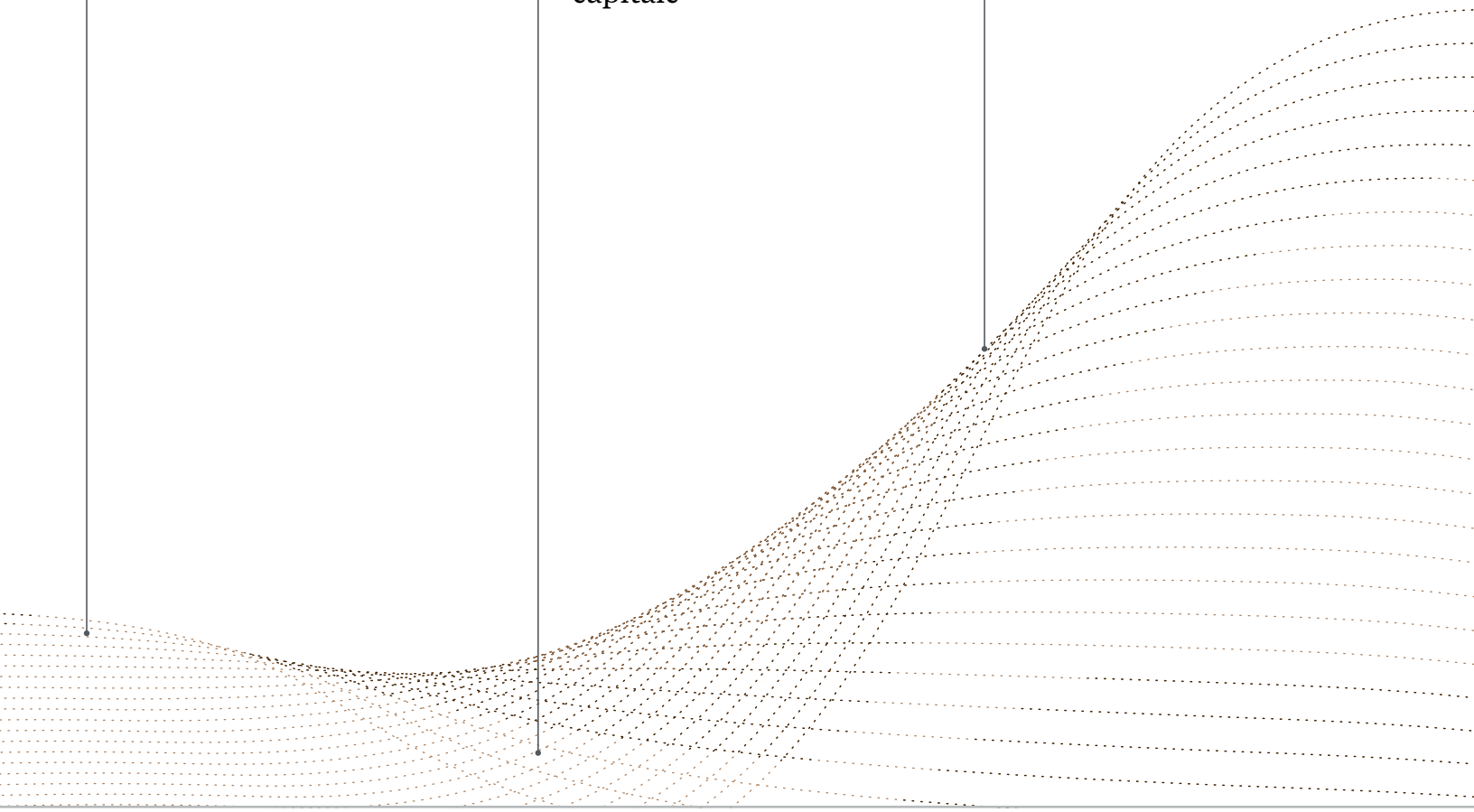
PARTE 2

Frammentazione globale

Conflitti, capacità di calcolo e colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento aumentano il costo del capitale

PARTE 3

Il boom del capex nell'IA darà i suoi frutti?



Parte 1

Inflazione, banche centrali e costo del capitale

Lo scorso anno sottolineavamo l'avvento di un nuovo regime, in cui le tecnologie trasformative e l'evoluzione del quadro geopolitico incidono sui rendimenti degli investimenti più dei tradizionali fattori, come la crescita del PIL e le politiche delle banche centrali.

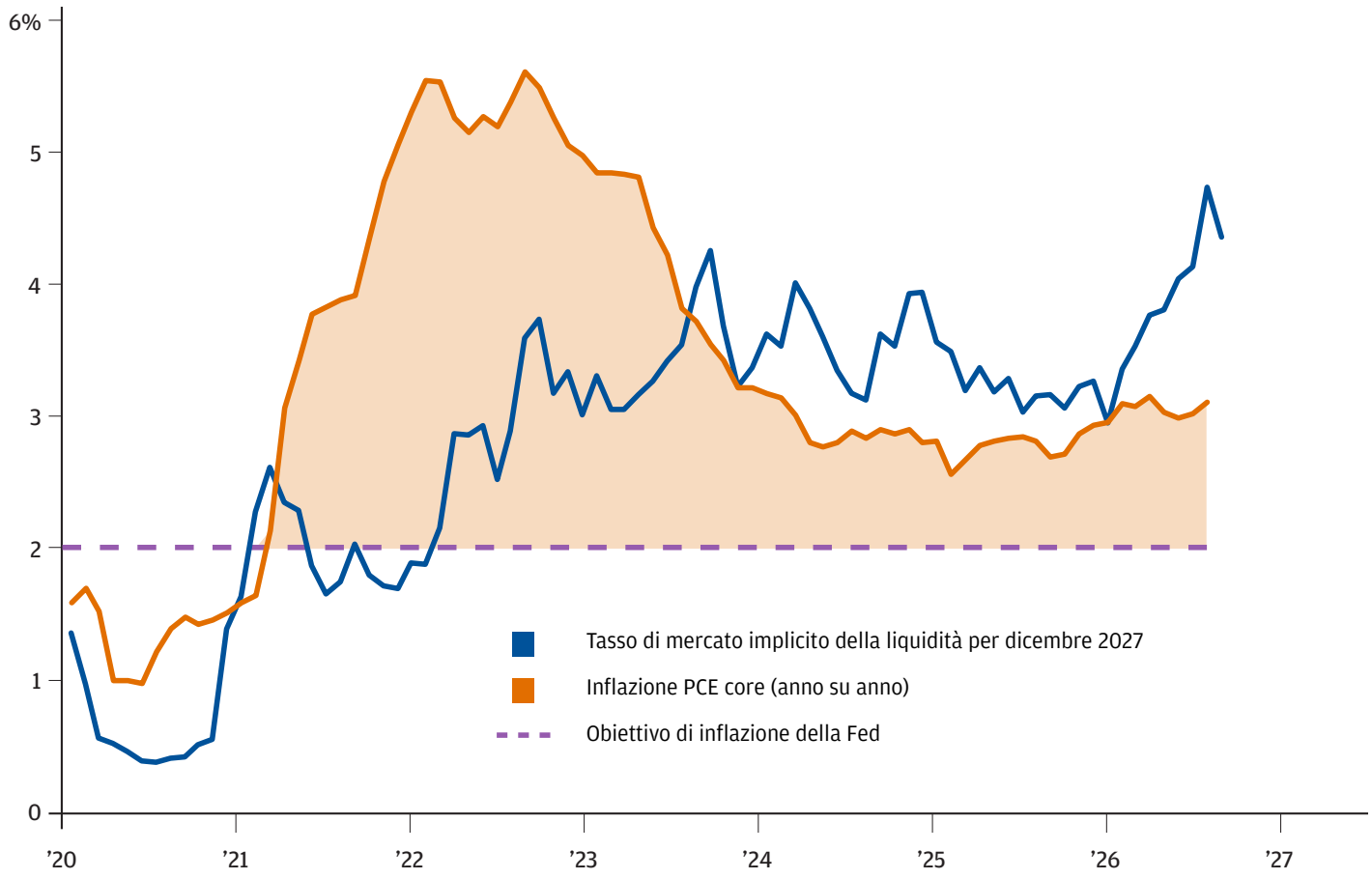
Nel 2027 le banche centrali torneranno a essere determinanti. Prima di investire il Suo capitale, dovrà valutare fin dove potranno salire i tassi di riferimento. L'inflazione sarà un fattore decisivo sia per le scelte delle banche centrali sia per il Suo portafoglio.

Riteniamo che la Federal Reserve (Fed) e le altre banche centrali globali stiano alzando i tassi per calibrare il proprio orientamento di politica monetaria e influenzare le aspettative di inflazione. Non intendono ridurre la domanda. Se la nostra valutazione è corretta, la fase di espansione economica potrà proseguire e resterà valida la nostra visione costruttiva sui portafogli multi-asset. In caso contrario, il ciclo potrebbe concludersi con una serie di rialzi tale da comprimere la domanda e penalizzare gli asset più rischiosi.

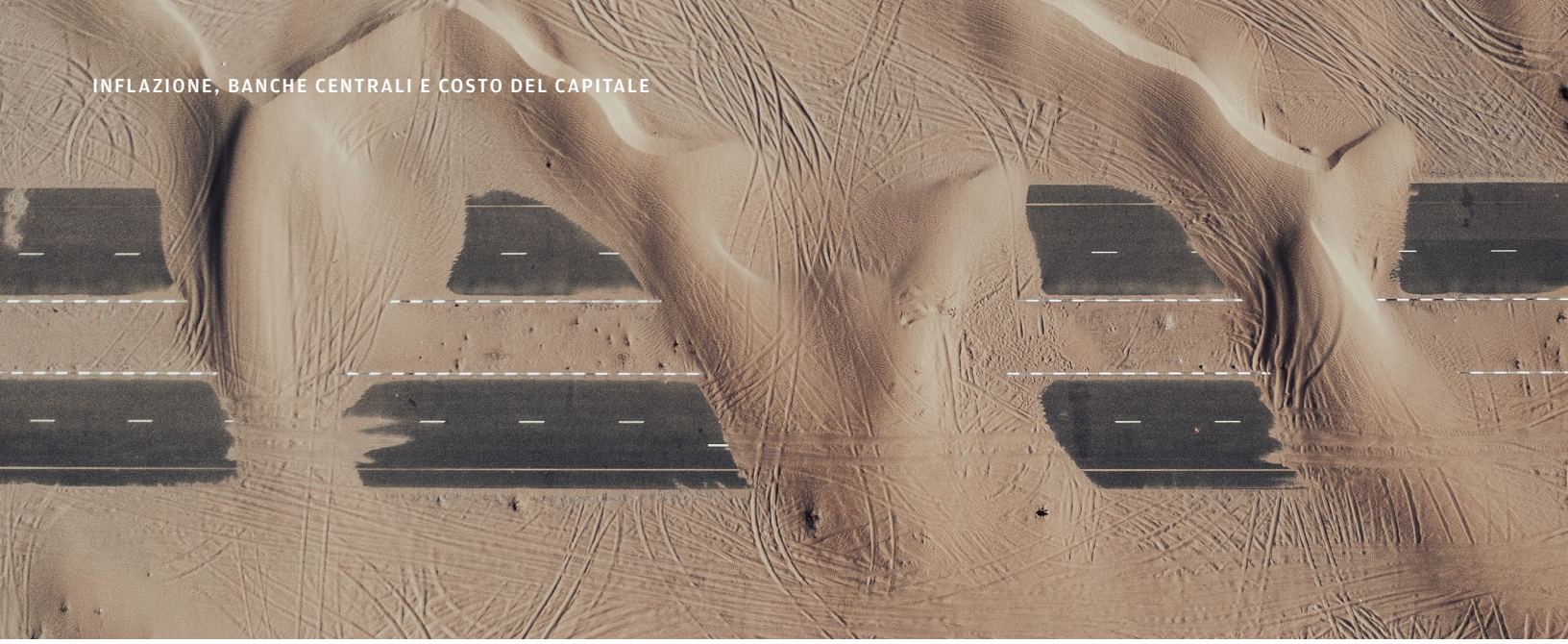
Sebbene l'inflazione statunitense sia rimasta al di sopra dell'obiettivo del 2% della Fed, ciò riflette fattori legati all'offerta come i prezzi energetici. Il mercato del lavoro è stabile e la crescita salariale sta rallentando. Pertanto, riteniamo che l'inflazione inizierà a moderarsi. Non vediamo segnali di una nascente spirale salari-prezzi o di un surriscaldamento dell'economia che la Fed debba correggere con un'aggressiva campagna di rialzo dei tassi.

La Banca Centrale Europea (BCE) sembra seguire un copione analogo, segnalando che continuerà a innalzare i tassi solo se riscontrerà ulteriori effetti dei maggiori prezzi energetici. Di contro, la People's Bank of China (PBoC), alle prese con una disinflazione persistente, sembra orientata a mantenere una politica accomodante nel futuro prossimo.

L'INFLAZIONE PERSISTENTE STA DETERMINANDO UN COSTO DEL CAPITALE PIÙ ELEVATO



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati PCE aggiornati a settembre 2026. Dati SOFR impliciti dal mercato aggiornati al 31 ottobre 2026.



A contenere l'inflazione è soprattutto il costo del capitale, non il tasso ufficiale

Nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale, una politica monetaria senza precedenti (tassi d'interesse a zero e negativi e quantitative easing) unita ad una decisa "*forward guidance*" della Fed, ha mantenuto bassi i rendimenti dei titoli sovrani e compresso gli spread creditizi e i premi per il rischio azionario. In altre parole, il costo del capitale era, in parte, determinato "artificialmente".

Gli investitori hanno avuto in questo cambiamento un ruolo altrettanto importante quanto i banchieri centrali. Già prima di settembre, quando la Fed ha alzato il proprio tasso ufficiale di 25 punti base (bps), i rendimenti erano in aumento. Da inizio anno il Treasury statunitense a 10 anni è salito di circa 75 bps, attestandosi intorno al 5%. Cinquanta di questi punti base sono arrivati nel solo mese di settembre, collocando il movimento nel decile più alto degli incrementi mensili dal 1962. Gli spread creditizi si sono allargati modestamente, quelli investment grade (IG) di circa 10 bps, quelli high yield di circa 40 bps.

È importante sottolineare che i mercati si attendono più di due ulteriori rialzi nel ciclo attuale (il prossimo a dicembre). Questo significa che un costo del capitale più elevato sta già frenando la crescita e l'inflazione, anche senza una Fed particolarmente restrittiva.

Quali sono i rischi per la nostra tesi?

Che cosa potrebbe spingere la Fed ad avviare un ciclo di rialzi aggressivo? Un'economia più forte del previsto, con salari in crescita più rapida della produttività, potrebbe spingere la Fed ad avviare rialzi più aggressivi. Allo stesso modo un aumento persistente dei tassi d'inflazione di pareggio a 5 anni su 5 anni oltre il 3% potrebbe indurla a farlo. Anche la traiettoria della costruzione di data center è rilevante per i rendimenti obbligazionari. I rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 anni hanno toccato il picco quando gli investitori hanno iniziato a mettere in dubbio ulteriori capex nell'IA nel 2027. Una riaccelerazione degli investimenti nelle infrastrutture dell'IA potrebbe spingere i rendimenti più in alto.

Se l'aumento dei prezzi del gasolio dovesse frenare la domanda, i responsabili delle politiche economiche si troverebbero di fronte a una sfida particolarmente complessa. Negli Stati Uniti, il prezzo del gasolio è salito a quasi 6,30 dollari al gallone, rispetto ai circa 3,80 dollari precedenti allo scoppio del conflitto in Medio Oriente. Se il prezzo restasse intorno ai 10 dollari al gallone per un trimestre, l'impatto sull'attività economica potrebbe essere significativo.

A quel punto, la Fed dovrebbe scegliere tra aumentare i tassi in un'economia in rallentamento e rischiare che le aspettative d'inflazione crescano ulteriormente. È un esempio dei rischi legati a una fase di debolezza della crescita accompagnata da un'inflazione persistente, uno scenario che metterebbe alla prova i portafogli più tradizionali.

Sì, l'inflazione resta una minaccia per il Suo capitale

L'inflazione è un elemento centrale del nostro scenario economico e dovrebbe esserlo anche del Suo piano d'investimento. Anche se ci attendiamo una moderazione dell'inflazione nel corso del 2027, resta un rischio significativo per il potere d'acquisto del Suo capitale.

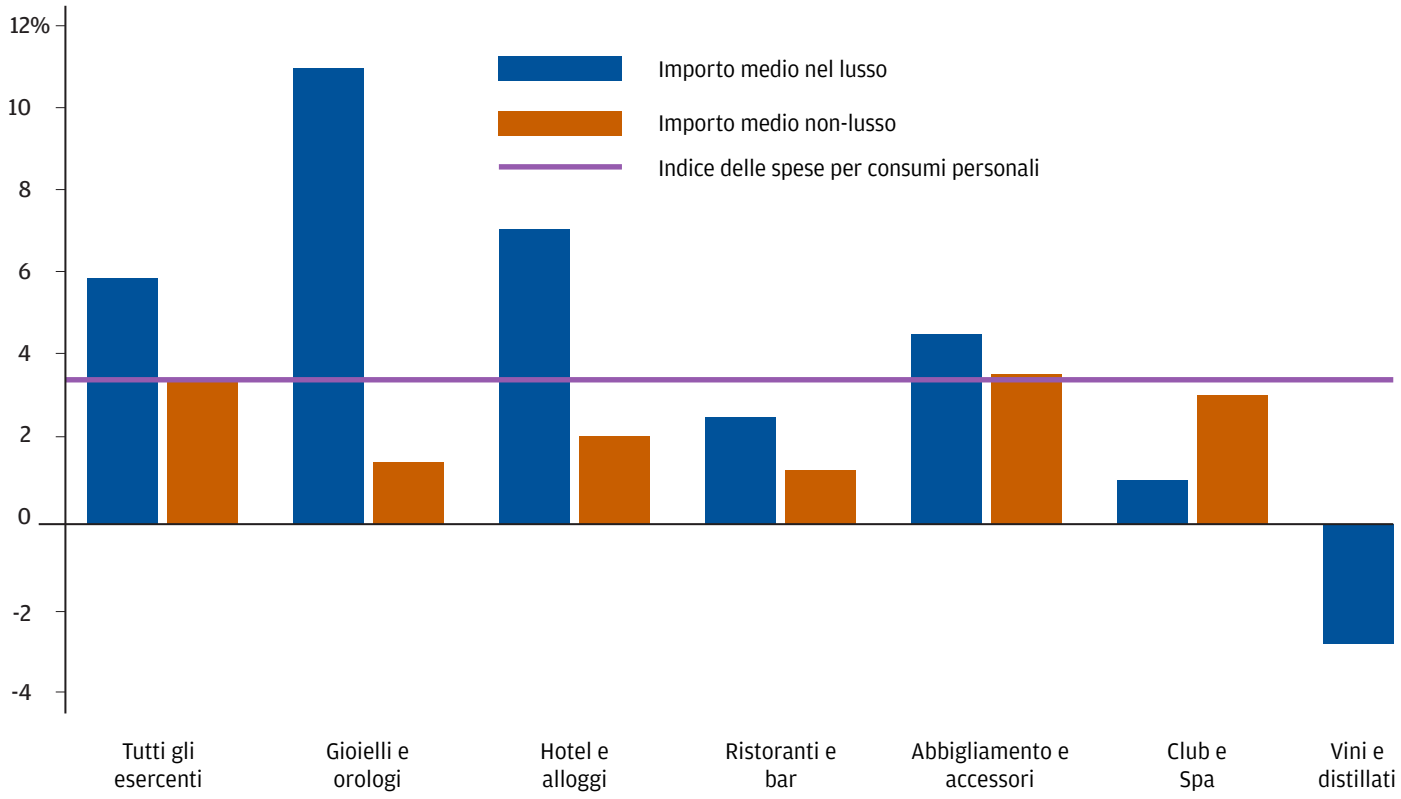
Molti dei nostri clienti potrebbero inoltre dover utilizzare un benchmark diverso da quello di policymaker ed economisti. Dal 2019 al 2025 l'indice PCE headline è cresciuto a un tasso annuo di circa il 3,5%. Nello stesso periodo, in base ai dati di spesa dei nostri stessi clienti, l'importo medio degli acquisti di beni di lusso è aumentato ad un tasso superiore al 6%. Mantenere il potere d'acquisto per i beni e servizi più importanti per Lei richiede probabilmente una soglia più elevata di quanto suggerisca l'indice di inflazione headline.

Dal 2019 al 2025

Dal 2019 al 2025, l'indice PCE headline è cresciuto a un tasso annuo di circa il 3,5%. Nello stesso periodo, in base ai dati di spesa dei nostri stessi clienti, l'importo medio degli acquisti di beni di lusso è aumentato ad un tasso superiore al 6%.

L'INFLAZIONE POTREBBE NON ESSERE IL MIGLIOR RIFERIMENTO PER PROTEGGERE IL POTERE D'ACQUISTO

Incremento annualizzato, 2019-2025, %



Fonte: dati proprietari di J.P. Morgan sulle carte di credito. Dati aggiornati al 2025. Nota: gli esercenti devono avere attività sufficiente per essere classificati, inclusi almeno 50 nuclei familiari, 250 transazioni sull'intero periodo e almeno un anno con 30 transazioni. Nelle categorie che comprendono sia esercenti di lusso sia non di lusso, la transazione mediana di un esercente nell'anno base deve generalmente essere pari ad almeno 250 dollari. Inoltre, l'esercente deve rientrare nel 20% più alto della categoria sia per importo mediano delle transazioni sia per concentrazione della spesa tra nuclei familiari con un patrimonio di almeno 100 milioni di dollari, oppure nel 10% più alto per il solo importo delle transazioni. Alcune categorie intrinsecamente di lusso, come le gallerie d'arte e le gioiellerie, sono classificate separatamente. Le barre mostrano la crescita annualizzata, dal 2019 al 2025, dell'importo medio delle transazioni per gli esercenti con attività sufficiente in tutti e sette gli anni. L'indicatore riflette sia i prezzi sia la composizione degli acquisti.

Le implicazioni di investimento

Riteniamo che i mercati del reddito fisso stiano remunerando adeguatamente gli investitori per i rischi di un'inflazione persistente e di tassi ufficiali più elevati. Negli Stati Uniti i rendimenti investment grade sono sopra il 6% per la prima volta dalla crisi finanziaria globale. I municipal bonds a lunga scadenza rendono circa il 5%, corrispondente a un rendimento tassabile equivalente di circa l'8%.

In ultima analisi, investire in obbligazioni è una questione di numeri, e oggi questi giocano insolitamente a favore degli investitori.

Agli attuali rendimenti complessivi, i tassi dovrebbero salire ancora di circa 100 bps da qui per azzerare un anno di carry IG, un risultato peggiore persino del nostro scenario negativo. I rendimenti potrebbero non aver raggiunto il picco del ciclo. Tuttavia, riteniamo che gli investitori che oggi aumentano l'esposizione al credito di alta qualità possano realizzare solidi rendimenti nel medio termine anche se le banche centrali globali inaspriranno la politica monetaria più di quanto ci attendiamo e se si subiranno perdite di breve termine sul mark to market lungo il percorso.

Oltre l'investment grade, il preferred equity appare ben posizionato per offrire rendimenti interessanti ai portafogli. Di fatto, preferiremmo finanziare le banche statunitensi e canadesi tramite preferred equity piuttosto che tramite azioni ordinarie. I rendimenti headline sono intorno al 7% e si tratta di un asset fiscalmente efficiente per gli investitori residenti negli Stati Uniti. Molti dei catalizzatori che avrebbero potuto far sovraperformare le azioni bancarie si sono già manifestati. Ciononostante, ottenere rendimenti fiscalmente efficienti, prossimi alla doppia cifra, investendo in azioni privilegiate bancarie appare interessante sotto il profilo rischio-rendimento.

Anche il credito privato può essere un beneficiario controintuitivo di un contesto di tassi in aumento. Si consideri: nel direct lending, i tassi di default realizzati dei prestiti sono compresi tra l'1% e il 3%, ma un più ampio tasso di default "shadow"[1] indica prestiti in difficoltà pari a circa il 15% dell'universo delle business development company (BDC).[2] Gli investitori sono compensati per l'assunzione di questo rischio: gli spread, incluso lo sconto all'emissione, si sono ampliati di circa 100 bps da inizio anno.

A un tasso di default del ~5% e a un recovery del ~50%, i rendimenti corretti per le perdite sul direct lending senior secured superano ancora il ~7,5%.[3]

Costi di finanziamento più elevati creano inoltre opportunità per i gestori distressed, che possono richiedere un prezzo elevato per la liquidità, e intravediamo nuovo potenziale in ambiti quali i secondari di private credit e la finanza asset-backed.

In un mondo in cui il capitale ha di nuovo un costo, è nel reddito fisso che Lei ne percepisce più direttamente il rendimento.

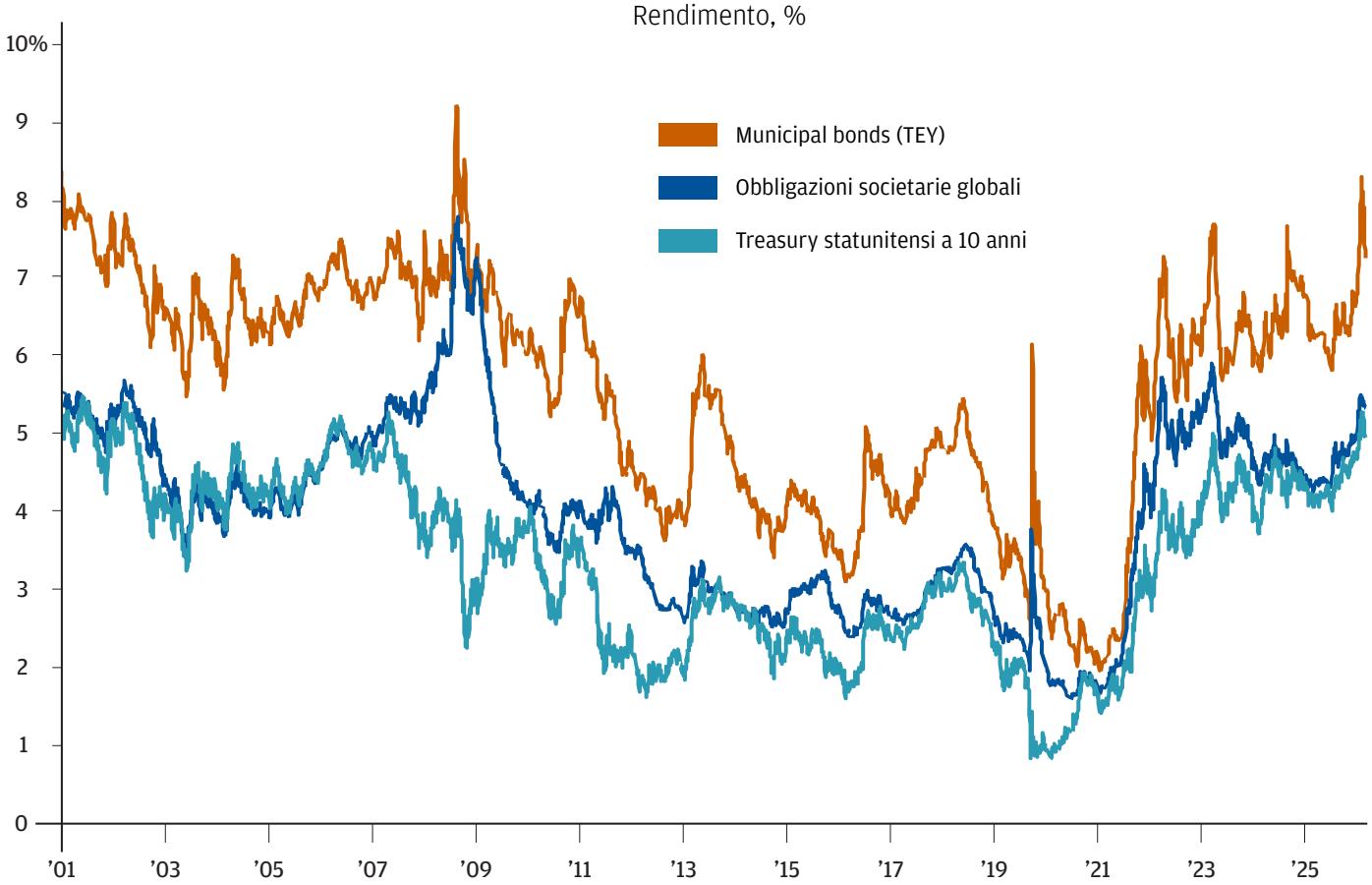
1 Sono inclusi i prestiti per i quali è stata sospesa la contabilizzazione degli interessi, i finanziamenti distressed con interessi corrisposti in natura (PIK), le proroghe delle scadenze superiori a due anni su prestiti valutati a meno del 95% del valore nominale, i prestiti escussi e convertiti in partecipazioni azionarie e i prestiti valutati a meno dell'80% del valore nominale.

2 PitchBook, *Eye on the Market: Califoreboding*, Michael Cembalest, al 2° trimestre 2026.

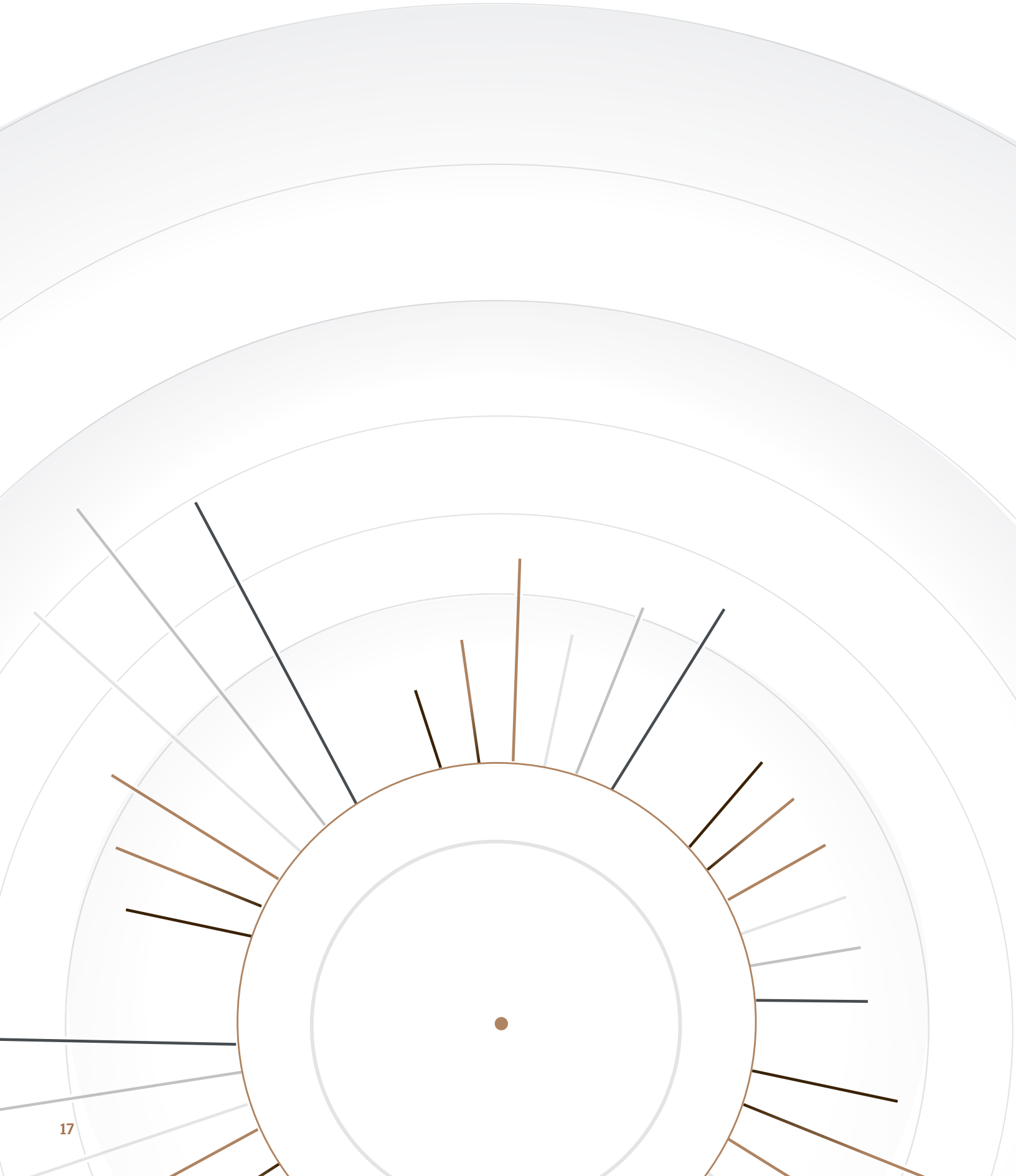
3 J.P. Morgan Private Bank, J.P. Morgan Credit Research, KBRA DLD, aggiornato ad ottobre 2026.

I RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI GLOBALI SONO VICINI AI MASSIMI PLURIDECENNALI

Rendimento, %



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2026. Nota: si utilizza il Bloomberg Global Aggregate Corporate yield to worst. TEY = Tax Equivalent Yield: Fed Tax Equivalent Yield (FED TEY) calcolato come YTW / (1-40,8%). La cifra del 40,8% è la somma dell'aliquota federale più elevata (37%) e dell'imposta Medicare del 3,8%. Il calcolo utilizza l'aliquota fiscale massima per determinare il rendimento equivalente al lordo dell'imposta federale.



Un portafoglio bilanciato è solo l'inizio.

Siamo più positivi sul reddito fisso core rispetto allo scorso anno. Il nostro outlook di lungo periodo sui portafogli multi-asset tradizionali che combinano azioni quotate e reddito fisso core suggerisce rendimenti competitivi nei prossimi 10-15 anni.

Tuttavia, vediamo tre ragioni per aggiungere altri strumenti di diversificazione ai portafogli.

In primo luogo, in gran parte a causa dell'incertezza associata al potenziale ritorno degli investimenti nell'IA, vi è un'ampia gamma di possibili esiti.

Le opzioni che proteggono da forti ribassi dei mercati azionari sono ai livelli di prezzo più elevati dell'anno. Anche il costo della protezione dal rischio di insolvenza delle società investment grade che si finanziano per realizzare infrastrutture per l'IA si sta avvicinando a livelli più tipici degli emittenti high yield. Strategie diversificate come quelle adottate dagli hedge funds tendono a offrire buone performance nelle fasi di maggiore volatilità e possono quindi contribuire a contenere le perdite del portafoglio. Ad esempio, in media, gli hedge funds macro hanno registrato rendimenti positivi nei trimestri in cui sono scesi sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari.

In secondo luogo, la minaccia di shock inflazionistici guidati in parte dalla frammentazione geopolitica dovrebbe portare ad una correlazione positiva tra azioni e obbligazioni.

Questo suggerisce che un portafoglio tradizionale composto per il 60% da azioni e per il 40% da obbligazioni potrebbe non essere adeguato a uno scenario in cui entrambe le asset class perdono valore. Gli asset reali e le materie prime offrono una risposta all'inflazione diversa da quella di azioni e obbligazioni. Per questo, meritano di essere presi in considerazione nella gestione del Suo capitale a lungo termine.

In terzo luogo, i mercati azionari quotati sono raramente stati così concentrati, in gran parte a causa del predominio dell'IA e della tecnologia in senso lato.

Le dieci maggiori società dell'S&P 500 rappresentano quasi il 40% dell'indice, la quota più alta almeno dal 1980. La forte concentrazione nei titoli tecnologici e legati all'intelligenza artificiale ha contribuito a sostenere le performance e, a nostro avviso, continuerà a farlo.

Ciononostante, gli investitori dovrebbero considerare driver alternativi di apprezzamento del capitale. Ad esempio, il private equity core statunitense ha un'esposizione del 24% al settore tecnologico e ai comparti ad esso collegati, contro quasi il 50% dell'S&P 500. In cambio di una minore liquidità, il private equity può offrire l'opportunità di apprezzamento del capitale senza un'esposizione altrettanto concentrata alla tecnologia. La selezione del gestore resta però fondamentale, soprattutto in un contesto in cui il software è esposto al rischio di discontinuità e sarà più difficile generare rendimenti facendo leva sull'indebitamento.

Parte 2

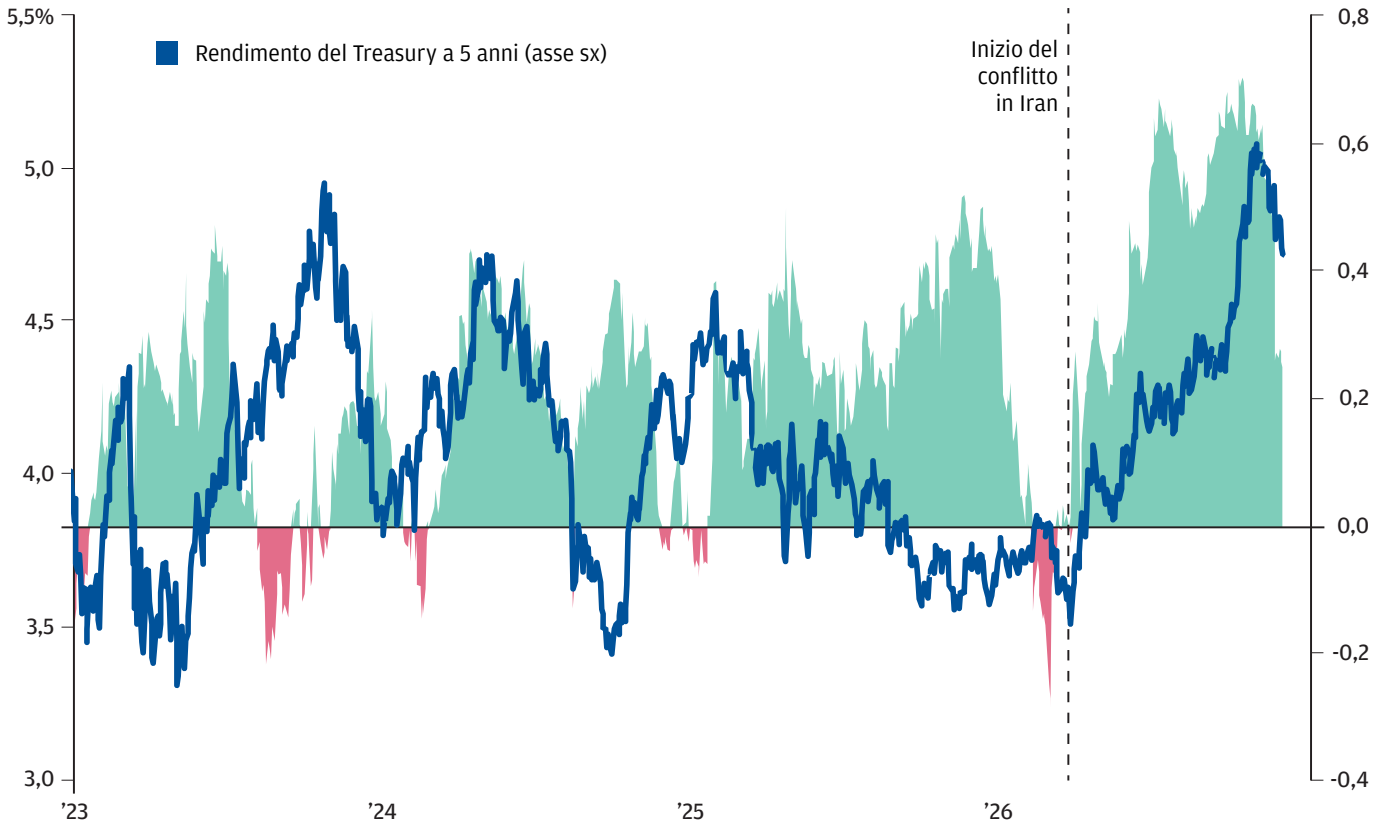
Frammentazione globale

Conflitti, capacità di calcolo e colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento aumentano il costo del capitale

La frammentazione globale, la seconda forza che evidenziamo, sta stimolando una crescente domanda di capitale da parte dei governi, molti dei quali presentano elevati livelli di debito e deficit.

ALL'INDOMANI DEL CONFLITTO IN IRAN, I PREZZI DEL PETROLIO E I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO HANNO MOSTRATO UNA FORTE CORRELAZIONE

Treasury statunitense: rendimento a 5 anni e correlazione con il prezzo del petrolio greggio (Brent) (asse dx)



Fonte: Bloomberg Finance L.P. Dati al 31 ottobre 2026. Nota: mostra la correlazione rolling a 40 giorni.

Gli Stati sovrani hanno bisogno di capitale per difendersi in una nuova era di conflitti, in cui droni da 70.000 dollari possono competere con sistemi missilistici da un milione di dollari, le scorte per la difesa sono esaurite e l'ombrello di sicurezza statunitense non è più quello di un tempo.[4] I governi avranno sempre più bisogno di capitale anche per finanziare i propri ecosistemi di IA (la "sovranità computazionale" potrebbe diventare una nuova parola d'ordine). E, naturalmente, gli Stati sovrani hanno bisogno di capitale per garantire la sicurezza energetica. Il conflitto in Iran e la chiusura dello Stretto di Hormuz hanno rappresentato prima uno shock e poi una realtà con cui fare i conti. Il protrarsi del conflitto non ha fatto che accentuare la fragilità delle catene globali di approvvigionamento energetico, senza contare le minacce di lungo periodo legate ai rischi climatici.

Da dove arriverà il capitale necessario a colmare questo fabbisogno? Sarà chiamato a sostenerne il costo attraverso una combinazione di dazi, imposte, inflazione e tassi più elevati.

La frammentazione globale dovrebbe inoltre indurre a riconsiderare la diversificazione geografica. Sia consapevole delle valute in cui detiene i Suoi risparmi e degli Stati sovrani a cui presta il Suo capitale, e consideri l'intero spettro globale dei potenziali beneficiari.

Quali blocchi sovrani hanno meritato il Suo capitale?

La frammentazione globale dovrebbe indurLa a riflettere con maggiore attenzione sull'allocazione del capitale tra i blocchi sovrani. I parametri tradizionali, quali la bilancia commerciale e la credibilità delle politiche, sono utili, ma è necessario considerare anche le risorse naturali di un Paese e la sua esposizione ai colli di bottiglia critici. Un Paese è in grado di difendersi? Questa domanda assume una nuova rilevanza.

Suggeriamo di valutare i rischi sovrani in base alla loro vulnerabilità rispetto a quattro criteri.

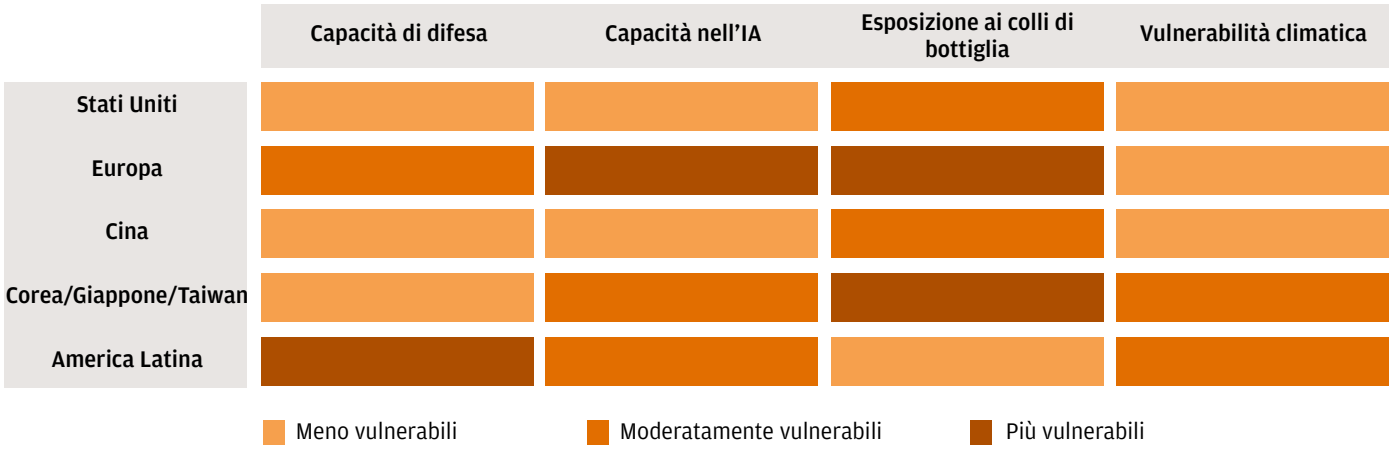
- **Conflitti**. Lo Stato sovrano è in grado di provvedere alla propria sicurezza o dipende da un sostegno esterno a condizioni che potrebbero rivelarsi insostenibili?
- **Infrastrutture.** Lo Stato sovrano dispone di una propria infrastruttura di IA e di un ecosistema di ricerca? È preparato a difendersi dagli attacchi informatici potenziati dall'IA?
- **Colli di bottiglia.** Lo Stato sovrano può fare affidamento su catene di approvvigionamento gestite internamente o dipende da fornitori esteri?
- **Clima.** Lo Stato sovrano è vulnerabile agli impatti negativi del cambiamento climatico ed è posizionato per investire nell'adattamento?

Riteniamo che questo quadro possa aiutare a individuare quali Paesi e regioni potrebbero essere meglio posizionati per l'era della frammentazione globale. In ultima analisi, tutti i blocchi che ci interessano come allocatori di capitale presentano vulnerabilità da mitigare. La concentrazione su un solo blocco probabilmente non è prudente.

4 Center for Strategic and International Studies. *Drone Saturation: Russia's Shahed Campaign.* 2025.; CSIS. *The Cost and Value in Air and Missile Defense Intercepts.* 2025.

Qui presentiamo alcune osservazioni che possono guidare le decisioni di allocazione del capitale.

NEI SETTORI DELLA DIFESA, DELL'IA, DELLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO E DEL CLIMA, TUTTI I BLOCCHI GLOBALI PRESENTANO VULNERABILITÀ DA AFFRONTARE



Fonti: Global Firepower, Stanford University Human-Centered Artificial Intelligence, ChinaTalk, University of Notre Dame. Dati sulla capacità di difesa aggiornati al 2025. Nota: la capacità di difesa è determinata utilizzando il PowerIndex 2026 di Global Firepower (classifica della forza militare). Classifichiamo le posizioni 1–25 come Forti, 26–75 come Medie e 76–145 come Deboli; si tratta di soglie editoriali, non di categorie GFP. L'esposizione ai colli di bottiglia è una valutazione qualitativa dell'analista delle dipendenze in ambito energetico, di minerali critici e di semiconduttori su una scala di esposizione 1–5, informata dal quadro di sicurezza economica di Naveen Krishnan in "How to Score Economic Security" di ChinaTalk (4 maggio 2026). Le valutazioni di gruppo applicano tali soglie al rango mediano dei membri classificati. L'Europa include i 21 Paesi dell'UE che utilizzano l'euro e il Regno Unito. L'America Latina comprende 20 Stati sovrani dell'America Latina: il Messico; i sei Stati di lingua spagnola dell'America Centrale; Cuba, la Repubblica Dominicana e Haiti; e i dieci Stati sovrani di lingua spagnola o portoghese dell'America del Sud. Belize, Guyana e Suriname sono esclusi in base a questa definizione linguistica.

In primo luogo, gli **Stati Uniti** sembrano relativamente ben posizionati per affrontare la frammentazione geopolitica nel lungo periodo, ma vi sono comunque rischi critici da affrontare. Capacità fiscale, dotazione di risorse e una vulnerabilità ai colli di bottiglia più limitata depongono tutti a favore dei Treasury e del dollaro. Ma esiste il rischio che banche centrali e gestori delle riserve diversifichino i propri risparmi allontanandosi dagli Stati Uniti. I responsabili politici e i leader aziendali statunitensi stanno iniziando ad affrontare le vulnerabilità competitive in ambiti quali la produzione di semiconduttori, la manodopera ingegneristica qualificata e le terre rare. L'attuale El Niño potrebbe causare perturbazioni nei mercati assicurativi e nei prezzi dei generi alimentari, e siamo in attesa di vedere la potenziale risposta di assicuratori e responsabili politici.

Europa: le prospettive di mercato divergono tra azioni, credito sovrano e credito corporate.

Mentre chi detiene obbligazioni finanzia le esigenze di capitale per la necessaria spesa in resilienza, gli azionisti possono trarre beneficio da essa.

Le sfide dell'Europa includono prezzi elevati di petrolio e gas (la maggior parte dei Paesi europei non è autosufficiente dal punto di vista energetico), rendimenti dei titoli di Stato in aumento, elevati livelli di debito e ondate di calore e siccità più frequenti e gravi. In Francia, i titoli di Stato a 10 anni rendono ora più delle rispettive controparti italiane per la prima volta dalla creazione dell'eurozona, un movimento di circa 130 bps dall'inizio del 2024. (Alla fine del secondo trimestre, il rapporto debito pubblico/PIL della Francia era pari al 119%, contro il 140% dell'Italia).

Le elezioni presidenziali francesi del 2027, che probabilmente vedranno contrapposti candidati dell'estrema sinistra e dell'estrema destra, si profilano come un appuntamento politico di grande rilievo.

I responsabili politici europei a livello nazionale e paneuropeo hanno chiesto maggiori investimenti in difesa, tecnologia e sicurezza energetica in luogo di un'espansione dei programmi di welfare. Monitoriamo inoltre il potenziale per una più ampia spesa di adattamento volta a mitigare gli impatti negativi di un clima più caldo e meno prevedibile. La spesa tedesca per la difesa è raddoppiata dal 2022, con la Germania che in modo significativo sta sfruttando la propria infrastruttura industriale per diversificare dalla produzione automobilistica.[5] Ma la spinta più ampia agli investimenti ha incontrato resistenze politiche e limiti nell'aumento di capacità. Solo circa un terzo dei programmi antidrone e di difesa aerea a corto raggio dell'Unione Europea dovrebbe essere completato entro il 2030.[6]

Date le crescenti tensioni fiscali per gli Stati sovrani europei, preferiamo collocare il nostro capitale nelle multinazionali europee piuttosto che nel debito sovrano.

Continuiamo a investire nei mercati azionari europei, dove gli utili aziendali si sono rivelati più solidi del previsto. Il capitale è affluito verso i beneficiari europei della frammentazione globale. Tra questi figurano la società olandese leader nella produzione dei chip più avanzati, nonché le società francesi e britanniche della difesa che stanno aggiudicandosi commesse legate al riarmo.

Asia: blocchi diversi, operazioni diverse

La frammentazione geopolitica si manifesta in modo diverso nei vari mercati asiatici.

La Cina è per molti versi beneficiaria del trend. È una potenza industriale e manifatturiera, con un'invidiabile dotazione energetica. Il Paese rimane un grande esportatore (il suo surplus commerciale continua a stabilire record) e sta costruendo un ecosistema parallelo di IA con modelli sofisticati a basso costo. Ma la crescita economica resta debole e disomogenea, poiché il settore immobiliare continua a faticare e i consumi interni si riprendono lentamente. A settembre, gli investimenti fissi sono scesi del 7,2%.[7]

Un investitore statunitense o europeo che consideri di allocare capitale in Cina deve anche valutare il potenziale rischio di allineamento, ossia la possibilità di interessi geopolitici divergenti con la Cina. Nel complesso, preferiamo mantenere un'allocazione selettiva e relativamente contenuta ai mercati cinesi, senza però trascurarli del tutto.

Corea del Sud, Taiwan e Giappone forniscono ciò di cui un mondo sempre più frammentato ha bisogno: semiconduttori, infrastrutture per l'IA e attrezzature per la costruzione navale. La Corea detiene circa il 70% della capacità globale DRAM, mentre Taiwan domina la produzione di chip avanzati.[8]

Restiamo costruttivi sui titoli azionari coreani e taiwanesi e selettivamente positivi sul Giappone.

America Latina: opportunità di capitale nel nearshoring e nelle materie prime

L'America Latina offre esposizione a due opportunità correlate: il nearshoring che sta accelerando nel contesto della frammentazione globale e un bull market nelle materie prime.

Consideriamo il **Messico** uno dei principali beneficiari del nearshoring. L'Accordo Stati Uniti-Messico-Canada (USMCA) resta in vigore, nonostante la retorica politica dell'amministrazione statunitense. La solida base manifatturiera del Paese e la stretta integrazione dei suoi mercati dei capitali con quelli statunitensi ne rafforzano il potenziale d'investimento. Questo potrebbe crescere ulteriormente se le imprese riuscissero a esportare negli Stati Uniti prodotti e servizi a maggior valore aggiunto. I prodotti tecnologici rappresentano già quasi il 50% delle esportazioni messicane, mentre gli Stati Uniti assorbono il 40% dei server esportati dal Messico.[9] Per gli investitori, un ulteriore elemento di interesse è il peso, una valuta convertibile che offre un carry elevato.

Nel resto della regione, gli investitori possono puntare sull'interazione tra materie prime e valute: **Cile e Perù** detengono insieme circa un quarto delle riserve mondiali di rame.[10] Il **Brasile**, oltre a offrire esposizione al minerale di ferro, all'agricoltura e al petrolio, ospita già 218 data center e potrebbe raddoppiarne la capacità entro il 2030[11].

Nel complesso, preferiamo gli asset rischiosi alle valute. Continuiamo a privilegiare l'America Latina anche dopo la sorpresa elettorale in Brasile, con una preferenza particolare per il Messico e una posizione più neutrale su Cile e Perù.

5 Stockholm International Peace Research Institute. *SIPRI Military Expenditure Database.* Aprile 2026.; Reuters. *Explainer: What is included in Germany's 2026 draft budget?* 2025.

6 Euronews. *Only a third of EU counter-drone programmes will deliver by 2030, leaked report warns.* 8 ottobre 2026.

7 National Bureau of Statistics of China. *Investment in Fixed Assets for January-September 2026.* 19 ottobre 2026.

8 TrendForce. *DRAM revenue rankings, 2Q26.* 7 settembre 2026

9 J.P. Morgan Global Research. *LatAm Monthly Wrap, Diego Celedon.* 2 ottobre 2026. U.S. Department of Commerce. Dati al 31 dicembre 2025.

10 U.S. Geological Survey. *Mineral Commodity Summaries 2026: Copper.* Gennaio 2026.

11 Americas Quarterly. *How Latin America is Climbing the High Tech Value Chain.* 13 ottobre 2026.



Le ragioni a favore di oro e materie prime

In un mondo frammentato, riteniamo che l'oro e altre materie prime possano meritare di essere considerate come aggiunte ai portafogli.

Venendo anzitutto all'oro, molti Paesi hanno espresso il desiderio di detenere risparmi in qualcosa al di fuori del sistema basato sul dollaro e di diversificare ampiamente dalle valute fiat. Di conseguenza, le banche centrali hanno aumentato le proprie disponibilità in oro come quota delle riserve complessive. Lo spostamento non è stato uniforme, ma i dati dell'IMF mostrano che la quota del dollaro nelle riserve ufficiali di valuta estera è scesa a circa il 57% dal picco del 70% nel 2000.[12]

Materie prime come rame, petrolio e gas sono elementi essenziali delle catene di approvvigionamento legate al computing e delle strategie volte a rafforzare la resilienza nazionale. L'elettrificazione e il potenziamento delle reti contribuiscono ad alimentare un deficit di offerta che, entro il 2035, potrebbe raggiungere il 25% per il rame e il 40% per il litio[13]. Ci aspettiamo che le carenze persistano anche quando i produttori aumenteranno la capacità per rispondere alla domanda crescente: basti pensare che la costruzione di una nuova miniera di rame richiede oltre 16 anni.[14]

L'esposizione alle materie prime può inoltre offrire al portafoglio una copertura contro un'inflazione più elevata. Negli ultimi 50 anni, infatti, le materie prime hanno registrato rendimenti medi positivi nei trimestri in cui sia le azioni sia le obbligazioni hanno perso valore.

Nonostante l'offerta limitata e la solidità strutturale della domanda, le società dei settori delle materie prime e delle risorse naturali sono generalmente valutate meno del mercato nel suo complesso. I settori globali dell'energia e dei materiali scambiano rispettivamente con uno sconto del 33% e del 15% rispetto all'S&P 500 e offrono rendimenti da dividendi più elevati.

I beneficiari della spesa per la sicurezza meritano il Suo capitale?

La frammentazione globale ha sostenuto le imprese che beneficiano della spesa per la sicurezza. Il trend proseguirà, a nostro avviso. **Anzi, la frammentazione globale potrebbe essere una delle migliori ragioni per investire globalmente nei mercati azionari.** La maggior parte dei Paesi deve affrontare vulnerabilità di sicurezza, e la maggior parte dei mercati ospita le società che beneficiano di tale spesa, dal Giappone e dalla Corea alla Francia, alla Svezia e al Messico.

In generale, gli acquirenti di prodotti e servizi legati alla sicurezza attribuiscono maggiore importanza all'affidabilità e alla consegna rapida piuttosto che al prezzo. Come abbiamo discusso, le carenze di offerta di componenti critici come i trasformatori (con tempi di consegna tra 2,5 e 3 anni) e del rame persisteranno nel prossimo futuro.[15] Ciò conferisce alle società della sicurezza potere di determinazione dei prezzi e portafogli di ordini che si estendono su più anni.

Utili solidi (sette dei dieci titoli che seguiamo su questo tema presentano revisioni positive degli utili negli ultimi 12 mesi) e aspettative in aumento hanno portato un paniere di titoli della sicurezza a un rendimento di quasi il 25% da inizio anno. Prevediamo che la continua crescita degli utili guiderà la prossima fase di sovraperformance. La selezione attiva dei titoli sarà però fondamentale per distinguere i vincitori dai perdenti del mercato e individuare le aziende che meritano il Suo capitale.

Dove stiamo collocando il nostro capitale

Stiamo collocando il nostro stesso capitale a sostegno dell'esigenza di spesa per la sicurezza in un mondo frammentato. **La *Security and Resiliency Initiative* (SRI)** di JPMorganChase è un piano decennale da 1.500 miliardi di dollari volto a facilitare, finanziare e investire in settori critici per la sicurezza economica e la resilienza.[16] La società effettuerà investimenti diretti in capitale di rischio per un importo iniziale di 10 miliardi di dollari in società selezionate, principalmente negli Stati Uniti ma anche in Europa, per contribuire a rafforzarne la crescita, stimolare l'innovazione e accelerare la produzione strategica. La parte restante dell'impegno è destinata a garantire finanziamenti tramite debito e prestiti per iniziative analoghe. Tra gli esempi recenti figurano un impegno di finanziamento a MP Materials, società di metalli delle terre rare, e un investimento azionario in Shield AI, leader nella tecnologia della difesa e negli aeromobili autonomi. Siamo inoltre focalizzati sull'ammodernamento della rete elettrica europea, che richiederà 1.300 miliardi di dollari.

Ci impegniamo a fare la nostra parte per affrontare le vulnerabilità intrinseche di un mondo frammentato.

12 International Monetary Fund. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).* 30 settembre 2026.

13 International Energy Agency. *Global Critical Minerals Outlook 2026.* Luglio 2026.

14 International Energy Agency. *Copper prices have hit record highs, but smelters face mounting strategic pressures.* Marzo 2026.

15 Wood Mackenzie. *Mind the gap: tackling supply-chain challenges in the electric T&D sector.* 15 ottobre 2025.

16 JPMorganChase. *JPMorganChase Launches $1.5 Trillion Security and Resiliency Initiative.* 13 ottobre 2025.

Parte 3

Il boom del capex nell'IA darà i suoi frutti?

La corsa all'IA ha generato un fabbisogno di capitali enorme, ma le pressioni politiche sono destinate a influenzare sempre più il boom degli investimenti in conto capitale.

Dal 2022 il capex per l'IA ha totalizzato oltre 2.000 miliardi di dollari, con altri migliaia di miliardi attesi nei prossimi anni.

Il capex proseguirà? Sì, se investitori come Lei lo finanzieranno e se la regolamentazione lo consentirà. E, forse ancor più importante per gli investitori di lungo periodo: la spesa per l'IA darà alla fine i suoi frutti?

Potrebbero essere le domande più importanti per gli investitori in vista del 2027.

Gli investitori devono considerare quattro questioni correlate:

- Quanto lontano e quanto rapidamente progrediranno l'adozione dell'IA (utilizzo iniziale dei modelli di IA) e la diffusione (utilizzo più esteso nell'economia)?
- Quante migliaia di miliardi dovrà fornire l'IA per generare ritorni per gli investitori?
- I mercati saranno disposti a finanziare la costruzione delle infrastrutture, e a quale prezzo?
- Quale segmento della filiera dell'IA è meglio posizionato per generare rendimenti: le infrastrutture, che realizzano i data center; il calcolo, che mette a disposizione i semiconduttori; o le applicazioni, che trasformano i token dei modelli, unità di testo elaborate dall'IA, in ricavi aziendali duraturi?

Questi quattro interrogativi sono al centro del dibattito sui mercati. Chi detiene già azioni statunitensi è esposto al tema dell'IA, anche senza averlo scelto attivamente. Come ha mostrato Michael Cembalest, Chairman of Market and Investment Strategy, un paniere di 54 titoli legati all'IA rappresenta oltre la metà della capitalizzazione dell'S&P 500, il 66% della crescita degli utili, il 59% del rendimento di prezzo dell'indice e l'82% della crescita degli investimenti in conto capitale e in ricerca e sviluppo da gennaio 2024.[17]

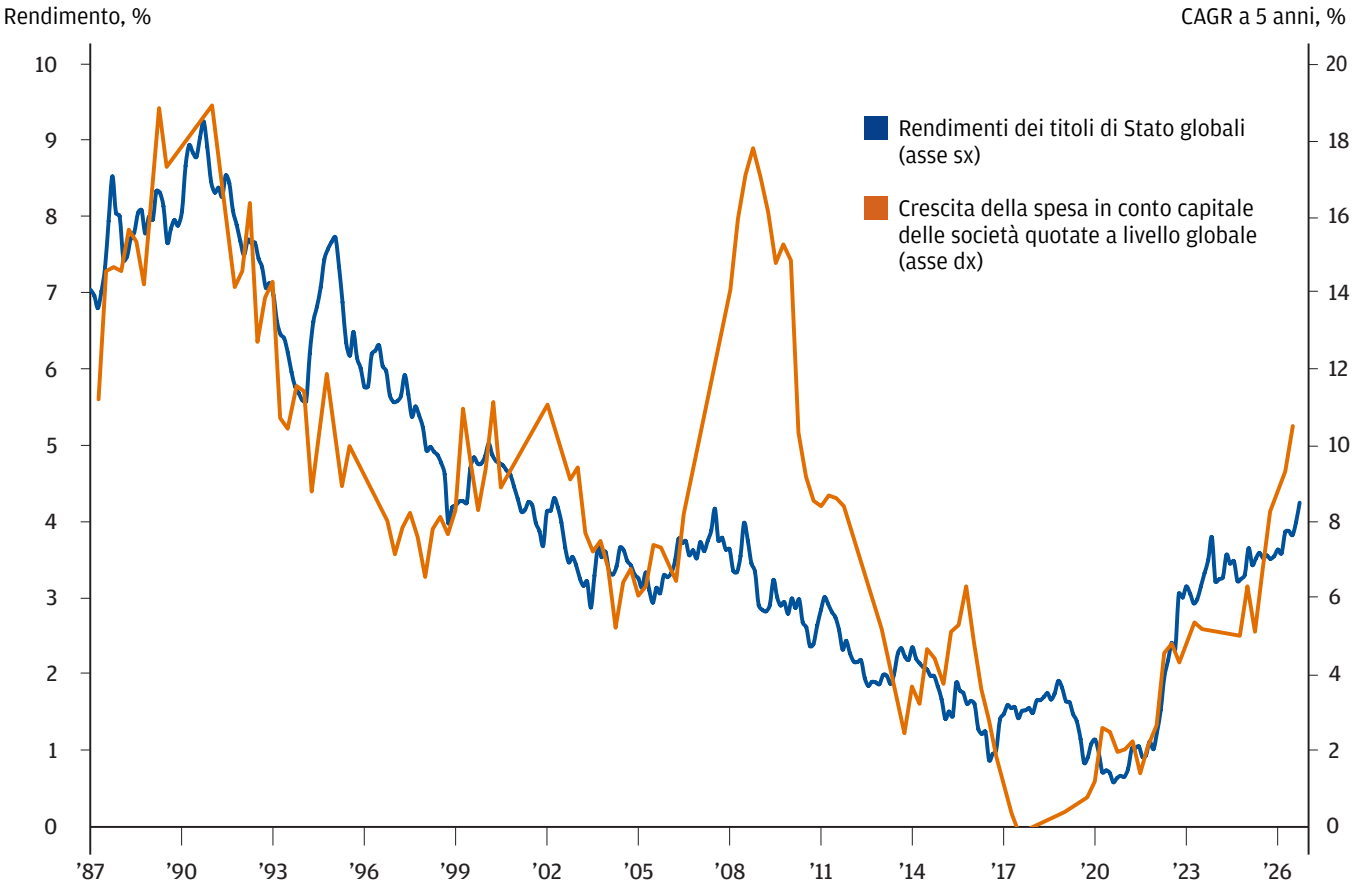
Crediamo che, nel lungo periodo, l'IA possa aumentare la produttività e gli utili delle imprese. Gli investitori, tuttavia, si interrogano sulla portata degli investimenti nelle infrastrutture, mentre i mercati potrebbero iniziare a rivedere le proprie convinzioni su chi saranno i vincitori finali.

Il posizionamento del nostro portafoglio riflette un orientamento moderatamente ottimista. Riteniamo che il debito investment grade legato all'IA, che offre rendimenti complessivi interessanti, sia più sicuro di quanto suggeriscano i titoli dei media. Oggi riteniamo difficile per i nomi legati alle infrastrutture dei data center (ad es. semiconduttori) superare le attese. Gli hyperscaler e le società applicative a controllo privato appaiono meglio posizionati per offrire da qui in avanti solidi ritorni al Suo capitale.

17 J.P. Morgan Asset & Wealth Management. Michael Cembalest. Ottobre 2026.

UN CICLO DI INVESTIMENTI AZIENDALI PIÙ FORTE STA FACENDO CRESCERE I COSTI DI FINANZIAMENTO

Rendimento, %



Fonti: Michael Cembalest, JPMAM, LSEG, JPM GABI. Dati al 27 ottobre 2026.

L'IA si diffonde nell'economia, oppure tutte le scommesse saltano

Se l'adozione e la diffusione dell'IA si arrestano, nient'altro ha davvero importanza. L'infrastruttura resta inutilizzata, le rendite del computing si comprimono e le applicazioni non trovano mai i loro potenziali clienti.

I dati ci dicono che siamo ancora in una fase molto iniziale dell'adozione dell'IA. Secondo Ramp, società di tecnologia finanziaria che traccia la spesa aziendale, l'80% della spesa in IA è guidato dall'1% delle imprese, in larga parte startup tecnologiche che acquistano token da altre startup tecnologiche.[18] In un'analisi dell'IA e della produttività, J.P. Morgan Asset Management stima che oggi solo il 6% delle ore lavorative negli Stati Uniti sia assistito dall'IA, pur essendo potenzialmente esposti due terzi dei compiti.[19]

Per giustificare le migliaia di miliardi di capitale destinati allo sviluppo dell'IA, l'adozione e la diffusione devono ampliarsi oltre il settore tecnologico e approfondirsi oltre i programmi pilota. Riteniamo che ciò accadrà, per tre ragioni.

In primo luogo, l'adozione a livello enterprise sta passando dalla sperimentazione alla produttività. La maggior parte delle grandi imprese resta diffidente nei confronti degli agenti IA, che operano con un coinvolgimento umano minimo. Ma man mano che i leader aziendali acquisiranno maggiore dimestichezza con la tecnologia, riteniamo che implementeranno in misura crescente modelli agentici che aumenteranno la produttività e l'intensità del computing per utente.

In secondo luogo, la storia delle tecnologie trasformative ci insegna che il calo dei prezzi apre casi d'uso più velocemente di quanto non comprima i ricavi. Dal 2023, il prezzo di un dato livello di capacità dell'IA è calato a un tasso di 13 volte all'anno, quattro volte più rapido del sequenziamento del DNA.[20] Nello stesso periodo, i ricavi annualizzati dei principali fornitori di modelli sono passati da zero a ben oltre 100 miliardi di dollari.[21] Goldman Sachs prevede un aumento di 24 volte del consumo di token entro il 2030, man mano che i casi d'uso si espanderanno.[22] J.P. Morgan Asset Management prevede che l'adozione complessiva dell'IA possa salire al 40% dei compiti attuali entro il 2040.[23]

In terzo luogo, gli agenti consumer, che possono gestire autonomamente una serie di compiti, potrebbero prendere piede. Muse di Meta è emerso come uno dei contendenti in quest'arena. In molti grandi settori economici come la sanità e i trasporti, i modelli di IA presentano ancora un basso tasso di penetrazione, e anche questo potrebbe cambiare.[24]

Lo scenario negativo per l'adozione dell'IA è semplice: l'IA rimane uno strumento di produttività per il settore tecnologico e una novità per tutti gli altri. Il tasso di errore resta troppo elevato e l'adozione enterprise si arresta, mentre la maggior parte dei consumatori decide di rinunciare alla nuova tecnologia. In quel mondo, la domanda di token cresce, ma più lentamente del previsto. L'intero ecosistema dell'IA potrebbe perdere gran parte del suo smalto al calare delle valutazioni.

18 Ramp Economics Lab. *Ramp AI Index.* Settembre 2026.

19 J.P. Morgan Asset Management, *A brighter productivity outlook for the AI era, 2027 Long-Term Capital Market Assumptions,* ottobre 2026.

20 Epoch AI. *The Plunging Price of Thought.* 22 settembre 2026.

21 Reuters. Ottobre 2026.

22 Goldman Sachs. *AI Agents Forecast to Boost Tech Cash Flow as Usage Soars.* 20 maggio 2026.

23 J.P. Morgan Asset Management. *2027 Long-Term Capital Market Assumptions.* 30 settembre 2026.

24 U.S. Census Bureau. *Business Trends and Outlook Survey (AI use by sector) 2026.*

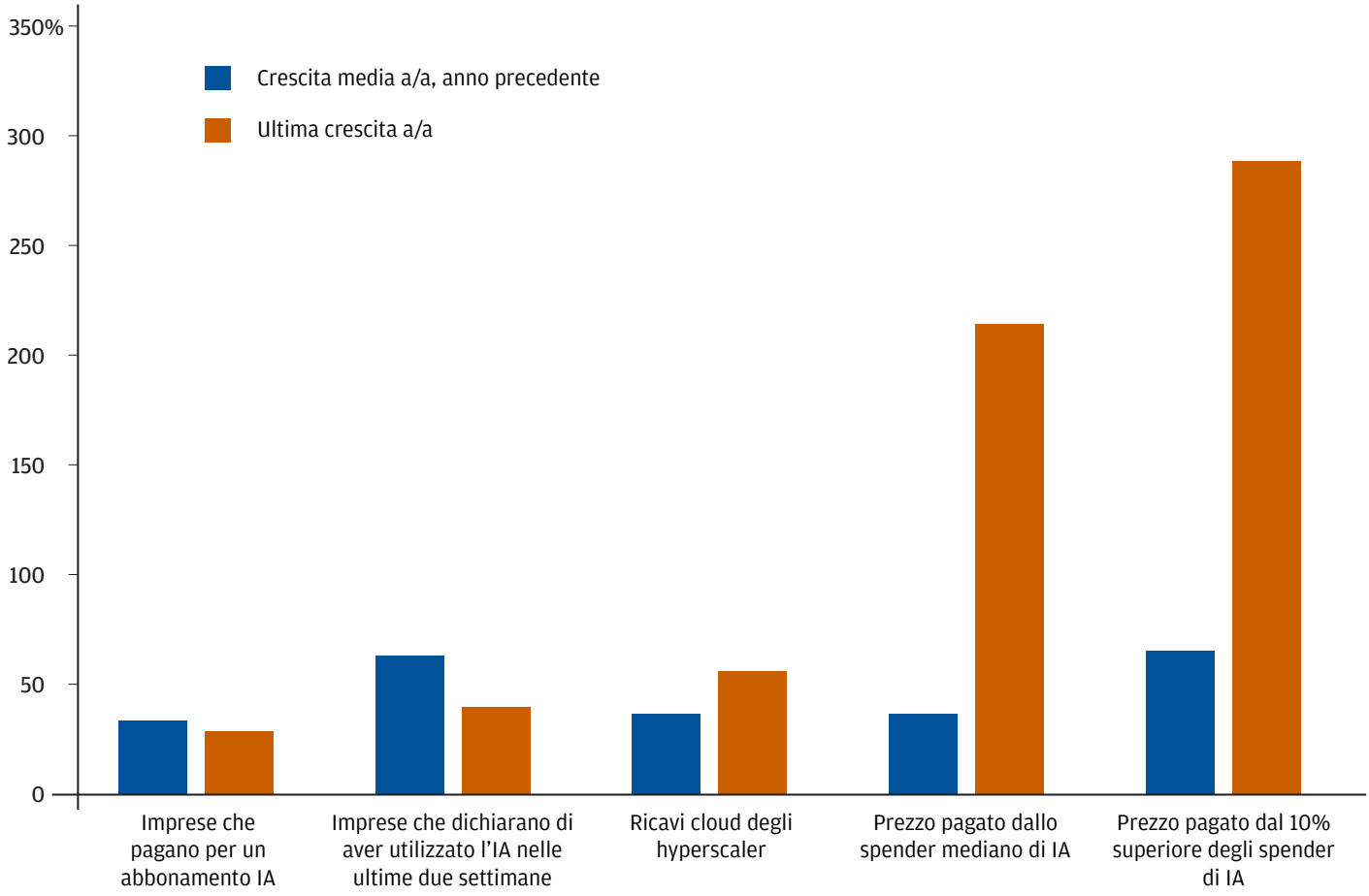
L'opposizione pubblica e politica all'IA rappresenta un rischio chiave per il più ampio ecosistema. La costruzione di data center è diventata un punto di frizione durante le elezioni di midterm statunitensi: 50 delle 51 iniziative referendarie a livello nazionale relative ai data center sono state orientate a limitarne lo sviluppo.[25] L'aumento del potenziale per i crimini informatici rappresenta un altro rischio man mano che i modelli open-source migliorano e i potenziali avversari accedono all'infrastruttura di computing.

Per valutare i tassi di diffusione, monitoriamo indici pubblici dell'adozione e della spesa delle imprese non tecnologiche. I sondaggi sull'adozione dell'IA sono utili, così come le trascrizioni dei risultati trimestrali delle società quotate e i ricavi cloud degli hyperscaler. Sulla base dei dati che osserviamo, il quadro generale suggerisce una continua adozione, diffusione e monetizzazione dell'IA, anche se di recente il mercato ha sovrastimato il ritmo dei ricavi dei laboratori privati di modelli.

25 Michael Cembalest, JPMAM, Redbud Consulting. 5 novembre 2026.

LA DOMANDA DI IA CONTINUA A CRESCERE A UN RITMO NOTEVOLE

Parametri di domanda di IA, ultimi dodici mesi rispetto a metà settembre 2026, %



Fonti: Empirical Research Partners, U.S. Census Bureau, Ramp, Bloomberg Finance L.P. Dati a settembre 2026. Nota: i ricavi cloud degli hyperscaler sono i ricavi aggregati di Microsoft Azure, Google Cloud, Amazon AWS e Oracle Cloud. Le serie Census sull'uso dell'IA sono rettificate per il cambiamento di formulazione del quesito nel sondaggio di novembre 2025.

Quante migliaia di miliardi deve generare l'IA?

La spesa per l'IA si ripaga solo se l'economia genera abbastanza ricavi da essa, e abbastanza rapidamente, per coprire il costo del capitale impiegato (specialmente i data center). Date le ingenti dimensioni dell'attuale pipeline, e l'ansia su quanta parte di essa passi dai piani ai progetti completati, prevediamo una crescente pressione degli investitori affinché i ricavi si materializzino effettivamente.

Per comprendere la sfida, si consideri cosa serve per raggiungere il pareggio o ripagarsi anno dopo anno, incluso il costo del capitale degli investitori. Un gigawatt di capacità di data center per l'IA costa circa 40 miliardi di dollari. Per coprire il proprio costo del capitale, una struttura da 1 GW deve generare circa 11 miliardi di dollari di ricavi all'anno.[26] I circa 129 GW di capacità globale di data center di frontiera previsti entro il 2029 dovrebbero quindi generare circa 1.500 miliardi di dollari all'anno di ricavi dal compute, provenienti in gran parte dalle società applicative che devono affittare potenza di calcolo per produrre beni e servizi consumati da imprese, consumatori e governi. Queste società, in particolare i laboratori privati di modelli, dovrebbero presumibilmente conseguire margini del 50% sopra i propri costi di *computing power*. Ciò significa che la spesa dei clienti finali in IA dovrebbe ammontare a circa il doppio di tale importo, cioè circa 3.000 miliardi di dollari all'anno.

Quindi, quanti ricavi potrebbe generare l'ecosistema dell'IA nei primi anni Trenta? Sulla base di ipotesi ragionevoli, ci aspettiamo i seguenti scenari:

- Le **imprese** potrebbero spendere circa 2.500 miliardi di dollari all'anno in IA attraverso strumenti e agenti IA per i dipendenti.
- I **settori consumer** potrebbero aggiungere circa 750 miliardi di dollari di ricavi tramite pubblicità e abbonamenti.
- I **governi** potrebbero aggiungere ulteriori 400 miliardi di dollari.[27]

Ciò porta i ricavi dell'IA a circa 3.500 miliardi di dollari, circa 700 miliardi di dollari al di sopra della soglia di ricavi necessaria affinché i data center coprano i propri costi anno dopo anno. Tale surplus rappresenta il rendimento per gli investitori nei segmenti della potenza di calcolo e delle applicazioni. Può sembrare consistente, ma si basa su un mercato potenziale le cui dimensioni sono stimate e tutt'altro che certe.

Un rischio che monitoriamo attentamente è che una quota significativa dei ricavi generati dall'IA, soprattutto presso le grandi imprese, derivi dalla sostituzione del lavoro umano, anziché dalla creazione di nuova domanda. Se la metà della potenziale spesa delle imprese in IA fosse destinata a sostituire posti di lavoro che altrimenti sarebbero occupati e se l'IA costasse circa la metà del lavoratore che sostituisce, l'IA potrebbe sostituire circa 24 milioni di posti di lavoro a livello mondiale tra i lavoratori della conoscenza (knowledge worker) nell'arco di cinque anni, ovvero circa l'1,3% di questa categoria di lavoratori ogni anno. È un dato dirompente, ma corrisponde a circa un terzo del ritmo con cui il settore manifatturiero statunitense ha ridotto la propria forza lavoro negli anni 2000 (circa il 3,4% annuo), nel contesto dell'automazione delle fabbriche e dell'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio. Gran parte dell'aggiustamento legato all'IA potrebbe avvenire attraverso la mancata copertura dei posti vacanti anziché tramite licenziamenti. Il rischio maggiore è la concentrazione: una sostituzione che gravi pesantemente su occupazioni o regioni specifiche potrebbe mettere alla prova la tolleranza politica molto prima di quanto suggeriscano i dati aggregati.[28]

A titolo illustrativo, se due terzi di questi posti di lavoro sostituiti si trovassero negli Stati Uniti, nel Paese verrebbero sostituiti circa 16 milioni di lavoratori in cinque anni, ovvero circa 3 milioni all'anno. È all'incirca il 2% dell'occupazione ogni anno, oltre quattro volte il ritmo del declino dell'occupazione manifatturiera degli anni 2000. Si avvicinerebbe al tasso di perdita di posti di lavoro durante la Grande Recessione, ma protratto per cinque anni anziché due. Anche se la maggior parte della sostituzione di posti di lavoro dovuta all'IA avvenisse senza licenziamenti, nel migliore dei casi eliminerebbe la normale crescita occupazionale annua dell'economia. Come suggeriscono i risultati delle elezioni di midterm, appare molto improbabile che vi sia tolleranza politica per tale esito.

L'analisi di J.P. Morgan Asset Management sull'impatto dell'IA sull'economia suggerisce che la trasformazione del lavoro riguarderà più probabilmente le mansioni all'interno delle singole professioni, piuttosto che l'eliminazione di interi posti di lavoro. In fondo, ogni lavoro è un insieme di compiti e, ad oggi, l'IA può automatizzarne o migliorarne solo una parte. Inoltre, pur attendendoci che la diffusione dell'IA nell'economia sia profonda, questo processo richiederà tempo e si prevede che l'adozione sarà disomogenea e graduale. A nostro avviso, questa integrazione progressiva dovrebbe contribuire a limitare il rischio di una perdita diffusa di posti di lavoro.

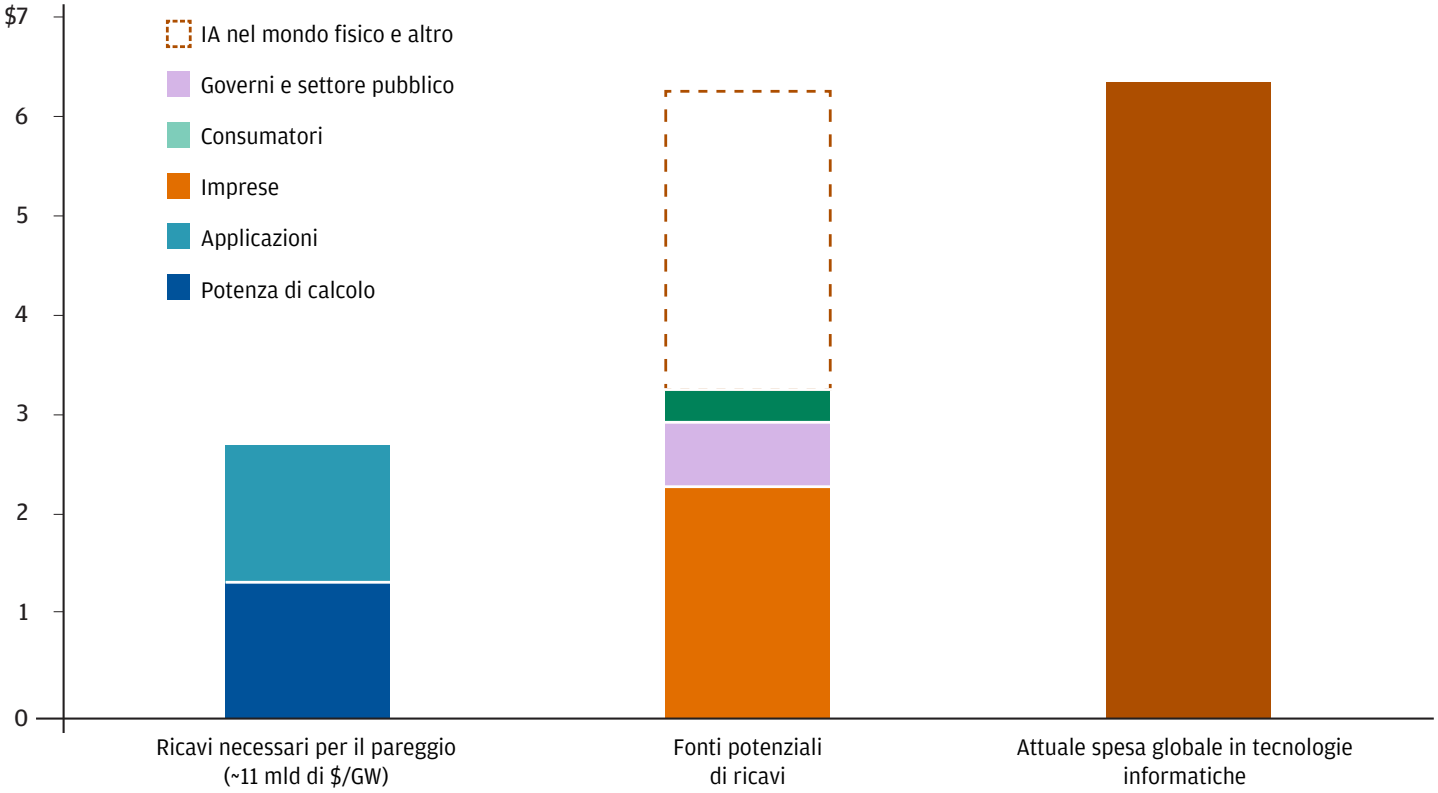
26 Oggi un data center da 1 GW può supportare circa 600.000 GPU in funzione simultaneamente. Se, in media, tali chip sono "affittati" (utilizzati e pagati dai clienti) per il 70% del tempo, ciò corrisponde a circa 3,7 miliardi di ore-GPU all'anno. A circa 3 dollari per ora-GPU, si arriva a circa 11 miliardi di dollari di ricavi annui.

27 Per il dettaglio completo, si rimanda alla tabella metodologica riportata in appendice.

28 La spesa destinata a sostituire il lavoro umano equivale al 50% della spesa delle imprese in IA stimata per i primi anni Trenta (~2.400 miliardi di dollari), ovvero ~1.200 miliardi di dollari. Dividiamo tale importo per un costo effettivo di 50.000 dollari per posto di lavoro, ipotizzando che l'IA abbia un prezzo pari alla metà del costo complessivo di ~100.000 dollari di un knowledge worker. Ciò corrisponde a ~24 milioni di posti di lavoro, distribuiti su cinque anni e rapportati a una base globale di ~384 milioni di knowledge worker. Il confronto con il settore manifatturiero utilizza la serie BLS sull'occupazione manifatturiera: da ~17,3 milioni a gennaio 2000 a ~11,5 milioni a gennaio 2010, ovvero una diminuzione di ~0,58 milioni di posti all'anno (3,4% della base di partenza). Le stime sono illustrative.

LA PIPELINE INFRASTRUTTURALE STA RAGGIUNGENDO I LIMITI DI CIÒ CHE I RICAVI POTENZIALI POSSONO SOSTENERE

Ricavi necessari per il pareggio dell'ecosistema IA e potenziali fonti di ricavo entro i primi anni Trenta, migliaia di miliardi di USD



Fonti: J.P. Morgan Private Bank, Eye on the Market di Michael Cembalest, JPMorgan Research, Coatue Management, Epoch AI, SemiAnalysis, LSEG, Bloomberg, Gartner. Dati a ottobre 2026. I ricavi di pareggio per GW sono i ricavi annui necessari per remunerare il capitale a un tasso ante imposte, recuperare il capitale investito lungo la vita utile di ciascun asset (5 anni per gli acceleratori) e coprire i costi operativi. Per la metodologia completa, si veda l'appendice. Le stime sono illustrative, dipendono dalle ipotesi sopra indicate e non costituiscono una previsione.

Tornando agli aspetti economici dello sviluppo dell'IA: il divario tra i ricavi necessari affinché l'ecosistema dell'IA raggiunga il pareggio e i potenziali ricavi provenienti da fonti quali le imprese e i consumatori è una variabile critica. Quando il mercato potenziale è molto più ampio della soglia di ricavi necessaria per raggiungere il pareggio, ogni nuovo data center appare un investimento solido. Ma man mano che la capacità delle infrastrutture in progetto si avvicina a quella che il mercato potenziale dell'IA può sostenere, il divario si restringe e con esso gli incentivi a continuare a costruire.

Riteniamo che lo sviluppo delle infrastrutture stia entrando in una fase più selettiva. In primo luogo, le dimensioni del mercato potenziale sono ancora molto dibattute, soprattutto dopo il recente rallentamento dei ricavi dei laboratori che sviluppano modelli di frontiera. In secondo luogo, i mercati obbligazionari hanno iniziato a opporsi all'eccessiva leva finanziaria e agli ambiziosi piani infrastrutturali degli operatori dell'IA di minori dimensioni. Infine, la costruzione di capacità in eccesso è spesso il modo in cui si concludono i boom degli investimenti in capitale.

Le ferrovie e Internet sono state entrambe innovazioni enormemente produttive. Ma sono stati posati troppi binari e troppa fibra ottica prima che si materializzasse la domanda. Di conseguenza, i mercati dei capitali hanno subito perdite ingenti. Nel ciclo dell'IA, tuttavia, maggiori restrizioni allo sviluppo dei data center riducono il rischio che la capacità superi la domanda.

In futuro, per le società sarà difficile convincere gli investitori della necessità di ulteriore capacità dei data center oltre a quella già in progetto, soprattutto alla luce della probabilità di un contesto normativo più oneroso. Pertanto, il valore potrebbe concentrarsi sempre più nelle società che controllano i colli di bottiglia cruciali o che dispongono di un potere di determinazione dei prezzi sufficiente a far fronte a vincoli quali le pressioni politiche, i cambiamenti normativi, la disponibilità di energia, l'accesso alla rete, i tempi di rilascio dei permessi e l'accesso ai finanziamenti.

Finanziare lo sviluppo dell'IA

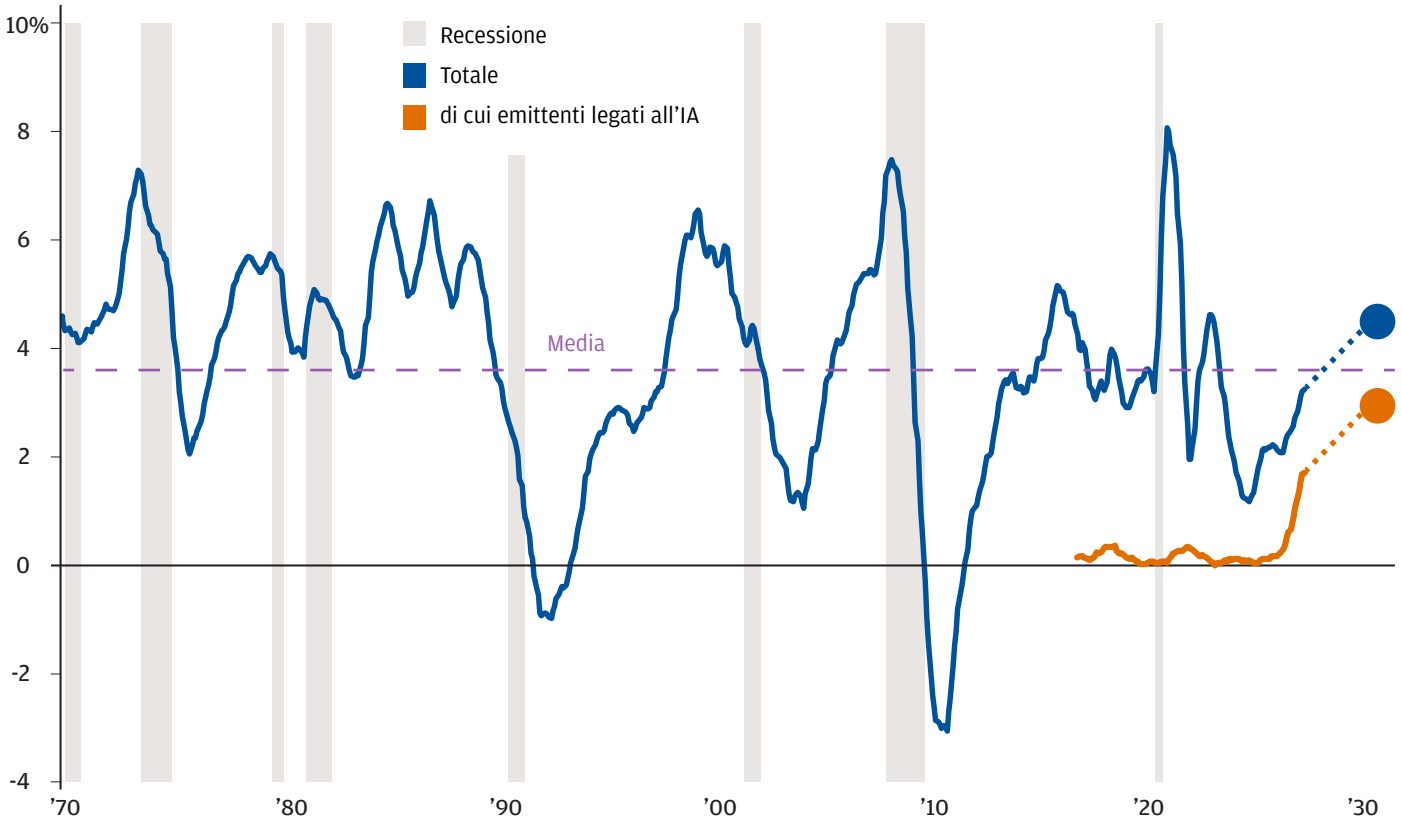
Come comprende anche chi segue solo occasionalmente gli sviluppi dell'IA, il finanziamento sarà decisivo per l'evoluzione del settore. Di conseguenza, prima di investire nel capitale azionario di una società in qualsiasi segmento dell'ecosistema dell'IA, dovrebbe ritenere sostenibile il debito presente nel suo bilancio. (Un'altra lezione da un corso introduttivo di economia: in caso di insolvenza sul debito, il valore del capitale azionario può azzerarsi).

Alcune società di IA hanno recentemente raggiunto i limiti di ciò che i mercati obbligazionari pubblici sono disposti a tollerare. Si consideri l'esempio delle obbligazioni non garantite di CoreWeave, un operatore "neocloud" (categoria che comprende tipicamente fornitori con elevata leva finanziaria che affittano la propria capacità di calcolo). Le sue obbligazioni vengono scambiate a spread tipici degli emittenti in difficoltà, ben superiori a 1.000 bps. Ciò segnala l'inizio della fine del boom dell'IA? No, ma suggerisce un diverso insieme di opportunità all'interno dei mercati pubblici e privati.

Sebbene il debito legato all'IA sia in crescita (le emissioni legate all'IA supereranno i 300 miliardi di dollari quest'anno), la crescita del debito in rapporto al PIL è ancora molto inferiore a quella dei precedenti cicli storici di leva finanziaria, e maggiori ostacoli politici allo sviluppo dei data center potrebbero inoltre rallentare l'aumento della leva finanziaria.

L'INDEBITAMENTO LEGATO ALL'IA È AUMENTATO NOTEVOLMENTE E SONO PREVISTE EMISSIONI SIGNIFICATIVAMENTE MAGGIORI

Nuovo credito alle società non finanziarie in rapporto al PIL, media mobile a 4 trimestri, %



Fonti: Bridgewater Associates, Haver Analytics, Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis. Dati a settembre 2026.

Oggi, la maggior parte del debito legato all'IA è emessa da società investment grade con alcuni dei bilanci più solidi al mondo. Gli hyperscaler nel complesso (Alphabet, Amazon, Microsoft, Oracle) hanno un indice di copertura degli interessi superiore a 50 volte, rispetto a circa 9 volte per l'emittente investment grade mediano. Oracle si discosta chiaramente dal resto del gruppo. Continuiamo a vedere opportunità in alcune emissioni di debito investment grade degli hyperscaler.

Le nuove strutture di finanziamento sono tuttavia state esaminate con attenzione, poiché possono rendere poco chiaro chi sia effettivamente esposto al debito e quali garanzie lo sostengano. Un esempio calzante: circa 165 miliardi di dollari di impegni fuori bilancio da parte di Nvidia sostengono circa 6,5 GW di capacità di calcolo pianificata da nuovi fornitori di modelli.[29] Nvidia mira ad ampliare la propria base di clienti oltre gli hyperscaler e i laboratori che sviluppano modelli di frontiera. In linea di principio, ciò dovrebbe ridurre il rischio di concentrazione nell'ecosistema dell'IA. Ma le strutture fuori bilancio aumentano l'opacità del sistema e probabilmente innalzano il costo del capitale.

L'intelligenza artificiale ha trasformato il settore tecnologico da un modello di business a bassa intensità di capitale (asset-light) a un modello ad alta intensità di capitale (*asset-heavy*). Un decennio fa le più grandi società cloud reinvestivano circa il 7% dei propri ricavi in spese in conto capitale. Quest'anno le stime di consenso degli analisti indicano circa il 36%. È quasi il tasso di reinvestimento di una società di servizi di pubblica utilità regolamentata e assorbe quasi tutto il flusso di cassa operativo delle società cloud.

Più ci si allontana dagli hyperscaler, più il modello di business diventa ad alta intensità di capitale. Gli operatori neocloud come CoreWeave spendono quasi 3 dollari in capex per ogni dollaro di ricavi e finanziano la differenza con debito. La domanda di capitale è in crescita anche nel settore energetico, dove le società di servizi di pubblica utilità statunitensi pianificano investimenti per quasi 1.500 miliardi di dollari nei prossimi cinque anni.[30]

Oggi gli asset al centro dell'attenzione sono le GPU e i data center. Domani potrebbero essere veicoli autonomi e robot. In ogni caso, i modelli ad alta intensità di capitale necessitano di finanziamenti. Stiamo esplorando opportunità per fornire tali finanziamenti tramite i mercati privati a sviluppatori di data center e operatori neocloud che faticano a reperire capitale sui mercati pubblici a condizioni interessanti. Si tratta di investimenti più rischiosi, con rendimenti potenziali di conseguenza più elevati.

29 Semianalysis. *Nvidia's Backstop Universe - Heads I Win, Tails Who Loses?* 11 settembre 2026.

30 Edison Electric Institute. *EEI Data: Electric Companies to Invest $1.4 Trillion.* 2026.

Le ipotesi alla base di un investimento nel segmento infrastrutturale

Le società del segmento infrastrutturale (semiconduttori, memoria, apparecchiature elettriche, generazione di energia e costruzioni) vengono pagate alla consegna. I loro ricavi dipendono dai gigawatt di capacità realizzati.

Per allocare il Suo capitale alle società di infrastrutture per l'IA, deve ritenere che la capacità realizzata sarà maggiore di quanto gli investitori abbiano già scontato nei prezzi dei titoli. Finora questa tesi si è dimostrata corretta. Gli analisti di Wall Street hanno sottostimato la crescita del capex degli hyperscaler in media di 50 punti percentuali in ciascuno degli ultimi tre anni.

Tuttavia, come abbiamo spiegato, riteniamo che il margine per ulteriori revisioni al rialzo delle prospettive del segmento infrastrutturale si stia esaurendo, anche se la domanda di potenza di calcolo sembra superare la capacità fisica.

Per ritenere che i titoli azionari del segmento infrastrutturale possano sovraperformare da qui in avanti, probabilmente deve anche aspettarsi che i vincoli politici allo sviluppo dei data center siano meno stringenti di quanto attualmente scontato dai mercati. Al momento della stesura, i titoli dei semiconduttori stavano già scontando un calo degli utili compreso tra il 20% e il 40%. Inoltre, un numero sempre maggiore di data center per l'IA richiederebbe un costante rinnovo dei semiconduttori, sostenendo i ricavi dei relativi produttori. Infine, la domanda di capacità per l'IA da parte degli Stati potrebbe tradursi in una rete globale di data center progettata per garantire ridondanza e sicurezza, anziché efficienza del capitale.

Il nostro scenario di base ipotizza una decelerazione della crescita del capex, ma ciò comporta un risvolto positivo. Un ritmo di costruzione più lento mantiene l'offerta limitata, e tale scarsità potrebbe essere più redditizia per il resto dell'ecosistema IA, almeno nel breve termine. Limitare l'offerta di data center potrebbe contribuire a mantenere il potere di determinazione dei prezzi sia per la potenza di calcolo sia per l'intelligenza stessa, anche se limita il potenziale di trasformazione dell'IA.

Si concentri sull'élite degli hyperscaler

Siamo più ottimisti sulle prospettive degli hyperscaler. Tra le società quotate dell'ecosistema IA, riteniamo che questo gruppo possa essere quello che oggi merita maggiormente il Suo capitale.

Gli hyperscaler potrebbero trarre vantaggio dalla potenza di calcolo sia quando è abbondante sia quando è scarsa, sia quando è economica sia quando è costosa. La loro forza deriva dall'ampiezza delle proprie attività: possiedono i data center, gestiscono i servizi cloud e vendono le applicazioni IA (ricerca, pubblicità, software di produttività e prodotti per i consumatori). Quando la potenza di calcolo è scarsa, beneficiano di tariffe più elevate per l'utilizzo della propria capacità. Quando è più abbondante, e quindi meno costosa, le attività applicative degli hyperscaler beneficiano di costi più bassi.

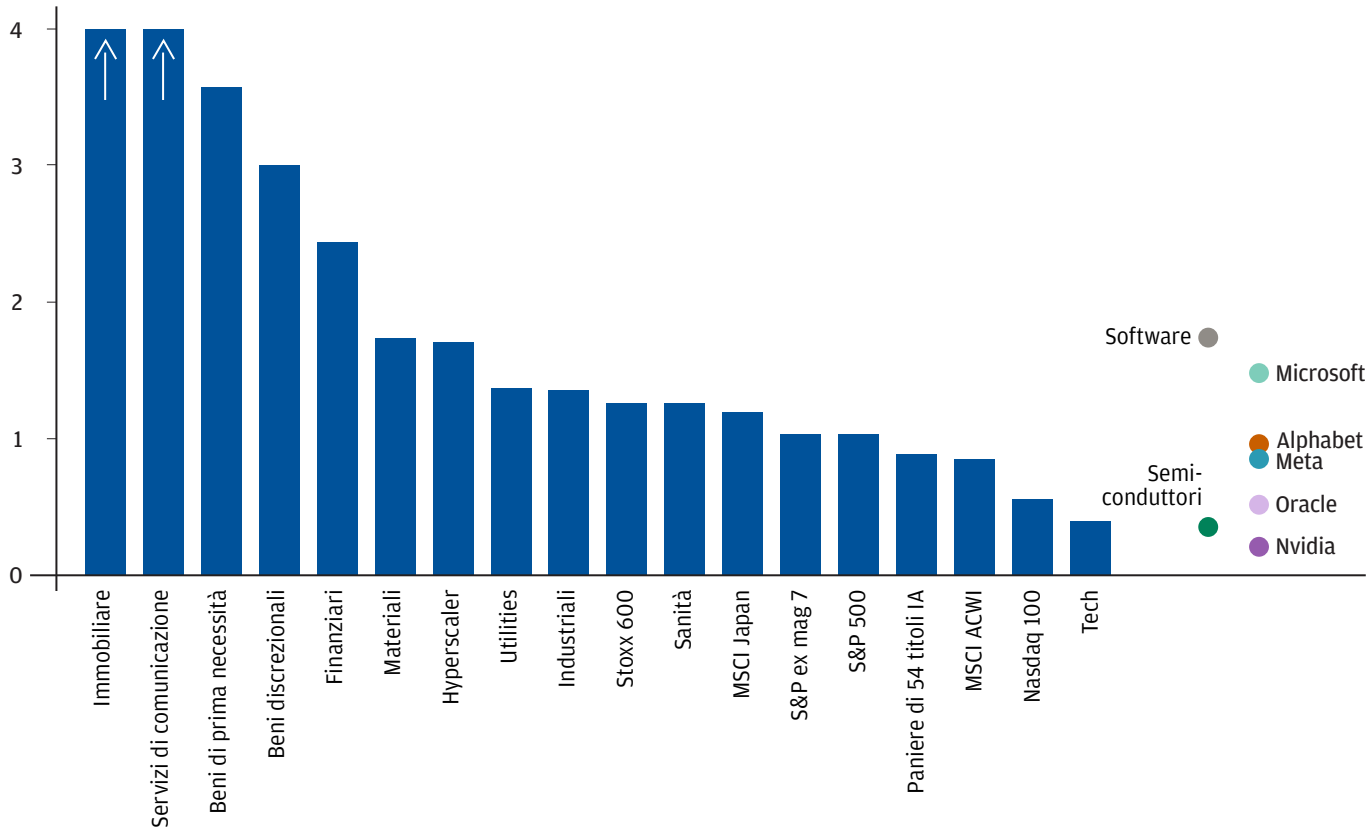
Possiamo inoltre individuare un chiaro percorso verso un rendimento sui loro investimenti in IA. La crescita delle vendite nelle principali attività cloud sta accelerando. Gli investimenti di Meta e Alphabet nella pubblicità potenziata dall'IA iniziano a dare frutti. I bilanci degli hyperscaler potrebbero subire pressioni, ma non crediamo che ne venga compromessa la solidità. I recenti risultati aziendali deludenti stanno inoltre offrendo un interessante punto di ingresso per gli investitori.

Un ritmo più moderato di realizzazione delle infrastrutture, che ora prevediamo, allenterebbe inoltre la pressione sul flusso di cassa disponibile (free cash flow) degli hyperscaler. Infine, oggi le obbligazioni e le azioni degli hyperscaler vengono scambiate a valutazioni interessanti. Nel complesso, il rapporto prezzo/utili (P/E) dei loro titoli presenta un premio molto contenuto rispetto al mercato, ben al di sotto delle medie di lungo periodo, e i rapporti prezzo/utili corretti per la crescita (PEG) suggeriscono che i mercati attribuiscono un valore limitato al proseguimento della crescita.

In vista del 2027, riteniamo che gli hyperscaler offrano i migliori rendimenti corretti per il rischio per il Suo capitale investito in azioni quotate.

GLI INVESTITORI NON PAGANO UN PREMIO PER LA CRESCITA DEGLI UTILI TECH

Rapporto P/E diviso per il tasso di crescita annua degli utili atteso dal consenso



Fonti: Michael Cembalest, JPMAM, Bloomberg Finance L.P. Dati al 27 ottobre 2026.

Le ipotesi alla base di un investimento nel segmento applicativo

Il segmento applicativo si colloca al vertice dell'ecosistema IA: comprende i laboratori che sviluppano modelli di frontiera, le piattaforme IA per le imprese e le società di software specializzate in singoli settori che trasformano i token in prodotti acquistati dai clienti. Le società del segmento applicativo operano in vari ambiti, dalla scrittura di codice e dall'assistenza clienti alla sanità e al diritto. I loro ricavi dipendono dai token consumati o, sempre più, dai risultati ottenuti dai clienti. La principale voce di costo del segmento applicativo è l'acquisto di potenza di calcolo.

I laboratori che sviluppano modelli di frontiera e le altre società del segmento applicativo vendono «intelligenza» (la capacità di ragionare e operare per raggiungere un obiettivo), per la quale possono ora applicare un prezzo più elevato. Oggi, i laboratori che sviluppano modelli di frontiera nel segmento applicativo conseguono margini lordi tra il 60% e il 90%.[31]

I mercati si interrogano costantemente sulla sostenibilità degli eccezionali margini di profitto dei laboratori che sviluppano modelli di frontiera. Questi laboratori potrebbero affrontare una crescente concorrenza da parte dei modelli open-weight di origine cinese, che ora rappresentano circa l'80% dei token generati su piattaforme come OpenRouter, fornitore di piattaforme e servizi IA. Le imprese mirano inoltre a contenere il costo dell'uso dei token da parte dei propri dipendenti, il che potrebbe comprimere i ricavi dei laboratori che sviluppano modelli di frontiera.[32]

Per essere ottimisti sulle prospettive del segmento applicativo, bisogna ritenere plausibile una combinazione dei seguenti scenari:

- La qualità del modello conta. I clienti non scelgono i modelli solo in base al prezzo. Valutano il costo in rapporto alla qualità, all'affidabilità, alla latenza (essenzialmente il tempo necessario a un modello per rispondere a una richiesta) e alla capacità del modello di integrarsi nei flussi di lavoro del cliente. I modelli open-weight miglioreranno certamente, ma riteniamo che i modelli di frontiera manterranno un premio di prezzo nel prossimo futuro. Di fatto, rappresentano ancora oltre il 90% della spesa in token delle imprese.
- La tariffazione potrebbe passare dai token ai risultati. Con una tariffazione basata sull'utilizzo, i ricavi sono legati a un'unità il cui prezzo dovrebbe continuare a diminuire. Con una tariffazione basata sui risultati, i ricavi sono legati al valore del lavoro svolto. Di conseguenza, il calo dei costi dei token amplia i margini senza ridurre i ricavi.
- La domanda si amplia in modo significativo oltre la base attuale. L'adozione da parte delle imprese di flussi di lavoro basati su agenti IA, l'utilizzo domestico di agenti IA per i consumatori e le applicazioni dell'IA nel mondo fisico, come i robot, iniziano a prendere piede. Il futuro promesso dell'IA inizia a divenire realtà.

La storia della creazione di valore favorisce le società della «seconda ondata» nei periodi di forte espansione degli investimenti in conto capitale: le aziende che sviluppano la propria attività sfruttando le infrastrutture iniziali. Questo è forse l'argomento più persuasivo a favore del potenziale di creazione di valore del segmento applicativo. L'ascesa delle ferrovie negli Stati Uniti ha reso possibile il lancio dei grandi magazzini Sears. L'elettricità ha creato le premesse per l'intrattenimento di Hollywood. Internet ha consentito lo sviluppo dell'e-commerce e degli app store. Un'altra lezione della storia è che i cicli di innovazione portano a una maggiore domanda in altri settori dell'economia. Oggi riteniamo che la domanda di esperienze, viaggi, lusso, benessere, longevità e sport potrebbe aumentare man mano che l'IA si diffonde.

All'inizio dell'era dell'elettricità e dei computer, i mercati quotati rispecchiavano gli operatori già affermati. Ma nel giro di 30 anni, quasi la metà delle 10 maggiori società quotate era nata sulla base di quelle tecnologie. Riteniamo che lo stesso schema prevarrà nell'era dell'IA. Valuti un'esposizione, attraverso gli attuali mercati privati, ai potenziali giganti quotati di domani.

31 SemiAnalysis. 8 luglio 2026.

32 RampAI. Ottobre 2026.



Conclusione

L'attenzione al Suo capitale, alla domanda di capitale e al suo costo si rifletterà sui mercati nel prossimo anno. Crede nel boom dell'IA a tal punto da fornire il finanziamento che potrebbe colmare il divario tra investimenti in conto capitale e ricavi duraturi? Investirà nei beneficiari della spesa per la sicurezza? Utilizzerà i rendimenti potenziali derivanti da tassi d'interesse più elevati per ridurre il rischio all'interno del Suo portafoglio, pur mantenendo il Suo precedente obiettivo di rendimento? Persino la liquidità potrebbe risultare un'alternativa leggermente più interessante.

Come sempre, vorrà costruire un portafoglio abbastanza robusto e flessibile da aiutarLa a raggiungere i Suoi obiettivi di lungo termine. Siamo qui per aiutarLa a valutare le opportunità e le sfide di investimento nell'intero panorama finanziario. Nel 2027 e oltre, puntiamo ad aiutarLa a richiedere una remunerazione adeguata per il Suo capitale.



La nostra missione

Il Global Investment Strategy Group fornisce analisi e consulenza di riferimento nel settore degli investimenti per aiutare i nostri clienti a raggiungere i propri obiettivi di lungo termine. Il team attinge alle ampie competenze ed esperienze degli economisti, degli strategist di investimento e degli specialisti delle singole classi di attivo del Gruppo per offrire una prospettiva unica sui mercati finanziari globali.

EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin
Global Head of Investments 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

Christopher Baggini
Global Head of Equity Strategy

Philip Camporeale
U.S. Investment Strategist

Nur Cristiani
Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller
EMEA Investment Strategist

Kriti Gupta
U.S. Investment Strategist

Joshua Lewin
Head of APAC Investment Strategy

Jacob Manoukian
Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl
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

Appendice

ANALISI DEL PUNTO DI PAREGGIO DELL'IA: IPOTESI E METODOLOGIA

Prospettive per il 2027 ("Quante migliaia di miliardi deve generare l'IA?").
Tutti i valori sono espressi in dollari statunitensi. Le cifre relative ai ricavi si riferiscono ai primi anni Trenta.

Categoria	Metodologia	Numeri chiave
1. Quanto costa costruire e gestire un gigawatt di capacità		
Capex per GW	Costo di costruzione complessivo di 1 GW di capacità di data center IA	40 mld di $
Mix di capex	Server / infrastrutture di rete / energia, terreno e struttura edilizia	56% / 13% / 30% (22,6 mld $ / 5,3 mld $ / 12,2 mld $)
Costo del capitale	WACC ante imposte, applicato a tutte le componenti	15%
Vita utile	Server e infrastrutture di rete / energia, terreno e struttura edilizia	5 anni / 15 anni
Onere del capitale	Recupero e remunerazione del capitale mediante quote annue costanti lungo la vita utile di ciascun asset (fattore di annualità al 15%)	10,38 mld di $ all'anno
Costi operativi	Energia: struttura da 1,14 GW × 8.760 ore × 71% di utilizzo × 83,4 $/MWh, più manodopera e manutenzione	0,59 mld $ + 0,17 mld $ = 0,76 mld $ all'anno
2. Pareggio per un singolo gigawatt		
Ricavi di pareggio per GW	Onere annuo del capitale + costi operativi (copertura del costo del capitale, senza extra-rendimento)	**11,1 mld di $ all'anno**
Densità di GPU	GPU per GW di capacità	611.477
Utilizzo delle GPU	Quota di ore affittate	71% (≈3,8 mld di ore-GPU per GW all'anno)
Tariffa di utilizzo delle GPU necessaria per il pareggio	Ricavi di pareggio ÷ ore-GPU	**2,93 $ per ora-GPU**
3. Pareggio per l'insieme dei data center a livello globale		
Capacità complessiva dei data center	Capacità globale di data center IA, fine 2029	129 GW
Ricavi di pareggio del segmento della *computing power*	Capacità globale in GW × ricavi di pareggio per GW	1.440 mld di $ all'anno
Margine del segmento applicativo	Margine lordo conseguito dai laboratori e dalle società di software IA dopo aver coperto i costi della *computing power*	50%
Spesa del cliente finale necessaria per il pareggio	Ricavi di pareggio della *computing power* ÷ (1 – margine del segmento applicativo)	**2.870 mld di $ all'anno**
Requisito marginale	Spesa aggiuntiva dei clienti finali necessaria per ogni nuovo GW	22,3 mld di $ all'anno
4. Ricavi potenziali dell'IA (solo imprese + consumatori + governi)		
Imprese: ingegneri del software	Ingegneri × penetrazione × spesa IA mensile per ingegnere	27 mln × 100% × 3.228 $/mese = 1.046 mld di $
Imprese: altri lavoratori della conoscenza	Knowledge worker non ingegneri (384 mln in totale meno 27 mln di ingegneri) × penetrazione × spesa mensile	357 mln × 60% × 539 $/mese = 1.385 mld di $
Totale imprese	Tasso di penetrazione complessivo del 63%; ≈840 $ per utente IA al mese (≈528 $ in media considerando tutti i knowledge worker)	**2.431 mld di $**
Consumatori: abbonamenti	Abbonati paganti × ricavo medio per utente (ARPU)	400 mln × 13 $/mese = 62 mld di $
Consumatori: pubblicità	Incremento attribuibile all'IA × dimensione prevista del mercato pubblicitario digitale	25% × 2.160 mld $ = 540 mld di $
Consumatori: altro	Funzionalità IA integrate (25% × 300 mld $) + commissioni degli agenti (500 mln × 25 $/anno) + companion/gaming (5 mld $ × 10)	75 mld $ + 12,5 mld $ + 50 mld $ = 137,5 mld di $
Totale consumatori		**740 mld di $**
Governi e settore pubblico	Governo federale USA (2 mld $ × 25) + alleati NATO (1,5× USA) + programmi nazionali di IA + servizi pubblici (1,25% × 10.000 mld $)	50 mld $ + 75 mld $ + 150 mld $ + 125 mld $ = 400 mld di $
5. Risultato		
Ricavi IA potenziali totali	Imprese + consumatori + governi	**3.571 mld di $ (≈3.600 mld di $)**
Surplus rispetto al pareggio	Ricavi potenziali – spesa dei clienti finali necessaria per il pareggio	**697 mld di $ (+24%)**

Le fonti includono: J.P. Morgan Private Bank, Eye on the Market di Michael Cembalest, JPMorgan Research, Coatue Management, Epoch AI, SemiAnalysis, LSEG, Bloomberg, Gartner. Le stime sono illustrative e dipendono dalle ipotesi sopra indicate. Le applicazioni dell'IA nel mondo fisico (robotica, sistemi autonomi) sono escluse e potrebbero contribuire a incrementare i ricavi stimati.

Gli indici sono presentati a soli fini illustrativi. Un indice non è gestito, non costituisce un prodotto d'investimento e non può essere oggetto di investimento diretto. I rendimenti degli indici non riflettono la deduzione di alcuna commissione o spesa e presuppongono il reinvestimento di dividendi e interessi. Tutti gli indici sono denominati in dollari statunitensi, salvo diversa indicazione. Gli indici costituiscono, per loro natura, uno strumento previsionale o comparativo di debole affidabilità e forniscono una rappresentazione ipotetica utilizzata come parametro di riferimento.

Attivi alternativi: categorie di investimento al di fuori dei tradizionali titoli azionari quotati e del reddito fisso core, che includono private equity, private credit, hedge fund, infrastrutture, immobili e materie prime.

Attivi reali: investimenti collegati ad attivi o risorse fisiche, tra cui infrastrutture, immobili e materie prime, che possono generare reddito e presentare una potenziale sensibilità all'inflazione.

Business development company (BDC): una società di investimento, quotata o non quotata, che eroga principalmente prestiti o investe in piccole e medie imprese, spesso tramite il private credit.

Carry: il reddito percepito dalla detenzione di un investimento, come la cedola obbligazionaria o lo spread di credito, prima delle variazioni del prezzo di mercato e di altri costi.

Contratto take-or-pay: accordo che obbliga il cliente a corrispondere il pagamento per un quantitativo minimo di capacità, beni o servizi, indipendentemente dal fatto che li utilizzi o meno.

Correlazione: misura statistica del modo in cui due variabili si muovono l'una rispetto all'altra. Una correlazione pari a 1 indica che si muovono insieme, 0 indica l'assenza di una relazione coerente e -1 indica che si muovono in direzioni opposte.

Credito sovrano: debito emesso o garantito da un governo nazionale, il cui rischio riflette la posizione di bilancio dello Stato, la capacità economica, la credibilità politica e la capacità e volontà di rimborso.

Debito garantito: finanziamento assistito da specifiche garanzie reali che i finanziatori possono azionare in caso di mancato rimborso da parte del debitore.

Debito non garantito: finanziamento non assistito da specifiche garanzie reali, in relazione al quale i finanziatori dipendono dall'affidabilità creditizia generale dell'emittente e dal diritto di rivalsa sui suoi attivi.

Direct lending: credito privato erogato direttamente da finanziatori non bancari a società, spesso tramite prestiti senior garantiti negoziati con emittenti del middle market.

Flusso di cassa disponibile (free cash flow): liquidità generata da una società al netto delle spese operative e degli investimenti in conto capitale, disponibile per il rimborso del debito, i dividendi, i riacquisti di azioni, le acquisizioni o il reinvestimento.

Hedge fund diversificati: strategie di investimento aggregate che adottano più approcci, quali macro, valore relativo, long/short ed event-driven, per perseguire rendimenti meno dipendenti dall'andamento complessivo dei mercati azionari e obbligazionari.

High yield: debito societario con rating inferiore all'investment grade, che offre generalmente rendimenti più elevati per compensare gli investitori per il maggior rischio di credito e di insolvenza.

Hyperscaler: grandi fornitori di servizi di cloud computing in grado di erogare risorse di calcolo in una scala e con una rapidità tali da supportare grandi imprese e servizi internet.

IA agentica / modelli agentici: sistemi di intelligenza artificiale progettati per pianificare ed eseguire attività articolate in più fasi con un intervento umano limitato, spesso avvalendosi di strumenti, recuperando informazioni e intraprendendo azioni all'interno di flussi di lavoro definiti.

Impegno fuori bilancio: un'obbligazione contrattuale o un'esposizione finanziaria non iscritta come debito convenzionale nel bilancio della società promotrice, che può comunque generare un rischio economico.

Indice di copertura degli interessi: misura della capacità di un debitore di far fronte al pagamento degli interessi, in genere calcolata come utile prima di interessi e imposte diviso per gli oneri finanziari.

Indice dei prezzi al consumo (CPI): una misura dell'inflazione che rileva nel tempo le variazioni dei prezzi corrisposti dai consumatori per un paniere rappresentativo di beni e servizi.

Indice dei prezzi della spesa per consumi personali (PCE): misura ampia dei prezzi corrisposti dai consumatori statunitensi per beni e servizi. La Federal Reserve utilizza l'indice dei prezzi PCE come principale indicatore di riferimento dell'inflazione.

Indice S&P 500: indice ponderato per capitalizzazione di mercato composto da 500 principali società statunitensi, ampiamente utilizzato come indicatore del mercato azionario statunitense a grande capitalizzazione.

Infrastruttura: attivi e sistemi fisici a lunga durata che sostengono l'attività economica, inclusi generazione e trasmissione di energia, trasporti, comunicazioni e attivi relativi ai data center.

Investment grade (IG): obbligazioni o debitori con rating pari o superiore alla soglia minima della categoria investment grade attribuito dalle agenzie di rating riconosciute, a indicare un rischio di insolvenza atteso relativamente inferiore rispetto al debito high yield.

Laboratori di frontiera / fornitori di modelli: organizzazioni che sviluppano e commercializzano modelli di intelligenza artificiale all'avanguardia, spesso vendendo l'accesso tramite abbonamenti, interfacce di programmazione delle applicazioni o tariffazione basata sull'utilizzo.

Latenza: il tempo necessario a un modello di intelligenza artificiale o a un sistema di calcolo per rispondere a una richiesta.

Liquidità: la facilità con cui un attivo può essere acquistato o venduto senza incidere in misura rilevante sul suo prezzo. Gli investimenti privati offrono generalmente una liquidità inferiore rispetto ai titoli quotati.

Livello applicativo dell'IA: la parte dell'ecosistema dell'IA che trasforma modelli e token in prodotti o servizi acquistati dai clienti, comprendente i laboratori di frontiera, le piattaforme aziendali, gli agenti e i software verticali.

Livello di calcolo dell'IA: la parte dell'ecosistema dell'IA che fornisce e affitta la capacità di calcolo utilizzata per addestrare ed eseguire i modelli di IA, inclusi chip, server, infrastruttura cloud e servizi correlati.

Livello infrastrutturale dell'IA: il fondamento fisico dell'ecosistema dell'IA, che comprende semiconduttori, memoria, reti, apparecchiature elettriche, generazione di energia, data center e opere di costruzione.

Margine lordo: ricavi al netto del costo diretto di fornitura di beni o servizi, espresso in percentuale dei ricavi.

Mercati emergenti (EM): paesi con economie e mercati finanziari in via di sviluppo che possono offrire un maggiore potenziale di crescita, ma che generalmente comportano rischi economici, politici, valutari e di mercato superiori rispetto ai mercati sviluppati.

Mercati sviluppati (DM): paesi con economie avanzate, mercati finanziari consolidati e livelli di reddito generalmente elevati, quali Stati Uniti, Giappone e numerose economie europee.

Modello open source: modello di intelligenza artificiale il cui codice sottostante, i pesi del modello o le componenti tecniche sono resi disponibili a terzi per l'utilizzo, la modifica o l'impiego, nel rispetto della relativa licenza.

Multiplo prezzo/utili (P/E): misura di valutazione calcolata dividendo il prezzo dell'azione di una società per l'utile per azione.

Nearshoring: il trasferimento della produzione o dei servizi più vicino al mercato finale di un'azienda, spesso verso paesi limitrofi o regionalmente allineati, al fine di ridurre il rischio di filiera e i costi di trasporto.

Neocloud: fornitore di cloud specializzato, spesso focalizzato sulla locazione di capacità di calcolo per l'IA e che frequentemente ricorre al finanziamento esterno in misura maggiore rispetto agli hyperscaler consolidati.

Overnight index swap / future sui tassi overnight: strumenti di mercato utilizzati per esprimere le aspettative sull'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine ancorati a un parametro di riferimento overnight.

Paesi BRIC: Brasile, Russia, India e Cina, un raggruppamento di grandi economie emergenti.

Paniere dei colli di bottiglia: un gruppo tematico di società che producono o controllano input fisici scarsi necessari per la sicurezza economica e nazionale, come semiconduttori, materie prime, apparecchiature per la generazione di energia e turbine a gas.

PIL nominale: il valore di beni e servizi prodotti da un'economia, misurato a prezzi correnti, senza correzione per l'inflazione.

Private credit: prestiti negoziati privatamente da investitori non bancari a favore di società, che generalmente offrono una liquidità inferiore rispetto alle obbligazioni quotate e spesso prevedono tassi di interesse variabili.

Punto base (pb o bps): un centesimo di punto percentuale. Ad esempio, 100 punti base equivalgono a 1 punto percentuale.

Rapporto debito/PIL: misura del debito pubblico di un paese rapportato al prodotto interno lordo, comunemente utilizzata per valutare la dimensione e la sostenibilità dell'indebitamento pubblico.

Rendimento dei Treasury statunitensi: il tasso di interesse di mercato sul debito emesso dal governo degli Stati Uniti. I rendimenti dei Treasury fungono da parametro di riferimento per i costi di finanziamento e le aspettative degli investitori sui mercati finanziari.

Rendimento equivalente imponibile: il rendimento ante imposte che un'obbligazione imponibile dovrebbe offrire per eguagliare il rendimento al netto delle imposte di un'obbligazione esente da imposte, in funzione dell'aliquota fiscale applicabile all'investitore.

Rendimento reale: rendimento di un investimento corretto per l'inflazione.

Rendimento rettificato per le perdite: il rendimento di un investimento al netto delle perdite di credito attese, generalmente basato su ipotesi relative ai tassi di insolvenza e ai valori di recupero.

Rischio di allineamento: il rischio di investimento che un paese, una società o un attivo si trovino penalizzati in conseguenza della divergenza di interessi geopolitici, standard, relazioni commerciali o sistemi finanziari tra blocchi concorrenti.

Spesa in conto capitale (capex): spesa sostenuta per acquisire, costruire o aggiornare attivi a lunga durata, come data center, macchinari, infrastrutture energetiche e altri beni o apparecchiature.

Secured Overnight Financing Rate (SOFR): ampia misura del costo del finanziamento di liquidità overnight garantito da titoli del Tesoro statunitense, nonché tasso di riferimento largamente utilizzato per i finanziamenti in dollari USA.

Security and Resiliency Initiative (SRI): iniziativa decennale di JPMorganChase da 1.500 miliardi di dollari USA volta ad agevolare, finanziare e investire in settori ritenuti cruciali per la sicurezza e la resilienza economica, inclusi 10 miliardi di dollari USA iniziali di investimenti diretti in società selezionate.

Software verticale: software progettato per i flussi di lavoro e le esigenze specialistiche di un settore o di una professione specifici, quali sanità, diritto o servizi finanziari.

Spread di credito: il rendimento aggiuntivo di un'obbligazione o di un prestito rispetto a un titolo di Stato comparabile o a un tasso di riferimento, destinato a compensare gli investitori per il rischio di credito e di liquidità.

Tariffazione basata sul risultato: modello tariffario nel quale i clienti pagano in base al valore o al risultato ottenuto, anziché in base al numero di utenti, licenze software o token consumati.

Tariffazione basata sull'utilizzo: modello tariffario in cui gli addebiti al cliente aumentano o diminuiscono in funzione del consumo misurato, quali i token elaborati, la capacità di calcolo utilizzata o le transazioni eseguite.

Tasso di insolvenza implicito (shadow default rate): misura più ampia della tensione sul credito che va oltre i default di pagamento dichiarati, includendo indicatori quali crediti non maturati, accordi di pagamento in natura in situazioni di difficoltà, significative proroghe di scadenze, pignoramenti e valutazioni di prestiti fortemente scontati.

Tasso di inflazione di pareggio: la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato nominali e di quelli indicizzati all'inflazione di scadenza analoga, comunemente interpretata come una misura, basata sul mercato, dell'inflazione attesa maggiorata di un premio per il rischio di inflazione.

Tasso di inflazione forward 5 anni / 5 anni di pareggio (5y5y): misura basata sul mercato dell'inflazione media attesa nell'arco di cinque anni a partire da cinque anni da oggi, derivata dai rendimenti dei titoli di Stato nominali e indicizzati all'inflazione.

Tasso di recupero: la quota di capitale e di valore maturato che i finanziatori recuperano dopo l'insolvenza del debitore.

Tasso ufficiale di riferimento della banca centrale: il tasso di interesse a breve termine fissato o preso a riferimento da una banca centrale per influenzare le condizioni finanziarie, l'attività economica e l'inflazione.

Tasso sui federal funds: il tasso di interesse al quale le banche statunitensi si prestano reciprocamente riserve a un giorno; la Federal Reserve fissa una fascia obiettivo per tale tasso quale principale strumento di politica monetaria.

Token: unità elementare di testo o dati elaborata da un modello di intelligenza artificiale. L'utilizzo e la tariffazione dei modelli sono spesso misurati in base al numero di token di input, output e ragionamento consumati.

USMCA: Accordo tra Stati Uniti, Messico e Canada, trattato commerciale che disciplina le relazioni economiche tra i tre paesi e sostituisce l'Accordo nordamericano di libero scambio.

Valuta di riserva: valuta ampiamente detenuta da banche centrali e istituzioni e comunemente impiegata nel commercio, nella finanza e nei pagamenti internazionali.

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions (Ipotesi di JPMAM sui mercati dei capitali a lungo termine)

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. Né la performance passata né il rendimento non sono indicatori affidabili dei risultati attuali o futuri.

COMPRENDERE LE STIME DI LUNGO PERIODO

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 il reddito 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/rischio, 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 attivi alternativi comporta rischi più elevati rispetto agli investimenti tradizionali, tra cui, a titolo esemplificativo, una liquidità limitata, ed è adatto esclusivamente a investitori che dispongano di conoscenze e di un livello di sofisticazione sufficienti a valutare meriti e rischi di tali investimenti. Gli investimenti alternativi non devono essere considerati un programma di investimento completo e le distribuzioni non sono garantite. Essi possono 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 e possono inoltre ricorrere a un elevato effetto leva e a tecniche di investimento speculative, suscettibili di amplificare le perdite o i guadagni, compreso il rischio di perdita dell'intero capitale investito. Per una descrizione esaustiva dei rischi specifici relativi a determinati investimenti alternativi, si invita a consultare il memorandum di offerta.

Obbligazioni: le obbligazioni sono soggette al rischio di tasso di interesse e al rischio di credito e di insolvenza dell'emittente. I prezzi delle obbligazioni tendono a scendere quando i tassi di interesse aumentano.

Materie prime: gli investimenti in materie prime possono presentare una volatilità superiore a quella degli investimenti in titoli tradizionali. Il valore delle materie prime può essere influenzato dall'andamento generale dei mercati, dalla volatilità degli indici di materie prime, dalle variazioni dei tassi di interesse o da fattori relativi a un settore o a una materia prima specifica, quali siccità, inondazioni, condizioni meteorologiche, malattie del bestiame, embarghi, dazi doganali e sviluppi economici, politici e regolamentari internazionali. Investire in materie prime offre l'opportunità di rendimenti più elevati, ma al tempo stesso crea la possibilità di perdite più ingenti.

Diversificazione: la diversificazione e l'asset allocation non garantiscono alcun profitto né proteggono dalle perdite.

Azioni: il prezzo dei titoli azionari può aumentare o diminuire per effetto di cambiamenti generali del mercato o di variazioni della situazione finanziaria di una società, talvolta in modo rapido o imprevedibile. I titoli azionari sono soggetti al "rischio di mercato azionario", ossia al fatto che i prezzi delle azioni, nel loro insieme, possano calare in periodi brevi o prolungati.

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

Reddito fisso: investire in prodotti a reddito fisso comporta determinati rischi, tra cui il rischio di tasso di interesse, di credito, di inflazione, di rimborso anticipato, di prepagamento e di reinvestimento.

Obbligazioni high yield: le obbligazioni high yield sono obbligazioni speculative di categoria inferiore all'investment grade, con un rischio più elevato di insolvenza o di altri eventi creditizi avversi, adatte esclusivamente a investitori disposti ad assumere un elevato livello di rischio.

Investimenti internazionali: gli investimenti internazionali potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Investire a livello internazionale comporta un maggior grado di rischio e una maggiore volatilità. Le variazioni dei tassi di cambio e le differenze nelle politiche contabili e fiscali al di fuori degli Stati Uniti possono aumentare o ridurre i rendimenti. Alcuni mercati esteri possono non essere altrettanto stabili sul piano politico ed economico quanto gli Stati Uniti e altri paesi. Gli investimenti sui mercati internazionali possono essere più volatili.

Obbligazioni municipali: gli investitori dovrebbero comprendere le potenziali implicazioni fiscali connesse all'acquisto di un'obbligazione municipale. Alcune obbligazioni municipali sono soggette a imposizione federale qualora il detentore sia assoggettato all'imposta minima alternativa. Le eventuali plusvalenze sono imponibili a livello federale. L'investitore dovrebbe tener presente che i proventi dei fondi obbligazionari municipali esenti da imposte possono essere soggetti all'imposizione statale e locale e all'Alternative Minimum Tax (AMT).

Azioni privilegiate: gli investimenti in azioni privilegiate presentano caratteristiche sia azionarie sia obbligazionarie. I titoli privilegiati sono generalmente titoli a lunga scadenza con protezione contro il rimborso anticipato, collocati, nella struttura del capitale, tra il debito e il capitale proprio. I titoli privilegiati comportano diversi rischi e considerazioni, tra cui: rischio di concentrazione; rischio di tasso di interesse; rating creditizi inferiori rispetto alle singole obbligazioni; un diritto sui beni inferiore a quello delle singole obbligazioni di una società; rendimenti più elevati a fronte di tali caratteristiche di rischio; e implicazioni legate all'opzione di rimborso anticipato, ossia la possibilità per la società emittente di richiamare i titoli a un determinato prezzo dopo una certa data.

Società a bassa capitalizzazione: le società a bassa capitalizzazione presentano generalmente un rischio superiore rispetto alle società blue chip consolidate, in quanto le società di minori dimensioni possono registrare un livello di volatilità di mercato più elevato rispetto alla maggior parte delle società a elevata capitalizzazione e/o blue chip.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

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 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) S**A, 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. Nel **Dubai International Financial Centre (DIFC)**, il presente materiale è distribuito da **J.P. Morgan (Suisse) SA (DIFC Branch)**, con sede legale in Unit L25-00, Level 25, ICD Brookfield Place, DIFC, PO Box 506551, Dubai, Emirati Arabi Uniti, autorizzata e vigilata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA), con vigilanza congiunta dell'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

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 offrirLe e/o venderLe titoli o altri strumenti finanziari che potrebbero non essere registrati ai sensi delle leggi che regolamentano i valori mobiliari o altri strumenti finanziari nel Suo Paese di origine e non soggetti a offerta pubblica in conformità a tali leggi. I suddetti titoli o strumenti Le sono offerti e/o venduti solo a titolo privato. Ogni comunicazione che Le inviamo relativamente a tali titoli o strumenti, compresa, a titolo esemplificativo, la consegna di un prospetto, delle condizioni d'investimento o di altro documento, non è da intendersi come un'offerta di vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto di qualsivoglia titolo o strumento in qualunque giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione è illegale. Inoltre, i suddetti titoli o strumenti potrebbero essere soggetti a determinate restrizioni normative e/o contrattuali nei successivi trasferimenti ed è Sua esclusiva responsabilità accertarsi dell'esistenza di dette limitazioni e rispettarle. Se il 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