

# UBS House View

Monthly Letter | 20 giugno 2024 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

## Prepararsi per le elezioni statunitensi

Dato che le elezioni statunitensi potrebbero creare volatilità, consigliamo di gestire i relativi rischi, ad esempio tramite investimenti strutturati.

## Posizionarsi per un calo dei tassi d'interesse

L'allentamento monetario globale dovrebbe accelerare nel secondo semestre. Consigliamo di prepararsi impiegando l'eccesso di liquidità in obbligazioni di qualità.

## Cogliere l'opportunità dell'intelligenza artificiale

L'intelligenza artificiale dovrebbe confermarsi tra i principali motori dei rendimenti azionari. Vediamo opportunità nel comparto degli abilitatori e nelle mega cap a integrazione verticale.

## Asset allocation

Il reddito fisso si conferma la nostra asset class preferita. Sui mercati azionari privilegiamo il settore tecnologico e la crescita di qualità. Portiamo l'oro e il franco svizzero a preferiti.



Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

 **Seguitemi su LinkedIn**  
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)



## Le nostre previsioni in diretta, con Q&A

Il prossimo livestream mensile globale del CIO sarà il 24 giugno. [Partecipi o guardi la registrazione.](#)

Questo rapporto è stato redatto da UBS SA. Si vedano le note legali e le informazioni riportate alla fine di questo documento.

## Tempo di decisioni

Alle porte del secondo semestre 2024, è tempo di decisioni: per la Federal Reserve (Fed), gli elettori americani e gli investitori.

Il quadro d'investimento sarà definito da una serie di eventi importanti. Gli Stati Uniti sceglieranno il loro prossimo Presidente, l'intelligenza artificiale dovrebbe continuare ad avanzare a grandi passi e probabilmente la Fed inizierà a tagliare i tassi d'interesse.

Ciò che davvero conta per gli investitori è l'impatto che avranno questi eventi sulle prospettive per il 2025: bisognerà vedere se i tagli dei tassi saranno accompagnati da indicazioni di ulteriori interventi espansivi, se l'attuale euforia nei confronti dell'intelligenza artificiale sarà giustificata dagli investimenti effettivamente realizzati e quali saranno le ripercussioni delle politiche del prossimo governo americano sull'economia e i mercati.

Crediamo che un'esposizione «core» a lungo termine ad azioni, obbligazioni e strumenti alternativi possa aiutare gli investitori ad affrontare l'attuale incertezza. Ma vediamo anche varie opportunità da cogliere oggi per preparare al meglio i portafogli agli sviluppi dei prossimi mesi.

Consigliamo di posizionarsi per un calo dei tassi d'interesse impiegando la liquidità in eccesso in obbligazioni di qualità, effettuando investimenti strategici nell'intelligenza artificiale e in altri settori orientati a una crescita di qualità («quality growth») e sfruttando opportunità tattiche (ad esempio nell'oro e in alcuni settori del mercato azionario statunitense) per proteggersi dai potenziali rischi legati alle elezioni americane.

Nella nostra asset allocation manteniamo un giudizio positivo sul reddito fisso. Ci aspettiamo un calo dei rendimenti obbligazionari, man mano che l'attenzione del mercato si sposterà dai tempi del primo intervento della Fed all'entità dell'allentamento monetario complessivo. Le strategie diversificate nel reddito fisso



dovrebbero generare ritorni positivi. Sui mercati azionari confermiamo la preferenza per il settore tecnologico, che continua a registrare una forte crescita degli utili grazie agli ingenti investimenti nell'intelligenza artificiale. Tra le valute portiamo il franco svizzero a preferito, poiché crediamo che un eventuale ulteriore allentamento monetario della Banca nazionale svizzera (BNS) sarà di entità limitata. Anche l'oro passa a preferito.

La seconda metà del 2024 si preannuncia come un periodo di transizione e volatilità. Gli investitori dovranno rimanere vigili e flessibili e attuare approcci sia strategici che tattici per affrontare il contesto in continua evoluzione. L'economia, la politica, le banche centrali e la tecnologia tracciano un quadro dinamico che porta con sé opportunità e rischi.

### **Prepararsi per le elezioni statunitensi**

Le elezioni presidenziali americane in arrivo faranno probabilmente salire la volatilità del mercato. La curva dei futuri sul VIX mostra già una chiara deviazione intorno a novembre, che segnala l'attesa di un aumento della volatilità del mercato azionario statunitense in prossimità dell'appuntamento alle urne.

Gli ultimi sondaggi vedono in testa l'ex Presidente repubblicano Donald Trump (40,8%) con un esiguo vantaggio sul Presidente democratico in carica Joe Biden (40,2%), in base all'indice dei sondaggi nazionali di FiveThirtyEight al 18 giugno. Stando a questi dati ci sarebbe un'ampia fetta di elettori ancora indecisi che probabilmente finiranno per determinare l'esito del voto. Ma in questa fase del ciclo i sondaggi nazionali potrebbero essere meno indicativi di quelli relativi agli stati più contesi.

Assegniamo una probabilità del 45% a un'onda rossa (vittoria di Trump e maggioranza repubblicana al Senato e alla Camera dei Rappresentanti); del 40% a una vittoria di Biden con Congresso diviso (Senato ai repubblicani, Camera ai democratici); del 10% a un'onda blu (vittoria di Biden e maggioranza democratica al Senato e alla Camera); e del 5% a una vittoria di Trump con Congresso diviso. Per saperne di più sul potenziale impatto di questi scenari sull'economia e i mercati può consultare la relativa sintesi alla fine di questa Monthly Letter.

Ma la conclusione più importante in questo momento è che il risultato elettorale è del tutto incerto e nessuno scenario potenziale può essere considerato «probabile».

### *Le conseguenze per gli investitori*

È importante ricordare che si vota al seggio elettorale, non con il portafoglio. In particolare, gli investitori dovrebbero evitare di rimandare decisioni d'investimento che potrebbero aiutarli a raggiungere i loro obiettivi finanziari a lungo termine solo perché cedono a eventuali timori in campo politico. Inoltre, devono essere consapevoli che a volte le simpatie politiche possono offuscare l'obiettività.

Le ricerche accademiche corroborano la tesi secondo cui l'orientamento politico di una persona influisce direttamente sul suo livello di ottimismo circa la direzione futura dell'economia<sup>1</sup>. Gli investitori che simpatizzano per il partito vincente tendono a giudicare sottovalutati gli strumenti finanziari e reagiscono rafforzando l'esposizione azionaria<sup>2</sup>. Al contrario, gli investitori delusi dal risultato elettorale in genere attuano strategie più conservative. Queste distorsioni possono avere un impatto significativo sui rendimenti.

<sup>1</sup> Maarten Meeuwis, Jonathan Parker et al., *Belief Disagreement and Portfolio Choice*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 2510, settembre 2019; Yosef Bonaparte, Alok Kumar et al., *Political Climate, Optimism, and Investment Decisions*, University of Miami, 26 febbraio 2012; Marian Moszoro, *The Party Politics of Stock Market Investing*, George Mason University, 25 marzo 2019; e Harrison Hong e Leonard Kostovetsky, *Red and Blue Investing*, Princeton University, marzo 2010.

<sup>2</sup> Bonaparte, Kumar et al., *Political Climate, Optimism, and Investment Decisions*.

Consigliamo di prepararsi a un aumento della volatilità in prossimità delle elezioni statunitensi.

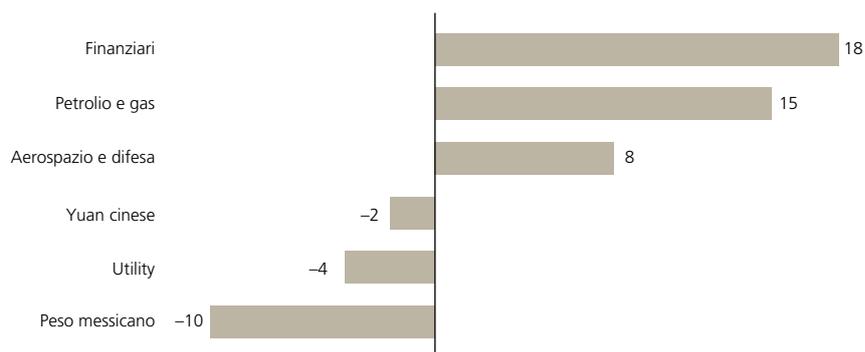
A nostro avviso le decisioni d'investimento non dovrebbero tenere conto di considerazioni politiche.

Ma anche se a nostro avviso le decisioni d'investimento non dovrebbero tenere conto di considerazioni politiche, il risultato elettorale influenzerà inevitabilmente i mercati e le politiche di governo. Le presidenziali del 2016, vinte da Donald Trump, hanno avuto impatti divergenti; e anche se questa volta gli asset coinvolti (in un senso o nell'altro) potrebbero essere diversi, ci aspettiamo comunque una certa volatilità. Consigliamo quindi agli investitori di vagliare i rischi potenziali per il loro patrimonio e gestirli opportunamente.

Figura 1

**Le presidenziali del 2016 hanno avuto impatti divergenti**

Performance a 1 mese di alcuni asset dopo le elezioni presidenziali del 2016 negli Stati Uniti, in %



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a giugno 2024

Un'onda rossa potrebbe portare a un aumento dei dazi e a un alleggerimento della regolamentazione.

**Settori azionari**

Sui mercati azionari consigliamo di gestire l'esposizione ai settori statunitensi dei beni di consumo discrezionali e delle energie rinnovabili, che potrebbero essere penalizzati nel caso di un'onda rossa. I beni di consumo discrezionali, già alle prese con l'indebolimento della relativa spesa, potrebbero risentire dell'eventuale imposizione di dazi commerciali dopo le elezioni. Le rinnovabili, invece, hanno registrato performance robuste negli ultimi tempi, a fronte dell'ottimismo circa la domanda d'intelligenza artificiale, ma esiste il rischio che un'onda rossa riduca il sostegno governativo. All'estremo opposto, a nostro avviso il settore finanziario statunitense non sconta ancora la possibilità di un alleggerimento della regolamentazione nel caso di un'onda rossa.

**Investimenti strutturati difensivi**

Abbiamo individuato una serie di azioni in vari settori che potrebbero reagire in un senso o nell'altro a una vittoria di Trump o di Biden. Per gestire la potenziale volatilità associata al risultato elettorale, gli investitori possono attuare strategie di conservazione del capitale o di generazione di rendimenti su singole azioni o su settori ciclici come energia, industriali e finanziari.

In ambito valutario consigliamo di coprire l'esposizione allo yuan cinese, assumere una posizione lunga sul cambio USDHKD tramite contratti a termine a 1 e 2 anni (dato che l'aggancio valutario rimane invariato) e gestire l'esposizione al peso messicano.

L'oro si conferma un interessante strumento di diversificazione e copertura all'interno dei portafogli.

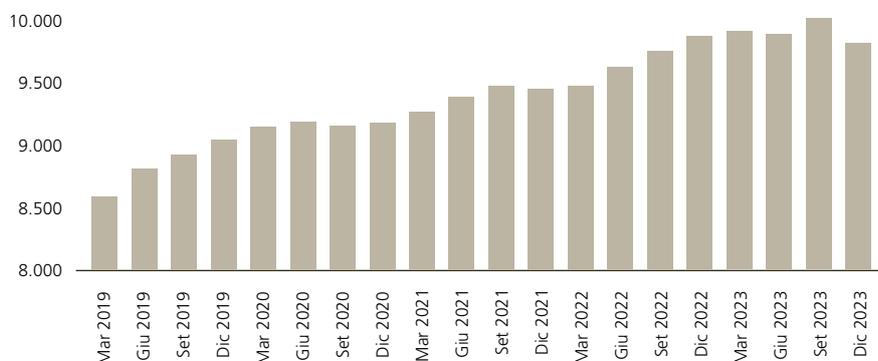
### Oro

A nostro avviso l'oro resta un interessante strumento di diversificazione, soprattutto in vista delle elezioni in Europa e negli Stati Uniti. I timori legati a una polarizzazione geopolitica, all'inflazione, al deficit di bilancio americano e all'indipendenza della Fed sostengono le quotazioni aurifere. Prevediamo quindi che il prezzo del metallo giallo salga a 2600 dollari l'oncia entro fine anno e a 2700 dollari entro metà 2025, poiché il calo dei tassi d'interesse dà impulso alla domanda da parte degli investitori. Ci aspettiamo anche ulteriori acquisti da parte delle banche centrali (in particolare quelle dei mercati emergenti), che a quanto pare stanno diversificando attivamente le loro riserve.

Figura 2

Le banche centrali dei mercati emergenti hanno rafforzato gli acquisti di oro negli ultimi anni

Riserve d'oro delle economie emergenti e in via di sviluppo, in tonnellate



Fonte: World Gold Council, Fondo monetario internazionale, Banca mondiale, UBS, dati a giugno 2024

Le banche centrali stanno rafforzando gli acquisti di oro.

In media la quota d'oro delle riserve dei Paesi in via di sviluppo è circa la metà di quella delle economie avanzate, stando ai dati raccolti dal World Gold Council presso la divisione di statistica finanziaria del Fondo monetario internazionale. Inoltre, secondo l'ultimo sondaggio del World Gold Council il 29% delle banche centrali intende rafforzare le riserve aurifere nei prossimi 12 mesi, la percentuale più alta dall'avvio delle rilevazioni nel 2018. Ad esempio, la banca centrale polacca ha indicato che intende aumentare la quota di oro dal 13 al 20% entro fine 2025.

## Elezioni in Europa

### Francia

A seguito dei cattivi risultati ottenuti dal suo partito alle recenti elezioni europee, il Presidente francese, Emmanuel Macron, ha sciolto il Parlamento e indetto elezioni anticipate. La possibilità che vinca il Rassemblement National di Marine Le Pen, che punta sull'aumento della spesa pubblica, ha innervosito i mercati finanziari. Dalla convocazione di nuove elezioni lo spread tra i titoli di Stato francesi e tedeschi a 10 anni si è allargato di 29 pb, un livello record per una sola settimana, a 77 pb, e l'indice azionario CAC 40 ha perso il 6%.

Gli ultimi sondaggi indicano pesanti perdite per il partito centrista di Macron a vantaggio dei nazionalisti, che tuttavia non dovrebbero ottenere una chiara maggioranza, creando potenziale instabilità politica.

Si apre tutta una serie di possibili scenari, ma è probabile che, a prescindere dal verdetto delle urne, la situazione fiscale della Francia rimanga complicata e riduca il margine di manovra del prossimo governo. Vediamo le possibili conseguenze per gli investimenti.

**Reddito fisso:** nel breve periodo le notizie politiche continueranno a dettare l'andamento dei titoli di Stato francesi, soprattutto a media e lunga scadenza. In termini di merito di credito, l'outlook della Francia a lungo termine si sta deteriorando ed è possibile un downgrade del rating. Preferiamo i bond corporate francesi meno volatili ai titoli di Stato e vediamo opportunità tra le obbligazioni investment grade delle multinazionali che sono meno esposte agli sviluppi politici nazionali e offrono rendimenti interessanti.

**Azioni:** data la recente sottoperformance del CAC 40 è possibile che i rischi politici siano in parte già scontati dalle quotazioni, ma una fase di ulteriore incertezza potrebbe pesare sulla propensione al rischio. I settori più vulnerabili a un cambiamento delle politiche di governo sono finanziari, utility e infrastrutture. Raccomandiamo di utilizzare strategie strutturate per gestire i rischi ed esplorare le opportunità disponibili in regioni sottovalutate come il Regno Unito.

**Valute:** ultimamente l'incertezza politica ha pesato sull'euro e se dovesse proseguire ancora potrebbe spingere il cambio EURUSD verso quota 1.05. Tuttavia, non crediamo che i rapporti della Francia con l'Unione europea (UE) possano cambiare drasticamente dopo le elezioni: il Presidente Macron conserverebbe le competenze costituzionali in materia di Europa, politica estera e difesa e, in ogni caso, il Rassemblement National ha dichiarato che non ha più tra i suoi obiettivi uscire dall'UE o dall'euro.

### Regno Unito

Il 4 luglio si terranno le elezioni generali nel Regno Unito. Stando agli ultimi sondaggi, l'esito più probabile è un governo laburista a maggioranza di centrosinistra. Uno scenario alternativo ma meno probabile è un governo di coalizione a guida Labour.

Ci aspettiamo che il mercato finanziario britannico rimanga relativamente stabile qualunque sia il risultato elettorale, alla luce delle esigue differenze tra i programmi di politica economica dei partiti principali. Le società quotate sulle borse del Regno Unito, in particolare sul FTSE 100, generano una quota consistente di ricavi all'estero e sono quindi meno sensibili alle vicende politiche nazionali. Il rapporto prezzo/utigli (P/E) prospettici del FTSE 100 di 11,3x è inferiore alla media a lungo termine di 12,8x. Ci aspettiamo un'accelerazione della crescita degli utili al 4% quest'anno e al 7% nel 2025 e manteniamo le azioni britanniche tra le nostre posizioni preferite.

Sui mercati obbligazionari, la BoE dovrebbe dare il via all'allentamento monetario ad agosto, favorendo un calo dei rendimenti e un aumento dei prezzi. La sterlina potrebbe registrare una diminuzione del premio al rischio se venisse eletto un governo stabile. In occasione delle ultime cinque elezioni, la valuta nazionale si è apprezzata in media del 2,3% nei tre mesi successivi al voto.

L'allentamento monetario globale dovrebbe accelerare nel secondo semestre.

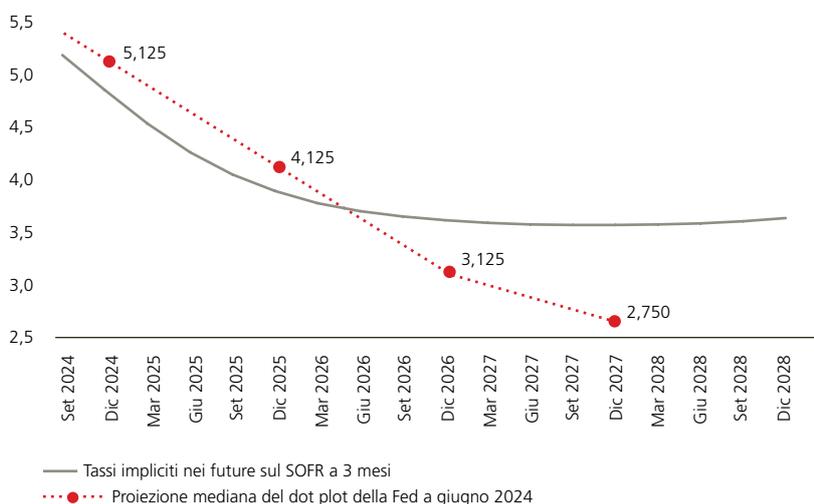
### Prepararsi ai tagli dei tassi

L'allentamento monetario globale è iniziato. A marzo la BNS è stata la prima tra le principali banche centrali ad abbassare i tassi e a giugno ha effettuato un secondo intervento espansivo. Anche la Riksbank svedese, la Bank of Canada e la Banca centrale europea hanno tagliato i tassi d'interesse. Inoltre, ci aspettiamo che la Bank of England (BoE) segua il loro esempio operando un allentamento monetario ad agosto. Nel nostro scenario di riferimento la Fed dovrebbe realizzare due tagli da 25 pb ciascuno nel corso di quest'anno. Il rapporto sul mercato del lavoro di maggio è stato più robusto del previsto, ma altri indicatori (come quelli relativi a inflazione, fiducia dei consumatori, posti vacanti, indice di fiducia del settore manifatturiero, acquisti con carte di credito e vari dati immobiliari) segnalano tutti un rallentamento dell'attività economica. A nostro avviso la moderazione di questi dati permetterà alla Fed di effettuare il primo taglio a settembre.

Figura 3

I mercati scontano tassi a lungo termine molto più alti rispetto alle proiezioni della Fed

Tassi impliciti nei future sul SOFR a 3 mesi e proiezione mediana del dot plot della Fed, in %



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a giugno 2024

Tuttavia, gli investitori si concentrano soprattutto sui tempi del primo intervento espansivo negli Stati Uniti, ma forse stanno sottovalutando l'entità dell'allentamento complessivo. Il mercato sembra aspettarsi che i tassi di riferimento scendano a circa il 4%, per poi stabilizzarsi (in base alla media dei contratti a termine sul Secured Overnight Financing Rate a 3, 5 e 10 anni). Ma le ultime proiezioni degli esponenti della Fed collocano il tasso di riferimento a lungo termine su un livello molto più basso, pari al 2,8%.

Crediamo che il mercato sia troppo ancorato agli elevati livelli dell'inflazione e dei tassi degli ultimi due anni e mezzo. Il recente indebolimento di vari indicatori economici dimostra che l'attuale costo del denaro pesa sull'economia. Ciò significa che i tassi d'interesse dovranno scendere a lungo termine perché la Fed possa realizzare il suo duplice mandato di stabilità dei prezzi e piena occupazione.

A questo punto non è chiaro se si tornerà davvero alla situazione pre-pandemia, quando crescita, inflazione e tassi si attestavano tutti su livelli molto più bassi. Ma dato che la Fed si appresta a tagliare i tassi e che la crescita economica e l'inflazione continueranno a rallentare nel secondo semestre, ci aspettiamo che i mercati inizino a puntare lo sguardo sul tasso terminale e a scontare un livello più basso per i tassi d'interesse a lungo termine.

#### *Le conseguenze per gli investitori*

In previsione di un calo dei tassi, consigliamo di bloccare i rendimenti interessanti.

Primo, dato che le banche centrali hanno dato il via all'allentamento monetario, gli attuali rendimenti sui contanti non saranno disponibili a lungo. Gli investitori che detengono liquidità o fondi del mercato monetario (o depositi a termine in scadenza) devono prendere in considerazione altri impieghi per la liquidità. Le scale di obbligazioni permettono di bloccare rendimenti interessanti per i prossimi anni. Gli investitori possono anche considerare strategie d'investimento strutturate con caratteristiche di conservazione del capitale, che offrono un certo grado di sicurezza oltre al potenziale di registrare guadagni in conto capitale.

Secondo, le emissioni corporate e governative di alta qualità rappresentano una buona soluzione per impiegare la liquidità. Ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei Treasury a 10 anni al 3,85% entro la fine dell'anno e al 3,5% entro marzo 2025. Preferiamo le obbligazioni con duration media e scadenze fino a 10 anni, poiché i timori sull'elevato onere del debito degli Stati Uniti e sulla politica fiscale espansiva potrebbero penalizzare le obbligazioni con duration più lunga.

Terzo, il calo dei tassi d'interesse e la crescita favorevole dovrebbero sostenere le strategie obbligazionarie diversificate. Una posizione «core» in obbligazioni di qualità può essere integrata da un investimento satellite in emissioni a più alto rendimento (ad esempio, le obbligazioni dei mercati emergenti) per potenziare i rendimenti complessivi del portafoglio. La selettività e la diversificazione svolgono un ruolo importante, alla luce degli spread relativamente ristretti e dei potenziali rischi idiosincratici.

#### **Cogliere l'opportunità dell'intelligenza artificiale**

La crescita dell'intelligenza artificiale continua a sostenere i rendimenti sui mercati azionari.

La crescente fiducia nel potenziale dell'intelligenza artificiale ha rappresentato un fattore di traino dei rialzi azionari. Dal lancio di ChatGPT a novembre 2022, sei titoli (NVIDIA, Microsoft, Amazon, Apple, Meta e Alphabet) hanno generato il 64% del rendimento totale del mercato azionario globale. A giugno NVIDIA è diventata l'azienda quotata più grande del mondo. L'intelligenza artificiale è stata citata dal 40% delle società dell'S&P 500 nella presentazione dei risultati del primo trimestre, secondo i dati FactSet.

Per capire se l'entusiasmo nei confronti di questa nuova tecnologia sia giustificato, suddividiamo la filiera in tre componenti: gli abilitatori (semiconduttori, cloud, data center e forniture elettriche), i fornitori di informazioni (modelli linguistici di grandi dimensioni) e le applicazioni (servizi basati su intelligenza artificiale per usi specifici come co-pilot e assistenti alla programmazione).

In questo momento vengono effettuati ingenti investimenti nel segmento degli abilitatori. Secondo le stime del mercato, Microsoft, Alphabet, Meta e Amazon dovrebbero effettuare una spesa in conto capitale aggregata pari a 200 miliardi di dollari nel 2024, in aumento del 35% rispetto al 2023. Tuttavia, finora la monetizzazione nel segmento delle applicazioni è stata modesta. Il potenziale è vasto ma, a un certo punto, per giustificare gli investimenti realizzati sarà necessario incrementare notevolmente l'uso dell'intelligenza artificiale nelle applicazioni, anche in aree come pubblicità, servizio alla clientela, assistenti personali e di programmazione, R&S e cybersecurity.

In prospettiva, ci aspettiamo che i robusti investimenti in conto capitale nell'intelligenza artificiale continuino a trainare una forte crescita degli utili nel segmento degli abilitatori. Tuttavia, sarà necessario monitorare attentamente i rischi come i

timori di un eccesso di capacità, se ad esempio le innovazioni finissero per modificare le dinamiche concorrenziali, i progressi subissero una battuta d'arresto o la monetizzazione delle applicazioni stentasse a decollare.

Figura 4

**Impennata degli investimenti in tecnologia, in particolare negli abilitatori dell'IA**  
Spesa in conto capitale aggregata dichiarata da Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta per gli anni civili 2015-2023, stima di consenso FactSet per il 2024, in mld USD



Fonte: FactSet, UBS, dati a giugno 2024

### Le conseguenze per gli investitori

A seguito della crescita vertiginosa del settore dell'intelligenza artificiale, molti portafogli sono sottoinvestiti.

Primo, è importante detenere investimenti sufficienti nell'intelligenza artificiale. Molti investitori hanno costruito un'esposizione almeno parziale negli ultimi mesi. Tuttavia, a seguito della crescita vertiginosa del settore molti portafogli sono ancora complessivamente sottoinvestiti. Date le dimensioni di alcune delle maggiori aziende d'intelligenza artificiale, gli investitori possono assumere posizioni più in linea con il peso di certi mercati azionari nazionali che di altre società.

Secondo, consigliamo di orientarsi a favore degli abilitatori. Esiste il rischio che i timori di un eccesso di capacità possano creare volatilità, ma attualmente questo segmento offre la migliore combinazione di profili di crescita degli utili interessanti e ad alta visibilità, solido posizionamento competitivo e ottime opportunità di reinvestimento. Preferiamo le società dei semiconduttori che trainano gli investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale legate ai data center e all'edge computing. Le strategie di conservazione del capitale permettono di gestire i potenziali rischi di ribasso.

Terzo, le mega cap svolgono un ruolo imprescindibile per l'intelligenza artificiale. Finora la corsa all'intelligenza artificiale ha favorito in larga misura le maggiori aziende tecnologiche, ma a nostro avviso non si tratta di un incidente di percorso, bensì di una caratteristica intrinseca del nuovo panorama degli investimenti nell'intelligenza artificiale. Ci aspettiamo che il mercato dell'intelligenza artificiale sia dominato da un oligopolio di monoliti e «fonderie» a integrazione verticale lungo la catena del valore. Pertanto, oltre ai semiconduttori puntiamo anche sugli oligopoli posizionati in vari segmenti delle dotazioni tecnologiche, tra cui chip, cloud computing e modelli e applicazioni d'intelligenza artificiale generativa.

Infine, non dimentichiamo che non ci sono solo gli Stati Uniti. I monoliti tecnologici cinesi scambiano ancora a valutazioni simili ai livelli registrati prima del lancio di ChatGPT. Eppure stanno anche effettuando ingenti investimenti nell'intelligenza artificiale e in ultima analisi ci aspettiamo che in questo settore la Cina sviluppi un ecosistema a sé stante rispetto al resto del mondo, che potrebbe generare notevoli opportunità di monetizzazione.

### Idee d'investimento

Alle porte del secondo semestre 2024, è tempo di decisioni per gli investitori. Le scelte che compiranno in questo periodo saranno essenziali per affrontare il

Vediamo diversi modi per affrontare al meglio gli sviluppi del secondo semestre.

contesto mutevole segnato dai progressi dell'intelligenza artificiale, dalle variazioni dei tassi d'interesse e dalle elezioni americane.

Raccomandiamo di attuare un approccio bilanciato e diversificato tra azioni, obbligazioni e strumenti alternativi e di posizionarsi in modo da realizzare gli obiettivi finanziari a lungo termine e al tempo stesso gestire le incertezze a breve termine.

Mantenendosi informati e rimanendo flessibili, gli investitori potranno affrontare la seconda metà dell'anno con fiducia e posizionare i portafogli in modo da ottenere buoni risultati nei prossimi mesi.

Il reddito fisso si conferma la nostra asset class preferita.

*Obbligazioni.* Alla luce del rallentamento della crescita economica e dell'inflazione, e dell'avvio dei tagli dei tassi d'interesse, il mercato obbligazionario offre notevoli opportunità e si conferma la nostra asset class preferita. Consigliamo di impiegare la liquidità e le posizioni attualmente detenute sul mercato monetario in obbligazioni corporate e governative di alta qualità, che dovrebbero apprezzarsi man mano che il mercato inizierà a scontare un ciclo di allentamento monetario più consistente. Preferiamo le obbligazioni con duration media e scadenze fino a 10 anni, poiché i timori sull'elevato onere del debito degli Stati Uniti e sulla politica fiscale espansiva potrebbero penalizzare le obbligazioni con duration più lunga. Nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei Treasury a 10 anni al 3,85% entro fine anno, da circa il 4,2% nel momento in cui scriviamo.

Per i prossimi mesi ci aspettiamo anche una buona performance delle strategie obbligazionarie altamente diversificate. Le posizioni «core» in obbligazioni di qualità possono essere integrate da un'esposizione selettiva alle emissioni a più alto rendimento (ad esempio, le obbligazioni dei mercati emergenti).

Sui mercati azionari privilegiamo la tecnologia e la crescita di qualità.

*Azioni.* La solida crescita dell'economia e degli utili, le prospettive di un calo dei tassi d'interesse e il rafforzamento degli investimenti in intelligenza artificiale dovrebbero sostenere i mercati azionari. Ci aspettiamo un aumento degli utili delle società dell'S&P 500 dell'11% per l'esercizio in corso e nel nostro scenario di riferimento l'indice dovrebbe attestarsi intorno a 5500 a fine anno.

Continuiamo a preferire i titoli tecnologici. L'intelligenza artificiale sarà probabilmente uno dei principali motori dei rendimenti azionari nei prossimi anni e ci sembra importante detenere un'esposizione sufficiente a questa tecnologia in un'ottica di lungo periodo. Per ora vediamo le migliori opportunità negli abilitatori dell'intelligenza artificiale (che beneficiano degli ingenti investimenti effettuati nelle relative capacità) e nelle mega cap a integrazione verticale di Stati Uniti e Cina, che sono ben posizionate lungo la filiera.

Guardando oltre la tecnologia, l'idea di puntare sulla crescita di qualità dovrebbe essere applicata in generale all'intera esposizione azionaria degli investitori. La recente crescita degli utili è stata trainata soprattutto dalle aziende con vantaggi competitivi e un'esposizione a motori strutturali grazie ai quali hanno potuto crescere e reinvestire gli utili in modo stabile nel tempo. Questa tendenza dovrebbe proseguire e consigliamo di sfruttarla puntando sulla crescita di qualità. Vediamo una serie di opportunità, ad esempio tra le società globali di qualità che registrano una crescita stabile e duratura, i Magnifici sette europei, alcuni pesi massimi asiatici, le aziende che forniscono prodotti e servizi necessari per la transizione energetica globale e quelle che lottano contro l'inquinamento degli oceani e la scarsità idrica.

Nel contesto dell'allentamento monetario consigliamo di posizionarsi sulle azioni esposte all'andamento dei tassi d'interesse, come le small e mid cap e i settori di consumo della zona euro, alcune società statunitensi dell'edilizia residenziale e il mercato del Regno Unito.

In ambito valutario portiamo il franco svizzero a preferito.

L'oro dovrebbe beneficiare di forti acquisti da parte delle banche centrali e di una crescente domanda da parte degli investitori.

Consigliamo di detenere una quota di strumenti alternativi all'interno di un portafoglio ben diversificato.

**Valute.** Il dollaro dovrebbe continuare a registrare un'elevata domanda a breve termine, ma potrebbe deprezzarsi a medio termine, con l'avvio dei tagli dei tassi della Fed e la crescente preoccupazione per il deficit di bilancio degli Stati Uniti. Ribadiamo quindi la nostra raccomandazione di vendere dollari nelle fasi di rialzo. Portiamo il franco svizzero da neutrale a preferito. La BNS ha già effettuato due tagli dei tassi nel ciclo in corso e ci aspettiamo che d'ora in poi proceda a un ritmo più graduale. Inoltre, il franco è conosciuto per le sue qualità di valuta rifugio e offre stabilità a fronte dell'incertezza politica che si registra in Europa, negli Stati Uniti e in altre regioni.

Portiamo il dollaro australiano da preferito a neutrale, alla luce dell'indebolimento delle prospettive di crescita dell'economia nazionale. La Reserve Bank of Australia ha usato toni più moderati nelle sue ultime dichiarazioni sull'occupazione e la crescita, ma ha sottolineato l'esigenza di rimanere «vigili rispetto ai rischi di rialzo dell'inflazione». Ci aspettiamo quindi che per ora l'AUD si mantenga in un intervallo ristretto.

**Materie prime.** Ci attendiamo rendimenti totali di poco superiori al 10% per gli indici generali delle materie prime a 12 mesi e vediamo opportunità legate a singole commodity. Portiamo l'oro da neutrale a preferito. Grazie ai forti acquisti da parte delle banche centrali e alla crescente domanda degli investitori, le quotazioni aurifere potrebbero toccare 2600 dollari l'oncia entro fine anno e 2700 dollari entro metà 2025 (dall'attuale livello di 2330 dollari). In vista delle elezioni americane, il metallo giallo può rappresentare una copertura efficace contro i crescenti timori legati a una polarizzazione geopolitica, al deficit statunitense o a un aumento dell'inflazione. L'argento dovrebbe a sua volta salire a 36 dollari l'oncia entro fine anno, grazie alla crescente domanda da parte del settore industriale (in particolare, nelle rinnovabili e nell'elettronica).

La domanda robusta e gli interventi dell'OPEC+ per equilibrare il mercato dovrebbero spingere il prezzo del greggio Brent a circa 87 dollari il barile entro fine anno (da 85 dollari nel momento in cui scriviamo). Gli investitori con una buona tolleranza al rischio possono vendere posizioni sul rischio di ribasso del Brent. Per quanto riguarda il rame, l'offerta dovrebbe rimanere insufficiente rispetto alla domanda e ci aspettiamo che le quotazioni raggiungano 11 500 dollari la tonnellata entro fine anno (dagli attuali 9786 dollari).

**Strumenti alternativi.** Un'esposizione agli strumenti alternativi all'interno di un portafoglio diversificato può aiutare ad affrontare l'evoluzione della politica monetaria, del panorama tecnologico e della scena politica. Nelle fasi di cambiamento delle aspettative sui tassi d'interesse, la correlazione tra azioni e obbligazioni può periodicamente aumentare e gli hedge fund che presentano una bassa correlazione con gli asset tradizionali possono contribuire a ridurre la volatilità del portafoglio. A sua volta, il private equity offre l'opportunità di investire in società in crescita, tra cui aziende esposte all'intelligenza artificiale, che non sono (ancora) quotate in borsa. Ricordiamo che gli strumenti alternativi espongono gli investitori a una serie di rischi specifici, tra cui la sostanziale illiquidità e la mancanza di trasparenza.



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## Messaggi in primo piano

<b>Posizionarsi per un calo dei tassi</b>	Alla luce del rallentamento della crescita economica e dell'inflazione, e dell'avvio dei tagli dei tassi d'interesse, il mercato obbligazionario offre notevoli opportunità. Consigliamo di impiegare la liquidità e le posizioni attualmente detenute sul mercato monetario in obbligazioni corporate e governative di alta qualità, che dovrebbero apprezzarsi man mano che il mercato inizierà a scontare un ciclo di allentamento monetario più consistente. Per i prossimi mesi ci aspettiamo anche una buona performance delle strategie obbligazionarie altamente diversificate.
<b>Opportunità tra le valute e le materie prime</b>	Vediamo varie opportunità di potenziare e diversificare i rendimenti del portafoglio attraverso le valute e le materie prime. Primo, il dollaro dovrebbe continuare a registrare un'elevata domanda a breve termine, ma potrebbe deprezzarsi nel secondo semestre, con l'avvio dei tagli dei tassi della Fed e la crescente preoccupazione per il deficit di bilancio degli Stati Uniti. Di conseguenza, raccomandiamo di vendere dollari nelle fasi di rialzo. Secondo, dato che difficilmente la BNS abbasserà i tassi ancora di molto rispetto agli attuali livelli, ci aspettiamo un apprezzamento del franco. Terzo, diverse materie prime offrono opportunità d'acquisto, come ad esempio petrolio, rame, oro e argento.
<b>Cogliere l'opportunità dell'intelligenza artificiale</b>	L'intelligenza artificiale offre un vasto potenziale di mercato e dovrebbe essere uno dei principali motori dei rendimenti azionari nei prossimi anni. Riteniamo importante detenere un'esposizione sufficiente al settore tecnologico in un'ottica di lungo periodo. Per ora vediamo le migliori opportunità negli abilitatori dell'intelligenza artificiale (che beneficiano degli ingenti investimenti effettuati nelle relative capacità) e nelle mega cap a integrazione verticale, che sono ben posizionate lungo la filiera. Consigliamo inoltre di guardare al di fuori degli Stati Uniti per sfruttare la crescita dell'intelligenza artificiale, anche tra i monoliti tecnologici cinesi.
<b>Puntare sulla crescita di qualità</b>	L'idea di puntare sulla crescita di qualità dovrebbe essere applicata in generale all'intera esposizione azionaria degli investitori. La recente crescita degli utili è stata trainata soprattutto dalle aziende con vantaggi competitivi e un'esposizione a motori strutturali grazie ai quali hanno potuto crescere e reinvestire gli utili in modo stabile nel tempo. Questa tendenza dovrebbe proseguire e consigliamo di sfruttarla puntando sulla crescita di qualità.
<b>Prepararsi per le elezioni statunitensi</b>	Dato che le elezioni statunitensi potrebbero creare volatilità, consigliamo di gestire i relativi rischi. Sui mercati azionari, un'onda rossa probabilmente penalizzerebbe i beni di consumo discrezionali e le energie rinnovabili, mentre darebbe impulso ai finanziari. Consigliamo di attuare strategie mirate a proteggere i portafogli dai rischi associati ai titoli e ai settori più sensibili. Inoltre, crediamo che l'oro rappresenti una copertura efficace contro i timori di polarizzazione geopolitica, inflazione o deficit eccessivi.
<b>Diversificare tramite strategie alternative</b>	Un'esposizione agli strumenti alternativi all'interno di un portafoglio diversificato può aiutare ad affrontare l'evoluzione della politica monetaria, del panorama tecnologico e della scena politica. Nelle fasi di cambiamento delle aspettative sui tassi d'interesse, la correlazione tra azioni e obbligazioni può periodicamente aumentare e gli hedge fund che presentano una bassa correlazione con gli asset tradizionali possono contribuire a ridurre la volatilità del portafoglio. A sua volta, il private equity offre l'opportunità di investire in società in crescita, tra cui aziende esposte all'intelligenza artificiale, che non sono (ancora) quotate in borsa.

## Scenari delle elezioni statunitensi

	Onda blu	Biden / Senato ai repubblicani / Camera ai democratici	Onda rossa	Trump / Senato ai repubblicani / Camera ai democratici
<i>Impatto macro</i>	L'impatto complessivo sull'economia dovrebbe essere più modesto rispetto al primo mandato di Biden. Possibile aumento delle imposte per le famiglie a più alto reddito. Impatto leggermente negativo sulla crescita economica. Impatto disinflazionistico, che permette alla Fed di effettuare un allentamento monetario leggermente più consistente.	Impatto inferiore rispetto a un'onda blu. Possibile aumento delle imposte per le famiglie a più alto reddito, ma inferiore a quello che si avrebbe con un'onda blu. Nessun aumento delle imposte sulle imprese, ma inasprimento della regolamentazione. Impatto relativamente neutrale su crescita, inflazione e politica monetaria.	L'impatto complessivo sull'economia dovrebbe essere positivo, dato il probabile calo delle imposte. Ma le pressioni inflazionistiche potrebbero salire a causa dell'espansione fiscale e dell'aumento dei dazi e la Fed dovrebbe effettuare un allentamento monetario più modesto. Probabile inasprimento delle tensioni commerciali e aumento del deficit di bilancio.	L'impatto complessivo sull'economia dovrebbe essere positivo, ma inferiore a quello che si avrebbe con un'onda rossa. I dazi rafforzano le pressioni inflazionistiche e per la Fed diventa più difficile effettuare un allentamento monetario aggressivo. Probabile inasprimento delle tensioni commerciali e aumento del deficit di bilancio.
<i>Impatto sui tassi e sull'USD</i>	I rendimenti obbligazionari scendono, in particolare nel segmento a breve. La curva dei rendimenti torna alla normalità e riprende un'inclinazione ascendente, grazie al calo dell'inflazione e della crescita e ai tagli dei tassi più consistenti. Impatto leggermente negativo sull'USD.	L'impatto neutrale sulla politica monetaria determina un andamento laterale dell'USD e dei rendimenti dei Treasury. Eventuali variazioni dei rendimenti sono ascrivibili all'effetto ritardato della stretta monetaria effettuata nel 2022-23.	Le attese di un'onda rossa potrebbero spingere al rialzo i rendimenti a lungo termine a causa dei timori circa la politica fiscale espansiva e il crescente onere del debito. L'USD potrebbe salire in un primo momento, ma in misura contenuta, a causa del margine di manovra più ridotto in campo fiscale e dei livelli di partenza già sopravvalutati. Anche l'aumento dei deficit è negativo per l'USD a lungo termine.	In un primo momento i rendimenti e l'USD potrebbero salire leggermente a causa delle ridotte attese di tagli dei tassi. Ma la Fed taglierebbe comunque i tassi, mentre l'aumento dei deficit e le tensioni commerciali potrebbero penalizzare il dollaro più avanti.
<i>Impatto sul mercato azionario statunitense</i>	Impatto leggermente negativo a causa del possibile aumento delle aliquote delle imposte sulle imprese e del potenziale inasprimento della regolamentazione.	Da neutrale a leggermente positivo. Simile allo status quo, quindi impatto minimo sul mercato azionario.	Impatto leggermente positivo grazie all'alleggerimento della regolamentazione, al potenziale di operazioni M&A e alla possibile riduzione delle aliquote delle imposte sulle imprese. Ma questi fattori positivi sarebbero controbilanciati dall'aumento dei dazi e delle pressioni inflazionistiche.	Neutrale: impatti contrastanti sul mercato azionario. L'alleggerimento della regolamentazione e il potenziale di operazioni M&A sarebbero positivi, mentre l'aumento dei dazi e delle pressioni inflazionistiche risulterebbe negativo.

Fonte: UBS, dati al 20 giugno 2024

## Previsioni globali

## Economia

## PIL reale a/a, in %

	2023	2024S	2025S
<b>Stati Uniti</b>	2,5	2,3	1,4
<b>Canada</b>	1,1	0,9	1,4
<b>Giappone</b>	1,9	0,2	1,0
<b>Eurozona</b>	0,5	0,6	1,2
<b>Regno Unito</b>	0,1	0,7	1,5
<b>Svizzera</b>	0,8	1,3	1,5
<b>Australia</b>	2,0	1,2	2,1
<b>Cina</b>	5,2	4,9	4,6
<b>India</b>	8,2	7,0	7,0
<b>Mercati emergenti</b>	4,6	4,4	4,4
<b>Mondo</b>	3,3	3,1	3,1

## Inflazione (IPC medio), a/a, in %

	2023	2024S	2025S
<b>Stati Uniti</b>	4,1	3,1	2,5
<b>Canada</b>	3,9	2,5	2,1
<b>Giappone</b>	3,3	2,4	1,9
<b>Eurozona</b>	5,5	2,4	2,1
<b>Regno Unito</b>	7,4	2,5	2,0
<b>Svizzera</b>	2,1	1,2	1,0
<b>Australia</b>	5,6	3,3	3,3
<b>Cina</b>	0,2	0,4	1,4
<b>India</b>	5,4	4,5	4,5
<b>Mercati emergenti</b>	7,5	8,2	5,1
<b>Mondo</b>	6,2	5,8	3,9

Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 20 giugno 2024. Le previsioni aggiornate sono riportate nella pubblicazione *Global forecasts* con frequenza settimanale.

## Asset class

	Spot	Dic 24
<b>Azioni</b>		
S&P 500	5487	5500
Euro Stoxx 50	4885	5200
FTSE 100	8205	9000
SMI	12 060	12 600
MSCI Asia ex-Japan	705	740
MSCI China	60	69
Topix	2729	2900
MSCI EM	1095	1150
MSCI AC World	976	1000
<b>Valute</b>		
EURUSD	1.07	1.09
GBPUSD	1.27	1.30
USDCHF	0.88	0.85
USDCAD	1.37	1.38
AUDUSD	0.67	0.68
EURCHF	0.95	0.93
NZDUSD	0.61	0.60
USDJPY	158	150
USDCNY	7.26	7.25

	Spot	Dic 24
<b>Rendimenti a 2 anni, in %</b>		
Treasury 2a USD	4,71	3,75
Bund 2a EUR	2,81	2,00
Gilt 2a GBP	4,17	3,50
Eidgenossen 2a CHF	0,91	0,70
JGB 2a JPY	0,28	0,40
<b>Rendimenti a 10 anni, in %</b>		
Treasury 10a USD	4,22	3,85
Bund 10a EUR	2,40	2,25
Gilt 10a GBP	4,07	3,50
Eidgenossen 10a CHF	0,67	0,70
JGB 10a JPY	0,92	1,10
<b>Materie prime</b>		
Brent, USD/barile	85	87
Oro, USD/oncia	2330	2600

Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 20 giugno 2024. Le previsioni aggiornate sono riportate nella pubblicazione *Global forecasts* con frequenza settimanale.

# Avvertenze legali

## Attivi non tradizionali

**Le classi di attivi non tradizionali sono investimenti alternativi che comprendono hedge fund, private equity, immobili e managed futures (collettivamente, investimenti alternativi).** Le quote dei fondi d'investimento alternativi sono vendute solo a investitori qualificati e soltanto mediante documenti di offerta che forniscono informazioni su rischi, performance e spese dei fondi d'investimento alternativi. I clienti sono invitati a leggere attentamente i documenti in oggetto prima di sottoscrivere le quote e di entrarne in possesso. Un investimento in un fondo d'investimento alternativo è di natura speculativa e comporta rischi significativi. In specifico questi investimenti (1) non sono fondi comuni d'investimento e non sono soggetti agli stessi requisiti normativi di tali fondi; (2) possono presentare una performance volatile e gli investitori possono perdere una parte sostanziale o tutto il capitale investito; (3) possono comportare leva finanziaria e altre prassi d'investimento speculative con un possibile aumento del rischio di perdita di investimento; (4) sono investimenti illiquidi a lungo termine, solitamente non esiste un mercato secondario per gli interessi di un fondo e non se ne prevede alcuno sviluppo; (5) gli interessi dei fondi d'investimento alternativi sono solitamente illiquidi e soggetti a limitazioni di trasferimento; (6) può non essere chiesto loro di fornire agli investitori informazioni periodiche sui prezzi o sulla valutazione; (7) solitamente comportano complesse strategie fiscali ed eventuali ritardi nella distribuzione agli investitori delle informazioni fiscali; (8) sono soggetti a elevate commissioni, tra cui commissioni di gestione e altre commissioni e spese che nel complesso riducono i profitti.

Le quote in fondi d'investimento alternativi non sono depositi né obbligazioni di banche o altri istituti di deposito garantiti, né sono garantite o avallate da questi, e non sono garantite a livello federale dalla Federal Deposit Insurance Corporation, dal Federal Reserve Board né da altri enti pubblici. I potenziali investitori devono capire questi rischi e avere la capacità finanziaria e la disponibilità ad accettarli per un lungo periodo prima di investire in un fondo d'investimento alternativo e devono considerare un fondo d'investimento alternativo come un'integrazione in un programma di investimento generale.

In aggiunta ai rischi che si riferiscono agli investimenti alternativi in generale, vi sono rischi aggiuntivi correlati a un investimento in queste strategie:

- **Rischio degli hedge fund:** l'investimento in hedge fund comporta dei rischi specifici tra cui possono figurare i rischi associati a investimenti in vendite allo scoperto, opzioni, azioni di small cap, junk bond, derivati, titoli in sofferenza, titoli azionari non statunitensi e investimenti illiquidi.
- **Managed futures:** l'investimento in programmi di managed futures comporta dei rischi specifici. Per esempio non tutti i gestori si focalizzano contemporaneamente su tutte le strategie e le strategie di managed future possono comportare elementi direzionali sostanziali.
- **Immobili:** l'investimento in prodotti immobiliari e real estate investment trust comporta dei rischi specifici. Tra questi figurano rischi associati a indebitamento, variazioni negative nelle condizioni economiche generali o nei mercati locali, variazioni nelle normative o nei regolamenti statali, fiscali, immobiliari e nei piani regolatori, rischi associati a richieste di capitale e, per alcuni prodotti immobiliari, rischi associati alla possibilità di beneficiare di trattamenti fiscali di favore ai sensi delle normative fiscali federali.
- **Private equity:** l'investimento in private equity comporta dei rischi specifici. Se non soddisfatte, le eventuali richieste di capitali con preavviso breve possono avere significative ripercussioni negative inclusa, a titolo esemplificativo e non limitativo, la perdita totale dell'investimento.
- **Rischio di cambio/di valuta:** chi investe in titoli di emittenti ubicati al di fuori degli Stati Uniti deve sapere che anche nel caso di titoli denominati in dollari statunitensi, le variazioni nel tasso di cambio tra il dollaro statunitense e la valuta "nazionale" dell'emittente possono avere effetti imprevedibili sul valore di mercato e sulla liquidità di tali titoli. I titoli in oggetto possono inoltre essere interessati da altri rischi (cambiamenti della situazione politica, economica o del quadro normativo) di cui gli investitori statunitensi potrebbero venire a conoscenza in ritardo.

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office («CIO») sono elaborate e pubblicate dalla divisione Global Wealth Management di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata («UBS»), parte di UBS Group SA («Gruppo UBS»). Il Gruppo UBS comprende l'ex Credit Suisse AG e le sue filiali, succursali e affiliate. Si vedano le ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management alla fine di questa sezione.

Le opinioni d'investimento sono state formulate in conformità delle norme di legge volte a promuovere **una ricerca d'investimento indipendente**.

#### **Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi**

Questa pubblicazione viene distribuita **solo a fini informativi** e non deve essere intesa come un'offerta né una sollecitazione di offerta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione personale né tiene conto degli obiettivi d'investimento, delle strategie d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di un determinato destinatario. Si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come le previsioni, le stime e i prezzi di mercato indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi.

Il presente documento e le informazioni ivi contenute (tra cui previsioni, valori, indici o altri importi calcolati («Valori»)) non possono in alcun caso essere utilizzati per i seguenti scopi: (i) a fini di valutazione o di contabilità; (ii) per stabilire gli importi dovuti o da versare, il prezzo o il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario; o (iii) per misurare la performance di uno strumento finanziario, anche, tra l'altro, con l'obiettivo di monitorare il rendimento o la performance di un Valore o di definire l'asset allocation di un portafoglio oppure di calcolare le commissioni di performance. Ricevendo il presente documento e le informazioni ivi contenute si ritiene che dichiarate e assicurate a UBS che non userete questo documento e che non farete diversamente affidamento sulle informazioni ivi contenute per gli scopi di cui sopra. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato.

Ogni area, gruppo e team all'interno del Gruppo UBS può produrre e distribuire prodotti di ricerca separati **in maniera indipendente dagli altri**. Ad esempio, le pubblicazioni di ricerca del **CIO** sono prodotte da UBS Global Wealth Management. Le pubblicazioni di **UBS Global Research** sono prodotte da UBS Investment Bank. Le metodologie di ricerca e i sistemi di rating di ogni unità di ricerca separata possono differire, ad esempio, in termini di raccomandazioni d'investimento, orizzonte d'investimento, presupposti dei modelli e metodi valutativi. Di conseguenza, a eccezione di alcune previsioni economiche (alle quali il CIO di UBS e UBS Global Research possono collaborare), le raccomandazioni d'investimento, i rating, gli obiettivi di prezzo e le valutazioni provenienti da ogni unità di ricerca separata possono essere differenti o non coerenti tra loro. Per maggiori informazioni sulle metodologie e i sistemi di rating utilizzati si rimanda al singolo prodotto di ricerca in questione. Non tutti i clienti hanno necessariamente accesso a tutti i prodotti di ogni unità. Ogni prodotto di ricerca è soggetto alle politiche e procedure dell'unità che lo produce.

Il compenso degli analisti che si sono occupati della preparazione di questo resoconto è determinato esclusivamente dalla direzione del servizio ricerche e dal senior management (esclusa la divisione dei servizi bancari d'investimento). Il compenso degli analisti non si basa sui ricavi dei servizi di banca d'investimento, di vendita e negoziazione o di negoziazione in conto proprio, ma può essere collegato ai ricavi complessivi del Gruppo UBS, che comprendono i servizi di banca d'investimento, di vendita e negoziazione e di negoziazione in conto proprio.

Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale.

È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per informazioni circa le modalità con cui il CIO gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

**Informazioni importanti sulle strategie basate sugli investimenti sostenibili:** le strategie basate sugli investimenti sostenibili mirano a prendere in considerazione e integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo d'investimento e nella costruzione del portafoglio. Le strategie su varie aree geografiche affrontano l'analisi ESG e ne integrano i risultati in modi diversi. L'inclusione dei fattori ESG o delle considerazioni relative agli investimenti sostenibili può impedire a UBS di partecipare o di fornire consulenza in merito a certe opportunità d'investimento che altrimenti sarebbero in linea con l'obiettivo d'investimento del Cliente. I rendimenti di un portafoglio che include fattori ESG o considerazioni relative a investimenti sostenibili possono essere superiori o inferiori a quelli di un portafoglio per il quale UBS non tiene conto dei fattori ESG, delle esclusioni o di altri aspetti della sostenibilità, ed è possibile che tali portafogli abbiano a disposizione opportunità d'investimento diverse.

**Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni:** qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi.

**Stati Uniti d'America:** distribuito a soggetti statunitensi unicamente da UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, consociate di UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. **UBS Financial Services Inc. accetta la responsabilità dei contenuti di un documento predisposto da un'affiliata non statunitense quando distribuisce documenti a soggetti statunitensi. Tutte le transazioni di soggetti statunitensi nei titoli citati nel presente documento devono essere effettuate tramite un broker/dealer registrato negli Stati Uniti e affiliato a UBS e non tramite un'affiliata non statunitense. Il contenuto del presente documento non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità per gli strumenti finanziari o per gli investimenti negli Stati Uniti o altrove. UBS Financial Services Inc. non agisce in veste di consulente municipale a favore di enti municipali o di persone obbligate nell'accezione della Section 15B del Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») e le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non devono essere intesi come una consulenza, né costituiscono una consulenza, nell'accezione della Municipal Advisor Rule.**

Per maggiori dettagli sul singolo paese, consultare il sito [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o chiedere al vostro consulente finanziario le relative informazioni sui rischi.

#### **Ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management**

Riceve questo documento in qualità di cliente di Credit Suisse Wealth Management. I suoi dati personali saranno trattati in conformità con l'informativa sulla privacy di Credit Suisse, accessibile al suo domicilio attraverso il sito ufficiale di Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Al fine di fornirle materiale di marketing relativo a prodotti e servizi, UBS Group SA e le sue filiali potrebbero trattare i suoi dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e indirizzo e-mail) fino a quando non comunicherà che non desidera più ricevere tale materiale. È possibile rinunciare a ricevere questo materiale in qualsiasi momento informando il proprio Relationship Manager.

Salvo diversa indicazione riportata in questo documento e/o a seconda dell'entità locale Credit Suisse da cui lo ha ricevuto, la presente relazione è distribuita da UBS Switzerland AG, una società autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

Versione B/2024. CIO82652744

© UBS 2024. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.