

Year Ahead 2024

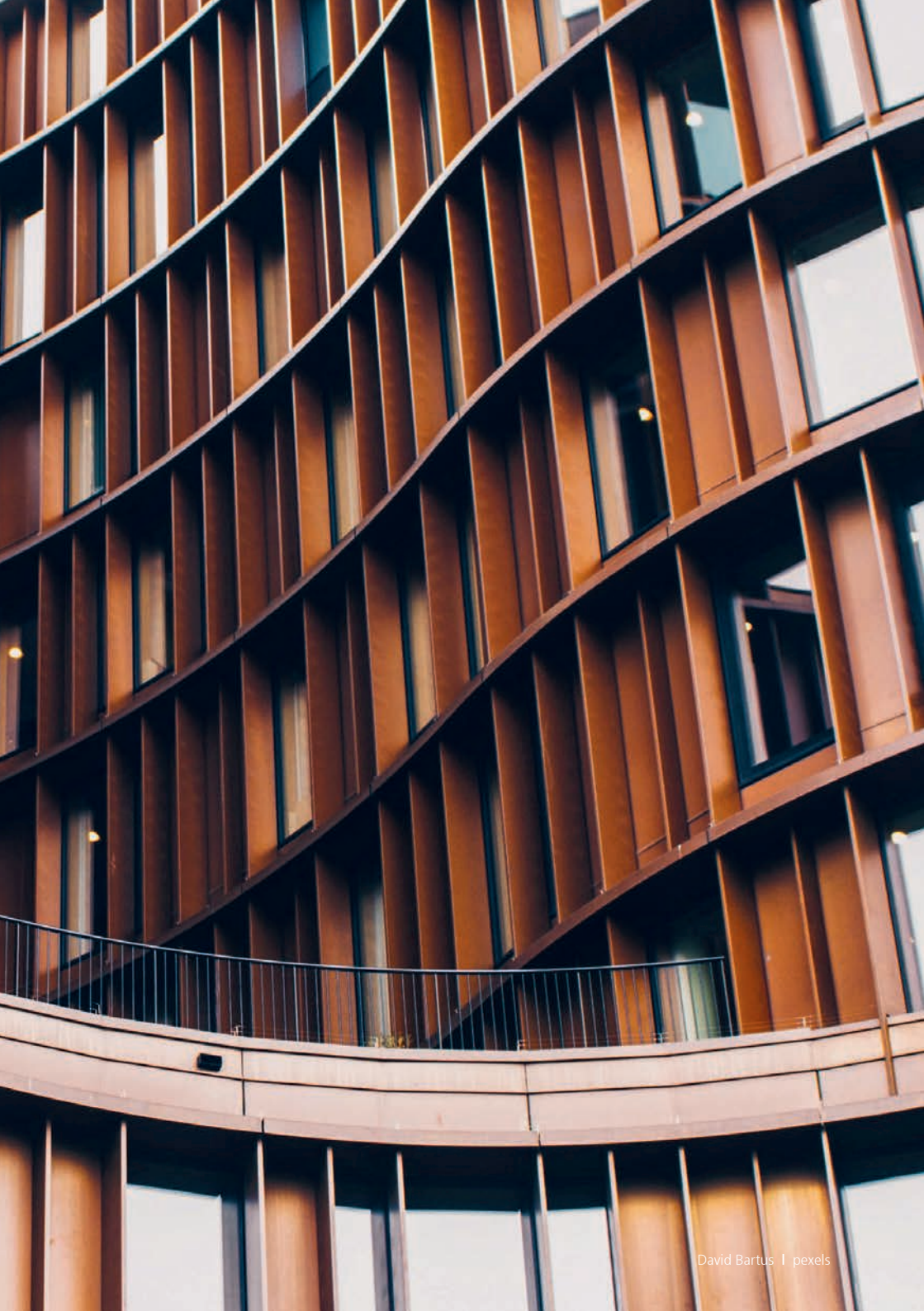
Un mondo nuovo

Chief Investment Office GWM | Ricerca in materia di investimenti



Year Ahead 2024 – UBS House View

Questo rapporto è stato redatto da UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch e UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.. Si vedano le note legali riportate in calce al documento.



Introduzione

Le diamo il benvenuto al nostro *Year Ahead 2024*.

Il 2023 è stato un anno storico per i mercati. I rendimenti obbligazionari hanno toccato i livelli più alti da oltre 15 anni. Un'azienda attiva nel settore dell'intelligenza artificiale è diventata la prima società della storia a raggiungere una capitalizzazione di 1000 miliardi di dollari. Il vigore dell'economia statunitense, nonostante i forti rialzi dei tassi d'interesse, ha smentito le aspettative.

È stato ovviamente un anno storico anche per UBS e colgo l'occasione per ringraziarla della fiducia che continua a riporre in noi. Consideriamo un privilegio poterla aiutare a realizzare i suoi obiettivi finanziari l'anno prossimo e negli anni a venire.

In questo *Year Ahead* volgiamo lo sguardo a quello che chiamiamo «un mondo nuovo», caratterizzato da incertezza economica e instabilità geopolitica, ma anche da una profonda trasformazione tecnologica.

Crediamo che nel 2024 varrà la pena puntare sui titoli di qualità. In previsione di un calo dei tassi d'interesse, le obbligazioni di qualità dovrebbero generare redditi interessanti e un apprezzamento del capitale. E le azioni di aziende di qualità, tra cui molte del settore tecnologico, ci sembrano ben posizionate per produrre utili nel contesto del rallentamento dell'economia mondiale.

Con l'avvento di un mondo nuovo, e con il crescente impatto delle tendenze di deglobalizzazione, demografia, digitalizzazione, decarbonizzazione e debito sulle economie e sui mercati negli anni a venire, ci aspettiamo un'ondata di innovazioni dirompenti che interesseranno in particolare i settori della tecnologia, dell'energia e della sanità. Crediamo che le aziende favorite dalle tendenze dirompenti e le opportunità ad esse collegate disponibili sui mercati quotati e privati daranno i migliori risultati d'investimento in questo orizzonte temporale.

Ci auguriamo che il nostro *Year Ahead 2024* le dia gli strumenti, le analisi e gli spunti necessari per gestire al meglio il suo portafoglio in un mondo nuovo. Saremo lieti di accompagnarla in questo percorso.



A stylized, handwritten signature in dark ink, consisting of several fluid, overlapping loops and strokes.

Iqbal Khan
President, UBS Global Wealth Management

08

L'anno che verrà



Prospettive

09 Un mondo nuovo

Le domande principali per il 2024

- 13** Quali sono le prospettive della crescita?
- 16** Quali sono le prospettive dei tassi e dei rendimenti?
- 19** In che modo la politica condiziona i mercati?

Investire nel 2024

- 25** Gestire la liquidità
- 27** Acquistare titoli di qualità
- 31** Attuare strategie di range trading sui mercati valutari e delle materie prime
- 34** Coprire i rischi di mercato
- 36** Diversificare tramite strategie alternative su titoli di credito

38

Il prossimo decennio



Investire nel prossimo decennio

- 39** Il prossimo decennio
- 43** Previsioni per le asset class
- 45** Che impatto avrà l'intelligenza artificiale generativa sulle economie e i mercati?

Investire nel futuro

- 51** Privilegiare le aziende favorite dalle tendenze dirompenti
- 55** Sfruttare la crescita attraverso i private markets
- 58** Ripristinare l'equilibrio l'anno che verrà e il prossimo decennio

Uno sguardo al passato e uno al futuro

- 62** Il 2023 in rassegna
- 63** Previsioni



Per saperne di più sullo Year Ahead 2024, visiti ubs.com/yearahead



Un mondo nuovo

Le ricadute politiche ed economiche della pandemia globale continuano a farsi sentire, anni dopo il suo inizio. Ci troviamo in un mondo nuovo. È il momento di pianificare, ripristinare l'equilibrio e mantenere la disciplina, con una certa flessibilità.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Nella storia contemporanea non era mai successo prima che una pandemia costringesse i governi a imporre la chiusura obbligatoria e quasi simultanea delle rispettive economie e poi farle ripartire a suon di stimoli. Il risultato? Il ritorno dell'inflazione, mercati del lavoro in tensione e un forte aumento dei tassi d'interesse, dei rendimenti obbligazionari e del debito pubblico. Allo stesso tempo, le guerre scoppiate nelle regioni produttrici di petrolio, la maturazione della Cina e il varo di politiche industriali e ambientali nazionali stanno trasformando il panorama geopolitico. E mentre sembra tornare alla ribalta la vecchia minaccia di una guerra tra grandi potenze, i nuovi sviluppi sul fronte dell'intelligenza artificiale potrebbero trasformare l'umanità.

Questo mondo nuovo è quindi caratterizzato da incertezza economica e instabilità geopolitica e ambientale, ma anche da una profonda trasformazione tecnologica.

Cosa ci riserverà l'anno che verrà?

Primo, ci aspettiamo un rallentamento dell'economia statunitense nel 2024, a fronte delle crescenti pressioni sui consumatori. L'espansione europea dovrebbe restare anemica, mentre la Cina potrebbe entrare in una fase di «nuova normalità», contraddistinta da una crescita di minore entità, ma potenzialmente di maggiore qualità. In questo contesto sembra opportuno orientare le posizioni

azionarie a favore dei titoli di qualità, compresi quelli tecnologici, che possono generare un incremento degli utili anche in un contesto di rallentamento della crescita mondiale.

Secondo, ci attendiamo che le banche centrali inizino a tagliare i tassi d'interesse nel corso dell'anno prossimo. A nostro avviso i mercati dei titoli di Stato sopravvalutano il rischio che i tassi d'interesse elevati siano la nuova normalità e ci aspettiamo che nel 2024 diminuiscano anche i rendimenti obbligazionari. È quindi consigliabile non detenere liquidità in eccesso e bloccare i rendimenti delle obbligazioni di qualità.

Terzo, gli sviluppi politici dovrebbero svolgere un ruolo di primo piano nel 2024: le elezioni presidenziali americane, le guerre tra Israele e Hamas e tra Russia e Ucraina e la continua rivalità tra Stati Uniti e Cina potrebbero influenzare l'andamento dei mercati globali. E le decisioni politiche legate al varo di piani di spesa pubblica ingenti e privi di copertura creano rischi d'investimento positivi e negativi per le previsioni economiche del nostro scenario di riferimento. Gli investitori devono prepararsi a coprire i rischi di mercato. Le strategie di conservazione del capitale, gli hedge fund macro, il petrolio e l'oro ci sembrano le coperture da preferire per il 2024.

Un decennio di trasformazione

Guardando al prossimo decennio, ci aspettiamo che l'avvento dell'intelligenza artificiale, la maturazione dell'economia cinese,

la transizione energetica e gli elevati livelli di debito globale abbiano impatti ancora maggiori.

A nostro avviso, l'intelligenza artificiale permetterà di creare valore in diversi settori. Finora gli investitori si sono concentrati sui probabili beneficiari dell'hardware e delle piattaforme d'intelligenza artificiale, ma le potenziali ricadute a livello di applicazioni saranno di portata incalcolabile.

In Cina inizia a prendere forma una nuova normalità. Le limitazioni dei vecchi modelli di crescita porteranno a un'espansione minore rispetto ai livelli degli ultimi 20 anni. Gli investimenti allineati alle iniziative delle autorità per sostenere la produzione manifatturiera a più alto valore aggiunto, promuovere la transizione verde e sviluppare una maggiore autosufficienza dovrebbero risultare favoriti.

La preoccupazione per il cambiamento climatico e la sicurezza nazionale trainerà la transizione globale verso la decarbonizzazione. Non sarà facile passare a un'economia del tutto priva di emissioni di carbonio, ma la realizzazione di investimenti significativi in progetti di decarbonizzazione dovrebbe rafforzare il potenziale di crescita dei fornitori di soluzioni in questo segmento.

La spesa pubblica destinata alla sicurezza tecnologica, ambientale, energetica e fisica e l'invecchiamento della popolazione faranno aumentare i livelli d'indebitamento.

L'espansione del debito renderà più volatili le obbligazioni, ma al tempo stesso offrirà agli investitori privati l'opportunità di erogare finanziamenti. Questi trend dimostrano quanto sia importante includere strumenti alternativi nei portafogli diversificati per gli investitori in grado di gestire i rischi specifici che ne derivano.

Come investire?

Primo, è importante tracciare un piano. In questo nuovo mondo ci sono più dati disponibili, ma non necessariamente apportano più informazioni. A causa della pervasività dei social media, ogni dato viene amplificato più che mai. Il risultato? È aumentata la capacità delle storie di influenzare i comportamenti, le informazioni (o la disinformazione) possono condizionare i mercati alla velocità della luce e l'opinione pubblica può cambiare nel giro di pochi giorni. Definire un piano che traccia il collegamento tra le strategie adottate e gli obiettivi e i valori dell'investitore può aiutare a non perdere di vista il quadro generale in un contesto sempre più disturbato dalle interferenze.

Secondo, bisogna ripristinare l'equilibrio. Nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo ritorni positivi per i portafogli bilanciati nel 2024 e la nostra analisi degli scenari indica che la diversificazione a livello di asset class dovrebbe fungere da copertura contro gli scenari di rischio. A più lungo termine consigliamo di investire in un portafoglio multi-asset diversificato (tradizionale o sostenibile) perché le strategie d'investi-

mento «core» dovrebbero riuscire a proteggere e far crescere il patrimonio in termini reali nel corso del tempo.

Terzo, è importante mantenere la disciplina, con un certo grado di flessibilità. La disciplina è essenziale per un investimento di successo: l'attuazione della strategia «core» giusta a lungo termine batte sempre il market timing. Ma è altrettanto vero che i mercati si evolvono e le esigenze personali cambiano. Pertanto, è importante rivedere regolarmente i piani tracciati per l'asset allocation strategica e tattica e le idee d'investimento «satellite».

Le lezioni del «vecchio mondo»

Nel muovere i primi passi in un mondo nuovo, è facile avvertire una certa trepidazione. Ma non dobbiamo dimenticare che dal 1900 ad oggi il nostro pianeta ha attraversato due guerre mondiali, nove pandemie, centinaia di guerre civili o regionali, più di 2 mila esplosioni nucleari, rivoluzioni nei Paesi più grandi e popolosi del mondo, almeno una dozzina di episodi d'iperinflazione, oltre 15 mercati orso, più di 20 recessioni e quasi 200 default del debito sovrano o crisi del debito.

Al momento di investire, tutti questi anni di avversità ci hanno insegnato tre cose: il valore della diversificazione globale, la virtù della pazienza e, soprattutto, la resilienza e l'ingegno dell'essere umano.

Le auguro felicità, salute e prosperità per l'anno nuovo.



Quali sono le prospettive della crescita?

Ci aspettiamo che la forza dell'economia statunitense nel 2023 ceda il passo a un'espansione più lenta, ma ancora positiva, nel 2024, a fronte delle crescenti pressioni sui consumatori. L'economia europea dovrebbe restare anemica, mentre la Cina potrebbe entrare in una fase di «nuova normalità», contraddistinta da una crescita di minore entità, ma potenzialmente di maggiore qualità.

Stati Uniti

Un rallentamento atteso da tempo. Nel 2023 l'economia statunitense ha registrato una crescita più robusta del previsto, sostenuta dai risparmi in eccesso delle famiglie. Per il 2024 ci aspettiamo un rallentamento. Gli elevati tassi d'interesse potrebbero frenare la propensione al consumo: i prezzi degli articoli che in genere vengono acquistati accendendo un prestito, come case e auto, non erano così alti da anni; le famiglie devono fare i conti con la fine degli aiuti per l'assistenza all'infanzia, l'esclusione di alcuni utenti dai programmi Medicaid e la ripresa dei pagamenti dei prestiti studenteschi; e i tassi di risparmio potrebbero salire a fronte dell'erosione della fiducia.

Assenza di contrazione significativa. Anche se ci aspettiamo un rallentamento, non crediamo che l'attività vada incontro a una contrazione significativa. Su base storica è quasi inevitabile che l'economia americana entri in recessione dopo un periodo di rialzi dei tassi, ma questa volta abbiamo motivo di essere ottimisti. La sicurezza del posto

di lavoro dovrebbe rimanere alta nella fascia di popolazione che spende di più, quella delle famiglie a medio reddito. Ci aspettiamo una robusta spesa per investimenti collegata ai segmenti intelligenza artificiale, semiconduttori, infrastrutture ed energia verde. I solidi bilanci delle famiglie e delle imprese dovrebbero apportare una certa resilienza contro eventuali shock negativi.

Europa

Alcuni fattori di sostegno. I redditi delle famiglie dovrebbero aumentare in termini reali grazie al calo dell'inflazione e alla tenuta del mercato del lavoro, dando impulso alla spesa al consumo. Le famiglie hanno già accumulato risparmi a scopo precauzionale e ridotto il debito. Le politiche fiscali espansive, in particolare nell'Europa meridionale e orientale, dovrebbero stimolare la crescita: ad esempio, i fondi stanziati dal piano NextGenerationEU promuovono gli investimenti in infrastrutture e nella produzione di energia a basse emissioni.

Ostacoli persistenti. Ci aspettiamo che la crescita europea rimanga complessivamente anemica. La politica monetaria rimarrà restrittiva l'anno prossimo, anche dopo i tre tagli dei tassi da noi previsti. I prestiti bancari saranno probabilmente limitati dalle pressioni sulla redditività delle banche, dalla riduzione del sostegno da parte della Banca centrale europea (BCE) e dai timori relativi alla remunerazione delle riserve. La domanda estera modesta e gli alti costi dell'energia dovrebbero pesare sulle aziende esportatrici e manifatturiere.

Cina

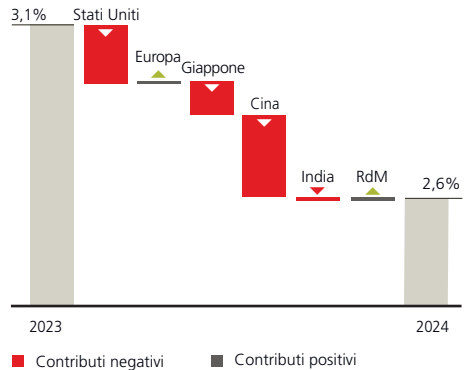
Una «nuova normalità». Ci aspettiamo una crescita del 4,4% per l'economia cinese nel 2024, inferiore al livello del 5,2% stimato per il 2023, a causa dei consumi sotto tono, della debole domanda estera e dei problemi del settore immobiliare. A più lungo termine, la riduzione della forza lavoro, i limiti strutturali alla crescita trainata dal commercio e il delicato equilibrio geopolitico impediranno alla Cina di tornare a registrare un'espansione di oltre il 6% l'anno.

Ancora un motore di crescita. La nuova normalità non implica però che l'economia cinese abbia smesso di crescere. Pechino ha annunciato di recente un programma di

Figura 1

Stati Uniti e Cina guideranno il rallentamento della crescita mondiale

Previsioni di crescita del PIL mondiale e principali contributi al rallentamento



Nota: RdM = resto del mondo
Fonte: UBS, dati a novembre 2023

emissioni obbligazionarie da 1000 miliardi di yuan che potrebbe dare un contributo di 0,4–0,8 punti percentuali (pp) al prodotto interno lordo (PIL) del 2024 e il governo potrebbe prendere ulteriori misure l'anno prossimo. A più lungo termine ci aspettiamo che la spesa al consumo, la leadership nella transizione carbonica e l'aggiornamento delle filiere produttive industriali si affermino come motori di crescita duratura e di qualità.

Cosa significherà la nuova normalità della Cina per il prossimo decennio?

Per saperne di più vada alla sezione «Il prossimo decennio» su ubs.com/yearahead



Conseguenze per gli investimenti

Acquistare obbligazioni di qualità. A nostro avviso il rallentamento della crescita farà scendere le aspettative sui tassi d'interesse, e i rendimenti obbligazionari, nel 2024. In questo contesto, le obbligazioni di alta qualità offrono interessanti opportunità d'investimento. Per saperne di più vada a [pagina 27](#).

Acquistare azioni di qualità. Ci aspettiamo un rialzo generalizzato dei mercati azionari, ma puntiamo in particolare sulle aziende di qualità, comprese quelle del settore tecnologico, che hanno il potenziale di registrare una crescita degli utili in un contesto di attività economica meno robusta. Per saperne di più vada a [pagina 28](#).

Previsioni UBS per la crescita del PIL reale

2023		2024	
2,4%	▶	1,1%	Stati Uniti
0,5%	▶	0,6%	Eurozona
5,2%	▶	4,4%	Cina

Fonte: UBS, dati al 13 novembre 2023

I precedenti storici

La Fed riuscirà a smentire la storia e a non provocare una recessione?

La storia insegna che spesso, ma non sempre, una stretta monetaria aggressiva provoca una recessione.

A partire dal 1971, prima di quello in corso si sono avuti otto cicli restrittivi in cui la Federal Reserve (Fed) ha alzato i tassi d'interesse di oltre 200 punti base (pb). Cinque volte su otto l'economia è caduta in recessione, comprese tutte e quattro le occasioni in cui i rialzi dei tassi sono stati pari o superiori a 375 pb. In due episodi, nel 1983–84 e nel 1994–95, la Fed è riuscita a orchestrare un atterraggio morbido.

Questo risultato è stato ottenuto, tra le altre cose, grazie alle aspettative d'inflazione ben ancorate, al mercato del lavoro in tensione e agli ingenti risparmi delle famiglie, tre condizioni presenti anche oggi. La recessione del 2020 è stata innescata dalla pandemia di coronavirus.

Nel nostro scenario di riferimento continuiamo a credere che gli Stati Uniti compiranno un atterraggio relativamente morbido nel 2024, grazie alla robusta domanda di manodopera, alla vivace spesa per investimenti e ai solidi bilanci delle famiglie e delle imprese.

Quali sono le prospettive dei tassi e dei rendimenti?

Ci aspettiamo che le banche centrali inizino a tagliare i tassi d'interesse nel 2024. A nostro avviso i mercati dei titoli di Stato sopravvalutano il rischio che i tassi d'interesse elevati siano la nuova normalità e ci aspettiamo un calo dei rendimenti obbligazionari l'anno prossimo.

Inflazione e tassi d'interesse

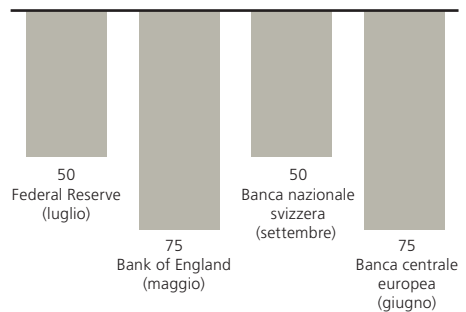
Ritorno alla normalità. L'inflazione è diminuita progressivamente nel corso del 2023 e ci aspettiamo che continui a scendere verso i tassi obiettivo anche nel 2024. Nel nostro scenario di riferimento prevediamo che l'inflazione «core» dei prezzi al consumo di Stati Uniti ed eurozona si attesti in area 2–2,5% a fine 2024, sospinta principalmente dal rallentamento dell'inflazione legata ai proprietari di case, della domanda al consumo e della crescita salariale.

Atteso un calo dei tassi. A fronte di livelli di crescita e inflazione più modesti, i tassi d'interesse dovrebbero cominciare a scendere il prossimo anno. Ci aspettiamo che l'inflazione si mantenga sopra il 2% per tutto il 2024 o quasi, ma entro metà anno le banche centrali dovrebbero aver ricevuto conferme sufficienti di una sua discesa duratura verso il target. Nel nostro scenario di

Figura 2

Le nostre previsioni per i tagli dei tassi

Tagli dei tassi complessivi nel 2024, in pb, e mese del primo taglio (tra parentesi)



Fonte: UBS, dati a novembre 2023

riferimento per il 2024 la BCE e la Bank of England taglieranno i tassi di 75 pb e la Fed e la Banca nazionale svizzera di 50 pb.

Rendimenti obbligazionari

I mercati scontano rendimenti più alti per un periodo molto più lungo. In base agli attuali livelli, i mercati sembrano aspettarsi che la Fed manterrà i tassi al di sopra del 4,2% nei prossimi cinque anni. È possibile che i tassi d'interesse restino elevati per un periodo più lungo del previsto, ma ci sembra altamente improbabile che la Fed non debba tagliare i tassi sotto il 4%, o effettuare altri interventi sui mercati, nel prossimo quinquennio. È verosimile che in questo orizzonte si verifichi almeno una recessione, un periodo di bassa inflazione o una fase di turbolenze finanziarie. Le decisioni politiche legate al varo di piani di spesa pubblica ingenti e privi di copertura mettono a rischio questa previsione.

Atteso un calo dei rendimenti. Ci aspettiamo che il rallentamento della crescita economica nel 2024 farà scendere le aspettative sui tassi d'interesse, sia a breve che a

lungo termine. Di conseguenza, i rendimenti dei Treasury a 10 anni potrebbero calare al 3,5% entro la fine dell'anno prossimo. Come spieghiamo in maggiore dettaglio nel nostro approfondimento (link in basso), secondo le nostre stime il rendimento di equilibrio del decennale è pari al 3,5% (in base a un'inflazione del 2–2,5%, un tasso d'interesse reale neutrale dello 0,5–1% e un premio a termine dello 0,5%).

Conseguenze per gli investimenti

Gestire la liquidità. In previsione di un calo dei tassi d'interesse e delle relative aspettative, consigliamo di non detenere una quota eccessiva di liquidità e di sfruttare le occasioni di ottimizzare i ritorni potenziali. Per saperne di più vada a [pagina 25](#).

Acquistare obbligazioni di qualità. A nostro avviso, le obbligazioni di qualità offrono rendimenti interessanti e potenziale di apprezzamento del capitale se i mercati iniziassero a scontare l'aspettativa di un calo dei tassi nel 2024. Per saperne di più vada a [pagina 27](#).

I livelli più alti del debito e dei tassi sono la nuova normalità?

Per saperne di più vada alla sezione «Il prossimo decennio» su ubs.com/yearahead



I precedenti storici

Cosa ci insegna la storia sulla traiettoria dei tassi e dei rendimenti?

I tassi non restano sui massimi a lungo.

Nei 10 cicli restrittivi attuati dalla Fed a partire dal 1970 i tassi d'interesse sono rimasti sui massimi per 3 mesi (valore mediano). Il tempo più breve è stato di un solo mese e quello più lungo di 15 mesi.

I tagli possono essere ragguardevoli. Nel momento in cui la Fed ha dato inizio all'allentamento monetario ha tagliato i tassi in media di 260 pb nei primi 12 mesi (esclusi il 1987 e il 2006, quando ha ricominciato ad alzare i tassi dopo una pausa) e di 410 pb nei primi 24 mesi. Oggi i mercati scontano una serie di tagli dei tassi di circa 150 pb nei prossimi 2 anni.

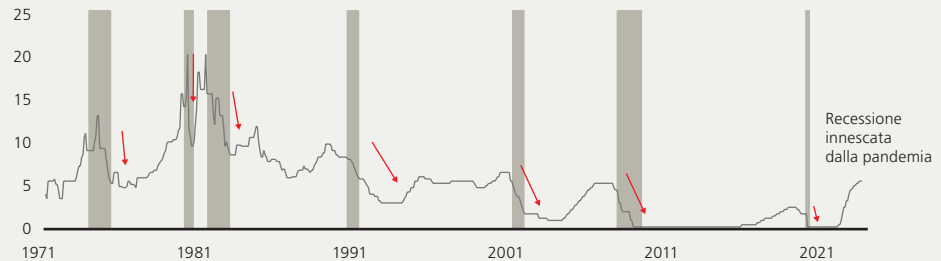
I rendimenti tornano su livelli normali.

La velocità del recente aumento dei rendimenti dei Treasury a 10 anni non è senza precedenti. A partire dal 1962 si sono verificati 16 episodi in cui i rendimenti a lungo termine sono saliti di oltre 100 pb nell'arco di 6 mesi. In tutti questi casi tranne uno (1979–80) i rendimenti hanno registrato una diminuzione nei 12 mesi successivi. Crediamo che il 2024 non farà eccezione.

Figura 3

I tagli dei tassi possono essere ragguardevoli

Tasso sui Federal fund, in %, con i periodi di recessione degli Stati Uniti ombreggiati



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

In che modo la politica condizionerà i mercati?

Crediamo che gli sviluppi politici svolgeranno un ruolo di primo piano nel 2024. Le elezioni presidenziali americane, le guerre in corso tra Israele e Hamas e tra Russia e Ucraina e la rivalità tra Stati Uniti e Cina potrebbero influenzare l'andamento dei mercati in tutto il mondo. Consigliamo di prepararsi ai picchi di volatilità causati dagli eventi politici e di adottare coperture.

Elezioni presidenziali statunitensi

Le probabilità. Il Presidente Joe Biden e l'ex Presidente Donald Trump sono ampiamente in testa nella corsa per la candidatura da parte dei rispettivi partiti.

Secondo i mercati delle scommesse Biden ha una probabilità del 70% di essere nominato quale candidato dei democratici, una percentuale insolitamente bassa per il Presidente in carica che si candida per la rielezione. Trump ha una probabilità dell'80% di ottenere la nomina dei repubblicani, ma i contenziosi legali potrebbero erodere la sua popolarità tra gli elettori indipendenti e ridurre le sue possibilità di tornare alla Casa Bianca. I mercati assegnano una probabilità di elezione del 35% a Trump e di appena il 30% a Biden. Esiste anche il rischio che l'in-

soddisfazione dei cittadini permetta ad altri candidati di determinare il risultato elettorale o perfino di impedire che uno dei candidati ottenga la maggioranza dei voti del rispettivo Collegio elettorale, rinviando l'elezione del Presidente alla Camera dei Rappresentanti.

Probabile un Congresso diviso. Un Congresso diviso ci sembra l'esito più probabile per le elezioni del 2024. Ci aspettiamo che i repubblicani ottengano il controllo del Senato, dove hanno meno seggi da difendere. Invece, i democratici hanno maggiori probabilità di riprendere il controllo della Camera, dove alcuni esponenti repubblicani dovranno affrontare una dura campagna per essere rieletti dopo la rimozione dello speaker Kevin McCarthy.

In caso di Congresso diviso, l'approvazione di ogni disegno di legge richiede il sostegno bipartisan. Diventa quindi meno probabile che vengano varate riforme interne di peso (ad esempio una modifica della politica fiscale o sanitaria o una riduzione della spesa per il clima), ma il Presidente in carica avrebbe comunque pieni poteri in materia di politica estera, comprese questioni come i rapporti commerciali con la Cina e la posizione degli Stati Uniti rispetto alla guerra tra Russia e Ucraina e tra Israele e Hamas.

Guerra tra Israele e Hamas

Di fronte a una crisi umanitaria sempre più grave, la situazione della guerra tra Israele e Hamas rimane fluida. Nel momento in cui scriviamo il conflitto si limita a uno scontro contenuto tra Hamas e Israele nelle aree geografiche sotto il rispettivo controllo. Tuttavia, la bilancia dei rischi sembra inclinata verso lo scenario negativo di un'escalation a livello regionale con il coinvolgimento di altri Paesi, come dimostrano le operazioni di terra dell'esercito israeliano a Gaza e gli scambi di fuoco tra Israele e Hezbollah e altri gruppi filo-iraniani.

Impatto sui mercati petroliferi. Nel nostro scenario di riferimento il Brent dovrebbe mantenersi in area 90–100 dollari il barile. Ma se le esportazioni di greggio dell'Iran scendessero di circa 500 mila barili al giorno, le quotazioni petrolifere potrebbero toccare 100–110 dollari il barile. Un allargamento del conflitto all'intera regione, con il

coinvolgimento di altri Paesi produttori di petrolio, potrebbe spingere il greggio sopra 120 dollari il barile.

Guerra tra Russia e Ucraina

Nel momento in cui scriviamo la guerra ha un impatto quotidiano relativamente ridotto sui mercati finanziari globali. Tuttavia, la tensione del mercato petrolifero globale accresce la vulnerabilità dell'economia mondiale ad altri shock dell'offerta.

«America first»? Se Biden verrà rieletto, gli Stati Uniti continueranno probabilmente a dare sostegno finanziario e militare all'Ucraina. Se invece Trump incentrerà la sua campagna sul motto «America First» e vincerà le elezioni, Kiev vedrà diminuire sensibilmente il supporto finanziario e militare degli Stati Uniti. In tal caso i governi europei dovranno incrementare notevolmente la spesa (un rischio per la politica fiscale) o accettare la possibilità di vittorie militari russe.

Rivalità tra Stati Uniti e Cina

Commercio e tecnologia. I rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina sembravano aver raggiunto un delicato equilibrio nel 2023, ma l'ambizione di autosufficienza di Pechino nella produzione di semiconduttori lo sta mettendo a dura prova. La Casa Bianca sta cercando di bloccare l'accesso della Cina ai chip per l'intelligenza artificiale di fondazione e alla tecnologia di fabbricazione dei chip.

Taiwan. Ci aspettiamo che persista l'interesse reciproco nei confronti della cooperazione tra Cina e Taiwan e tra Stati Uniti e Taiwan, ma l'inasprimento delle tensioni tra Pechino e Washington relative a Taiwan potrebbe avere conseguenze significative sulle catene di fornitura globali, con effetti di secondo impatto sui mercati globali e sulle relazioni diplomatiche.

Conseguenze per gli investimenti

A [pagina 34](#) illustriamo alcune delle principali modalità di copertura dei portafogli che consigliamo per il 2024, tra cui le strategie di conservazione del capitale, l'oro, il petrolio e gli hedge fund.

I precedenti storici

Le elezioni presidenziali statunitensi influiscono sui mercati?

Le elezioni presidenziali americane sono importanti per le prospettive della politica interna ed estera, ma la nostra ricerca dimostra che non hanno un impatto attendibile

sui mercati. Raccomandiamo agli investitori di esprimere le loro preferenze politiche alle urne e non attraverso i portafogli.

Non votare attraverso i portafogli

Rendimenti d'esercizio totali dell'S&P 500 negli anni di elezioni dal 1928, in %



* Escluso il 2008, quando l'S&P 500 ha perso il 37% principalmente a causa della crisi finanziaria globale.

Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

Scenari

Scenario di riferimento: atterraggio relativamente morbido

Probabilità: 60%
S&P 500: 4700 | Treasury 10a: 3,5% | EURUSD: 1.12

Ci aspettiamo ritorni positivi sia per le azioni che per le obbligazioni nel 2024. Il rallentamento dell'economia statunitense, la discesa dell'inflazione e il calo delle aspettative sui tassi d'interesse spingono al ribasso i rendimenti obbligazionari, dando sostegno alle obbligazioni e alle valutazioni azionarie, mentre l'assenza di una grave recessione negli Stati Uniti favorisce un'ulteriore crescita degli utili.

Scenario negativo: atterraggio duro

Probabilità: 15%
S&P 500: 3500 | Treasury 10a: 2,75% | EURUSD: 1.00

Ci aspettiamo ritorni negativi per le azioni e positivi per le obbligazioni. Il brusco rallentamento della crescita, dovuto anche all'effetto cumulato della stretta monetaria precedente, provoca una recessione moderata o grave. La debole fiducia degli investitori e il forte calo delle aspettative di utile spingono al ribasso i mercati azionari. Le obbligazioni registrano buone performance a fronte del crollo delle aspettative sui tassi d'interesse e della fuga verso i beni rifugio.

Scenario positivo: decollo

Probabilità: 20%
S&P 500: 5100 | Treasury 10a: 5% | EURUSD: 1.18

Ci aspettiamo ritorni positivi per le azioni e piatti per le obbligazioni. La robusta crescita economica sostiene gli utili aziendali, la fiducia degli investitori e, in ultima analisi, le quotazioni azionarie. Per contro, i rendimenti obbligazionari restano elevati o salgono ancora a causa della tenuta della crescita e dell'inflazione ostinatamente superiore al tasso obiettivo e le obbligazioni generano ritorni piatti.

Scenario negativo alternativo: bond vigilantes

Probabilità: 5%
S&P 500: 3800 | Treasury 10a: 6% | EURUSD: 1.10

Ci aspettiamo ritorni negativi sia per le azioni che per le obbligazioni. I rendimenti obbligazionari continuano a salire, forse a causa dei timori circa l'aumento eccessivo dei deficit di bilancio, del caro-energia o di un periodo prolungato d'inflazione superiore al target. L'aumento dei rendimenti obbligazionari pesa anche sulle azioni, poiché i tassi d'interesse più alti spingono al ribasso le stime delle valutazioni eque e alcuni investitori spostano capitali dai mercati azionari a quelli obbligazionari.



Come investire nel 2024?

Per affrontare l'anno che verrà, consigliamo di investire in base a cinque idee principali.

Gestire la liquidità

In previsione di un calo dei tassi d'interesse, consigliamo di non detenere una quota eccessiva di liquidità e di sfruttare le opportunità di ottimizzare i rendimenti mediante depositi a termine, scale di obbligazioni e soluzioni strutturate.

Acquistare titoli di qualità

Ci aspettiamo ritorni positivi per i mercati sia azionari che obbligazionari, ma puntiamo sulla qualità. Le obbligazioni di qualità dovrebbero registrare rendimenti interessanti e un apprezzamento del capitale. Le azioni di società con elevato rendimento del capitale, bilanci solidi e dinamiche reddituali affidabili sono ben posizionate per generare buoni utili nonostante il rallentamento della crescita.

Attuare strategie di range trading sui mercati valutari e delle materie prime

Ci aspettiamo che il dollaro rimanga stabile a inizio 2024, per poi indebolirsi con il passare dei mesi. Ci sembra quindi conveniente

scommettere contro il potenziale di rialzo dell'USD per generare rendimenti. Tra le materie prime ci attendiamo che il greggio Brent si mantenga per tutto l'anno in una forchetta di 90–100 dollari il barile.

Coprire i rischi di mercato

In un contesto d'incertezza geopolitica, bisogna prepararsi a un aumento della volatilità. Oltre a diversificare l'esposizione, gli investitori possono intervenire per proteggere i portafogli contro rischi specifici mediante strategie di conservazione del capitale, strumenti alternativi o posizioni in oro e petrolio.

Diversificare tramite strategie alternative su titoli di credito

L'elevato indebitamento su scala globale dovrebbe alimentare la volatilità delle quotazioni e degli spread obbligazionari. Queste condizioni favoriscono diverse strategie di credito, tra cui credit arbitrage e distressed debt.

Gestire la liquidità



Per il 2024 riteniamo opportuno non detenere una quota eccessiva di liquidità e ottimizzare i rendimenti. Le guerre e l'incertezza geopolitica potrebbero rafforzare la percezione di sicurezza offerta dalla liquidità, ma ci aspettiamo un calo dei tassi d'interesse l'anno prossimo, che spingerà al ribasso i ritorni sulla liquidità e farà salire il rischio di reinvestimento. Gli investitori possono utilizzare una combinazione di depositi a termine, scale di obbligazioni e soluzioni strutturate per fare fronte ai prelievi programmati in un orizzonte di cinque anni.

► Depositi a termine

I tassi d'interesse sulla liquidità dovrebbero scendere nel 2024, a fronte del rallentamento della crescita mondiale e della moderazione dell'inflazione. Per questo motivo, consigliamo di ricorrere ai depositi a termine per cristallizzare i rendimenti elevati offerti attualmente dalla liquidità e coprire le spese e altre uscite potenziali in un orizzonte di 12 mesi. Gli investitori che vogliono proteggersi contro il rischio di emittente e di controparte possono diversificare i depositi. Investire in depositi a termine con scadenze diverse aiuta anche a calibrare la corrispondenza tra attività e passività e a ridurre il rischio di tasso e di reinvestimento.

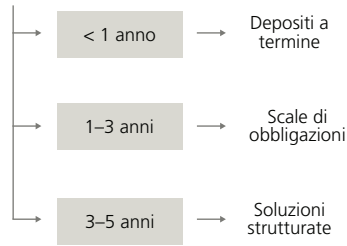
► Scale di obbligazioni

Le scale di obbligazioni conferiscono agli investitori una maggiore sicurezza sui ritorni futuri. Una scala di obbligazioni prevede l'acquisto di una serie di singoli titoli con duration breve e scadenze diverse scaglionate in modo da fornire un flusso di reddito costante, in linea con l'entità e i tempi dei prelievi previsti nei 12–36 mesi successivi. Gli attuali rendimenti delle obbligazioni con duration breve ci sembrano interessanti, ma non dureranno se le banche centrali taglieranno i tassi d'interesse. Detenere obbligazioni di qualità permette anche di generare guadagni in un contesto di contrazione economica.

► Soluzioni strutturate con caratteristiche di conservazione del capitale

Per la liquidità destinata a essere utilizzata tra 3–5 anni, la preoccupazione per la sicurezza e la liquidità si contrappone al costo opportunità associato a potenziali rialzi del mercato azionario. Gli investitori che vogliono contenere le perdite ma partecipare comunque ai rialzi azionari possono puntare su soluzioni strutturate con caratteristiche di conservazione del capitale. Il calo dei mercati obbligazionari e la minore volatilità dei mercati azionari nel 2023 hanno fatto diminuire i prezzi di queste strategie, che devono essere utilizzate principalmente per finanziare le passività a lungo termine, perché possono essere applicate penalità in caso di prelievi di capitale prima della scadenza.

Come strutturare la liquidità



Fonte: UBS, dati a novembre 2023

I prezzi delle soluzioni strutturate possono dipendere anche dalle variazioni dei tassi d'interesse, dalla volatilità implicita e dai livelli dei dividendi. Gli investitori devono essere consapevoli dei rischi aggiuntivi associati alle soluzioni strutturate o ad altre strategie basate su opzioni, compreso il rischio che l'emittente non rispetti gli obblighi di pagamento o non rimborsi il capitale dell'investitore alla scadenza.

Acquistare titoli di qualità



Ci aspettiamo ritorni complessivamente positivi per i mercati sia azionari che obbligazionari l'anno prossimo, ma consigliamo di puntare sulla qualità all'interno di ciascuna asset class. Le obbligazioni di qualità offrono rendimenti interessanti e potenziale di apprezzamento del capitale se le aspettative sui tassi dovessero diminuire, come prevediamo. Le azioni di società di qualità con bilanci solidi e un'elevata redditività, comprese quelle del settore tecnologico, appaiono in grado di generare utili in un contesto di rallentamento della crescita.

► Le prospettive dei mercati obbligazionari

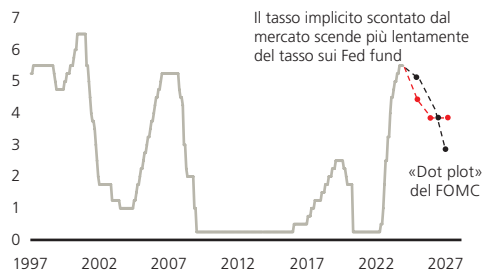
Ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato nel 2024, che dovrebbe favorire una performance positiva dell'intero comparto obbligazionario.

Il rallentamento della crescita dovrebbe contribuire a far diminuire le aspettative sui tassi d'interesse. L'attesa dei mercati che i tassi statunitensi non scenderanno sotto il 4% nei prossimi cinque anni ci sembra eccessiva. E, in un contesto di grande incertezza, gli investimenti nei beni rifugio potrebbero favorire i titoli di Stato.

Figura 4

Il mercato si aspetta tassi più alti

Tasso sui Federal fund scontato dal mercato in base ai contratti a termine, in %



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

Obbligazioni di qualità. In questo momento consigliamo di investire in obbligazioni di alta qualità e in particolare in titoli con rating elevato (governativi) e investment grade. Gli attuali rendimenti dovrebbero generare ritorni positivi in varie circostanze ([pagina 22](#)), soprattutto negli scenari economici negativi.

Preferiamo i titoli con duration compresa tra 1 e 10 anni e in particolare quelli a 5 anni. La parte centrale della curva ci sembra offrire una buona combinazione di rendimenti più alti e maggiore stabilità rispetto alle scadenze più lunghe, abbinata a una certa sensibilità al calo delle aspettative sui tassi d'interesse. Siamo leggermente più cauti nei confronti delle obbligazioni a più lungo termine perché sono più esposte ai fattori tecnici, tra cui l'elevato ritmo delle nuove emissioni di Treasury.

Vediamo opportunità mirate nelle aree più rischiose del credito, come l'high yield e i mercati emergenti. Tuttavia, l'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti, l'aumento dei costi di rifinanziamento e il rallentamento della crescita economica potrebbero spingere al rialzo il rischio di default. Anche i premi per il rischio di liquidità potrebbero salire a fronte della riduzione dell'offerta di moneta globale. Pertanto, gli spread delle obbligazioni high yield ci sembrano più esposti a un ampliamento rispetto ai titoli investment grade o con alto rating.

► Le prospettive dei mercati azionari

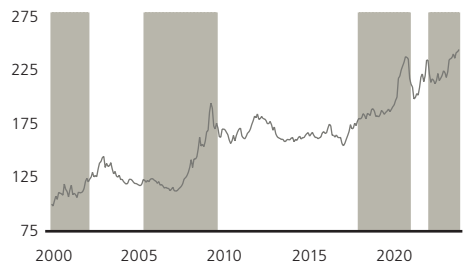
Per l'anno prossimo ci aspettiamo un moderato rialzo degli indici azionari globali, a fronte della crescita degli utili e del calo dei tassi d'interesse e dei rendimenti obbligazionari. Nel nostro scenario di riferimento l'S&P 500 si attesterà a 4700 punti a dicembre 2024.

Ci aspettiamo anche un aumento del 9% degli utili per azione delle società dell'S&P 500 l'anno prossimo, dopo l'andamento invariato di quest'anno. La riduzione delle scorte, gli effetti base di carattere straordinario nel settore della sanità e i contributi agli utili da parte del settore tecnolo-

Figura 5

Nell'attuale contesto, puntare sulle azioni di alta qualità

Performance delle società con alto RoIC (primo terzile del Russell 1000) e basso RoIC (ultimo terzile) a confronto, senza preferenze settoriali, ribasata a 100



RoIC = rendimento del capitale investito

Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi in cui il rendimento dei Treasury a 10 anni meno quello dei Treasury a 2 anni era inferiore a 75 pb o l'economia era in recessione.

Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

gico e di altre aziende di qualità dovrebbero compensare l'impatto negativo di fattori ciclici come il rallentamento dell'economia statunitense. Ci aspettiamo una crescita del 3% per le società europee e del 16% per quelle dei mercati emergenti.

Inoltre, il calo dei tassi d'interesse e dei rendimenti obbligazionari dovrebbe dare sostegno alle azioni, in assenza di una pesante contrazione economica. Nel 2023 il premio al rischio azionario si è deteriorato a fronte dell'aumento dei rendimenti obbligazionari, riducendo progressivamente l'attrattiva delle azioni rispetto alle obbligazioni. Ci aspettiamo che questa dinamica si inverta nel 2024.

Ovviamente le incognite che gravano sulle prospettive macroeconomiche e geopolitiche globali rendono più incerte le nostre stime di utile e il rapporto prezzo/utigli (P/E) prospettici a 12 mesi dell'MSCI All Country World (ACWI), pari a 15,9x, supera di circa il 10% la sua media a 15 anni. Rimaniamo quindi neutrali sul complesso azionario, nell'attesa che sorgano opportunità per modificare la nostra esposizione al comparto.

A livello geografico puntiamo sui mercati azionari emergenti, mentre le azioni del Regno Unito sono quelle meno preferite.

Azioni di qualità. Le aziende di qualità si attestano tra le nostre posizioni a più alta convinzione sul mercato azionario. Le azioni di società con un elevato rendimento del

capitale investito, margini operativi resilienti e una leva finanziaria relativamente contenuta dovrebbero essere in grado di continuare a generare utili in un contesto di rallentamento della crescita.

Un indice rappresentativo di questo segmento, l'MSCI ACWI Quality, storicamente ha battuto l'MSCI ACWI di 1 pp nei periodi di 6 mesi in cui la crescita è rallentata ma è rimasta positiva in base all'indagine GDP-Now della Fed di Atlanta, esattamente lo scenario che prevediamo per l'anno prossimo.

Inoltre, storicamente le azioni di qualità tendono a sovraperformare nelle fasi finali del ciclo economico, compresi i periodi di contrazione economica, e dovrebbero quindi apportare protezione al portafoglio se la crescita rallentasse più del previsto. L'orientamento alla qualità va di pari passo con la nostra preferenza per le società tecnologiche statunitensi, che dovrebbero essere favorite in modo particolare dalla domanda di hardware e software legata all'intelligenza artificiale.

In genere le azioni di qualità hanno valutazioni più alte rispetto all'indice generale, ma crediamo che nel 2024 varrà la pena pagare di più per investire in titoli di qualità. Consigliamo di puntare su aziende di qualità nel settore tecnologico statunitense, titoli «quality income» stabili e azioni cicliche di alta qualità in Europa, e azioni selezionate in Asia.

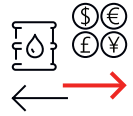
Focus sulla sostenibilità nei mercati azionari e obbligazionari

È possibile allineare gli investimenti in azioni e obbligazioni ai propri obiettivi di sostenibilità.

Le obbligazioni delle banche multilaterali di sviluppo (MDB), che raccolgono capitali da destinare a progetti di sviluppo con obiettivi ambientali e sociali, hanno un rating AAA e offrono rendimenti leggermente superiori ai titoli di Stato di riferimento.

Le obbligazioni sostenibili (verdi, sociali, di sostenibilità e legate alla sostenibilità) presentano rendimenti in linea con quelli delle obbligazioni tradizionali identiche in ogni altro aspetto e trasmettono informazioni trasparenti sui progetti finanziati con i loro proventi.

Le strategie basate su azioni e obbligazioni di società leader in ambito ESG investono in aziende con punteggi elevati per i fattori ambientali, sociali e di governance. Secondo alcune ricerche empiriche, le società con i migliori risultati sul fronte della gestione della sostenibilità tendono anche a registrare robuste performance finanziarie. Inoltre, i portafogli di aziende leader in ambito ESG hanno un'alta correlazione con i fattori di qualità e in genere presentano valutazioni azionarie e obbligazionarie più elevate.



Attuare strategie di range trading sui mercati valutari e delle materie prime

Ci aspettiamo che all'inizio del 2024 il dollaro si mantenga stabile intorno agli attuali livelli, ma nel corso dell'anno potrebbe indebolirsi. Consigliamo quindi di scommettere contro un ulteriore rialzo dell'USD per beneficiare del premio di rendimento. Tra le materie prime, gli investitori possono posizionarsi per generare rendimenti da carry e al tempo stesso coprire i portafogli contro i rischi geopolitici o meteorologici. Puntiamo sulle strategie che generano rendimenti o che consentono agli investitori di acquistare sistematicamente valute a prezzi inferiori.

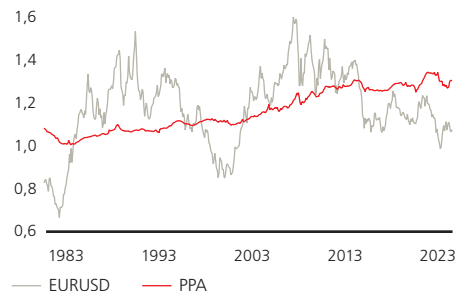
► Le prospettive dei mercati valutari

Ci aspettiamo che il dollaro si mantenga stabile nei primi mesi dell'anno grazie alla robusta crescita economica e agli elevati tassi d'interesse degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo, ma questi due fattori sono già scontati dalle attuali valutazioni. Al tempo stesso, l'euro, la sterlina britannica e il franco svizzero dovrebbero mettere a segno rialzi modesti a causa dell'andamento sotto tono delle rispettive economie e dell'atteggiamento dipendente dai dati delle banche centrali locali. Nei confronti di queste valute preferiamo quindi attuare strategie orientate al premio di rendimento.

Figura 6

Il dollaro rimane sopravvalutato

EURUSD e valore dell'EURUSD in base alla parità del potere d'acquisto



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

Il dollaro australiano è la nostra valuta preferita, perché la Reserve Bank of Australia dovrebbe essere una delle ultime banche centrali principali a tagliare i tassi d'interesse. Inoltre, l'andamento favorevole del saldo di bilancio e della bilancia commerciale danno sostegno al cambio.

Siamo positivi anche nei confronti dello yen giapponese, dato che la Bank of Japan sta operando una stretta monetaria e le autorità potrebbero intervenire per contenere un ulteriore indebolimento della valuta nazionale. Tuttavia, un eventuale apprezzamento dello yen sarà probabilmente ridotto dal carry negativo e pertanto gli investitori dovranno prestare attenzione al momentum del tasso di cambio.

Lo yuan cinese dovrebbe iniziare a riprendersi contro il dollaro a inizio 2024, ma un eventuale recupero del CNY sarà frenato dai problemi strutturali dell'economia cinese e dai persistenti rischi geopolitici. In questo contesto, sarà difficile che le valute procicliche asiatiche mettano a segno per-

formance positive, a meno che la crescita economica al di fuori della regione sia decisamente superiore alle attese.

Questa previsione è esposta al rischio che l'economia americana rimanga più resiliente del previsto e registri una crescita robusta. D'altro canto, un ulteriore rallentamento dell'attività economica nell'eurozona o in Cina potrebbe impedire all'euro e allo yuan di trarre vantaggio da un'eventuale flessione della crescita statunitense. Inoltre, i rischi geopolitici sono elevati e in caso di escalation il dollaro potrebbe tornare a brillare grazie alle sue qualità di bene rifugio, eclissato forse solo dal franco svizzero.

Affrontare i mercati valutari nel 2024. Gli investitori che hanno come valuta di riferimento l'USD possono scommettere contro il potenziale di rialzo del dollaro a fronte di un premio di rendimento o vendere dollari nelle fasi di rialzo. A nostro avviso, il potenziale di rialzo del biglietto verde è limitato a breve termine e le valutazioni scontano già una robusta crescita dell'economia statunitense.

Coppie di valute	Acquistare sui valori più bassi della forchetta	Vendere sui valori più alti della forchetta
EURUSD	1.0-1.05	1.10-1.12
USDCHF	0.85-0.87	0.92-0.94
EURCHF	0.94	1.0
GBPUSD	1.19-1.21	1.26-1.30
USDJPY	137-140	152-155
AUDUSD	0.63-0.64	0.70-0.72

Fonte: UBS, dati a novembre 2023

Gli investitori che hanno come valuta di riferimento l'euro, la sterlina britannica, il franco svizzero o altre valute selezionate possono cercare opportunità di range trading su coppie di valute (si veda la tabella).

Inoltre, l'AUD offre buone opportunità in termini di carry, mentre scommettere contro il potenziale di ribasso di JPY, NOK e AUD può essere una valida strategia in base al rischio a pronti e alla volatilità.

► Le prospettive dei mercati delle materie prime

In previsione di una crescita del PIL che dovrebbe rimanere modesta in Cina, attestarsi intorno a zero in Europa e diminuire negli Stati Uniti, il potenziale di rialzo delle materie prime è relativamente contenuto

Ma i ritorni totali dovrebbero essere sostenuti dal rendimento di oltre il 5% del collaterale liquido e dai roll yield positivi dovuti all'inclinazione discendente delle curve dei futures dell'energia e di alcuni segmenti dei beni agricoli, che dovrebbero dare un contributo di 1–2 pp l'anno alla performance degli indici generali (in base all'UBS CMC1).

Per i prossimi 12 mesi ci aspettiamo rendimenti di poco superiori al 10% per gli indici complessivi delle commodity. Questa strategia offre quindi un rapporto rischio/rendimento vantaggioso per gli investitori che

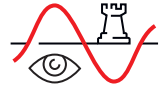
mantengono le posizioni e al tempo stesso apporta una certa protezione contro i rischi geopolitici e meteorologici che minacciano l'offerta.

Strategie di range trading. Siamo positivi nei confronti delle strategie che sfruttano i movimenti delle quotazioni all'interno di un intervallo ristretto, scommettendo contro il rischio di rialzo in alcuni casi e di ribasso in altri.

Nell'energia, i tagli alla produzione dell'OPEC+ hanno creato un deficit di mercato artificiale, anche se un livello molto più alto dei prezzi porterebbe a una reazione dell'offerta e a distruzione della domanda. Ci aspettiamo che il greggio Brent si mantenga in area 90–100 dollari il barile, ma potrebbe anche salire al di sopra di questa forchetta a causa del potenziale di interruzioni alle forniture di petrolio.

L'oro potrebbe apprezzarsi al livello record di 2150 dollari l'oncia entro fine 2024 se la Fed tagliasse i tassi statunitensi. A breve termine, però, il costo opportunità associato alle posizioni aurifere resta elevato e consigliamo quindi di acquistare oro nelle fasi di ribasso.

Coprire i rischi di mercato



Può essere difficile investire in un contesto di guerre e incertezza geopolitica ed è importante prepararsi a un periodo di volatilità. Crediamo che per la maggior parte degli investitori la diversificazione a livello di asset class e regioni debba essere la prima linea di difesa contro le potenziali turbolenze dei mercati. Ma è possibile intervenire per proteggere ulteriormente i portafogli contro rischi specifici attraverso investimenti strutturati difensivi, strumenti alternativi o posizioni in oro e petrolio.

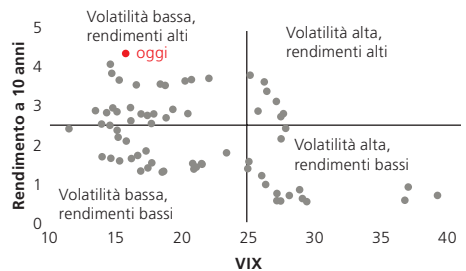
► Investimenti strutturati difensivi

Ci aspettiamo ritorni positivi per i mercati azionari nel 2024. Ma dato che i rischi geopolitici ed economici rivestiranno probabilmente un ruolo di primo piano, gli investitori che vogliono coprire le potenziali perdite dei portafogli possono utilizzare soluzioni strutturate con caratteristiche di conservazione del capitale. Queste strategie risultano particolarmente interessanti nelle fasi di elevati rendimenti obbligazionari e di volatilità implicita dei mercati azionari su livelli medi o inferiori alla media. Per ridurre l'esposizione diretta si possono anche attuare strategie di generazione di rendimenti, che risultano interessanti in presenza di un'elevata volatilità come quella che si registra attualmente sui mercati obbligazionari.

Figura 7

Gli alti rendimenti e la bassa volatilità favoriscono gli strumenti di conservazione del capitale

Media del VIX a 12 mesi negli ultimi 5 anni e rendimento dei Treasury a 10 anni, in base ai dati trimestrali, e livello attuale



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

► Petrolio e azioni dell'energia

Chi teme l'impatto che un'ulteriore escalation della guerra tra Hamas e Israele o tra Russia e Ucraina potrebbe avere sui mercati può assumere coperture sotto forma di investimenti sul petrolio o su azioni dell'energia. Gli investitori con un'alta tolleranza al rischio possono rafforzare l'esposizione tramite contratti sul greggio Brent a lunga scadenza, che trattano con uno sconto rispetto ai prezzi spot, o scommettere contro il rischio di un calo del Brent.

► Oro

A nostro avviso, l'oro può rappresentare un'efficace copertura di portafoglio contro l'aumento delle tensioni geopolitiche. A breve termine le quotazioni aurifere potrebbero registrare andamenti altalenanti a causa dell'incertezza sui tassi d'interesse e gli sviluppi geopolitici, ma gli investitori interessati a rafforzare l'esposizione al metallo giallo possono acquistarlo mediante opzioni (sotto 1900 dollari l'oncia). Consigliamo agli investitori che detengono già posizioni lunghe nell'oro di mantenerle in vista di una ripresa nei prossimi 6–12 mesi.

► Posizioni orientate a un irripidimento della curva dei rendimenti statunitense

Gli investitori che vogliono proteggere i portafogli dall'espansione del deficit di bilancio e delle partite correnti degli Stati Uniti possono assumere posizioni orientate a un irripidimento della curva dei rendimenti dei Treasury, acquistando i titoli a

5 anni e vendendo quelli a 10 anni (su base corretta per la duration). Questa posizione sfrutta la configurazione relativamente piatta della curva per attuare una copertura a basso costo contro un aumento dei rendimenti a lungo termine. Dovrebbe registrare buone performance se gli investitori chiedessero una remunerazione maggiore per detenere obbligazioni governative americane a lunga scadenza o se i timori di recessione facessero scendere le aspettative sui tassi d'interesse a breve termine.

► Hedge fund macro e multi-strategy

Anche i fondi macro potrebbero dimostrare di essere una valida copertura e uno strumento di diversificazione nel 2024. Questi prodotti beneficiano della volatilità del contesto macroeconomico e sfruttano il loro approccio top-down per affrontare i cambiamenti del panorama economico, delle politiche monetarie e delle condizioni di mercato.

I fondi multi-strategy investono in una combinazione di varie strategie hedge, che rappresentano una modalità di diversificazione potenzialmente interessante. In genere questi fondi sono altamente diversificati, effettuano la riallocazione del portafoglio su base dinamica e attuano strategie avanzate di gestione del rischio. Gli investitori devono essere consapevoli dei rischi associati agli investimenti alternativi, tra cui il rischio di liquidità, l'utilizzo della leva e gli obblighi di informativa ridotti.

Diversificare tramite strategie alternative su titoli di credito



L'elevato indebitamento su scala globale dovrebbe alimentare la volatilità delle quotazioni e degli spread, spingendo gli investitori a cercare di sfruttare la dispersione dei rendimenti. Queste condizioni favoriscono diverse strategie alternative su titoli di credito, tra cui credit arbitrage e distressed debt.

► Credit arbitrage

I mercati del credito statunitensi sono in ripresa dal quarto trimestre 2022, ma i segmenti con rating più basso hanno sottoperformato, principalmente a causa dei timori relativi al rifinanziamento. L'ampliamento della dispersione tra gli emittenti accresce l'attrattiva delle strategie credit arbitrage in un contesto di portafoglio.

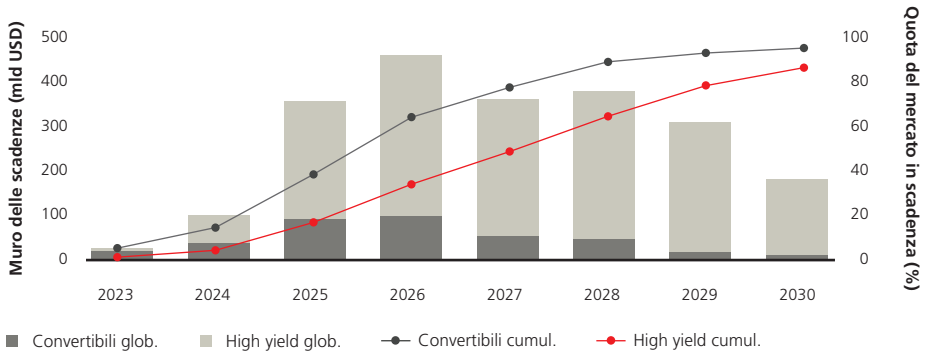
Nell'attuale mercato, circa il 30% delle emissioni incluse nell'ICE BofA US High Yield ha uno spread rispetto al benchmark di meno di 300 pb, il 15% compreso tra 501 pb e 800 pb e il 9% di oltre 800 pb. I gestori più accorti hanno quindi l'opportunità di selezionare i singoli titoli di credito in base all'analisi fondamentale.

Questa strategia è esposta a vari rischi: oltre all'illiquidità e alla minore trasparenza rispetto ai mercati quotati, i portafogli credit arbitrage possono subire perdite a breve termine a causa del maggior numero di aziende in difficoltà, anche se potrebbero derivarne opportunità a lungo termine. È quindi importante gestire il rischio associato ai singoli titoli di credito in condizioni di stress e può essere opportuno assumere coperture di portafoglio a livello di indice.

Figura 8

I tassi elevati e l'imminente muro delle scadenze esercitano pressioni sulle aziende perché rimborsino i prestiti, creando opportunità sul debito distressed

Muro delle scadenze delle obbligazioni convertibili e high yield, in mld USD, e quota del rispettivo mercato in scadenza



Fonte: BofA Securities, Bloomberg, UBS, dati a novembre 2023

► Distressed debt

Vediamo buone opportunità strategiche anche tra i fondi distressed e special situation. I tassi d'interesse più alti potrebbero mettere sotto pressione la capacità di rifinanziamento delle imprese, creando un flusso continuo di potenziali operazioni per i fondi distressed e special situation. Le opportu-

nità nel segmento distressed dovrebbero concentrarsi sulle aree del mercato in parte già danneggiate, con immobili pignorati e inquilini morosi. In altri settori, i fondi distressed potrebbero cogliere opportunità tra le aziende troppo indebitate che non riescono a fare fronte agli oneri da interessi.



Il prossimo decennio

La pandemia ha avuto ripercussioni economiche di vasta portata e spesso inaspettate. L'inflazione si è impennata ed è rimasta elevata e i tassi d'interesse sono schizzati ai livelli più alti da oltre 15 anni. Ma, nonostante i rialzi dei tassi, la disoccupazione si è mantenuta bassa e la crescita robusta.

L'insolito mix di andamenti economici degli ultimi anni induce a chiedersi se il «mondo nuovo» del dopo-pandemia porti con sé anche un nuovo panorama macroeconomico globale, passando da una domanda contenuta e un eccesso di offerta a un'offerta ridotta e una domanda robusta.

La risposta a questa domanda dipenderà dall'evoluzione delle cinque «d»: deglobalizzazione, demografia, digitalizzazione, decarbonizzazione e debito.

Deglobalizzazione

In un mondo nuovo è probabile che le economie siano meno integrate. Crediamo che il contributo del commercio al PIL mondiale abbia già raggiunto il punto massimo, dato che la riduzione degli scambi viene accelerata dalla serie di sanzioni, dazi e controlli alle esportazioni reciproci introdotti da Stati Uniti, Europa e Cina. Inoltre, le tensioni tra Stati Uniti e Cina rischiano di spaccare il mondo in due blocchi finanziari, commerciali e tecnologici incompatibili.

Ma le ricadute della deglobalizzazione sull'economia mondiale nel prossimo decennio dipenderanno soprattutto dalle cause di questo fenomeno.

Se la deglobalizzazione dovesse prodursi principalmente per ragioni politiche (come un inasprimento delle restrizioni o delle sovvenzioni al commercio), probabilmente farebbe diminuire l'offerta complessiva di beni, ridurrebbe il potenziale di crescita o provocherebbe picchi d'inflazione.

Ma se si verificasse soprattutto per motivi economici (a seguito di una maggiore automazione, della produzione manifatturiera integrata, dell'aumento dei salari nei mercati emergenti che fa salire i costi o della volontà di costruire filiere più resilienti), probabilmente le conseguenze sarebbero diverse. Questo scenario si tradurrebbe infatti in un aumento dell'offerta, un calo dei rischi d'inflazione e un più alto potenziale di crescita.

Demografia

La demografia rappresenta sempre più un potenziale ostacolo nel nostro mondo nuovo. La popolazione è in calo ormai nella metà dei Paesi che compongono l'economia mondiale in termini di PIL ufficiale, come Giappone, Cina e diversi Paesi europei. Il rapporto tra pensionati e persone in età lavorativa è salito in tutto il mondo e solo nell'ultimo decennio è passato dall'11,8 al 14,8%, con un aumento più marcato nei Paesi ad alto reddito, dal 23,2 al 29,1%.

Questi trend finiranno per pesare sull'offerta. La crescita dell'economia dipende dall'incremento della forza lavoro, degli investimenti in conto capitale e della produttività; pertanto, a parità di condizioni la minore espansione della forza lavoro ridurrà il potenziale di crescita economica. Un maggiore numero di pensionati rispetto ai lavoratori comporterà probabilmente un aumento del debito. Nelle economie maggiormente orientate ai servizi, in cui il potenziale di crescita della produttività è più ridotto, i tassi di dipendenza degli anziani potrebbero contribuire a un aumento dell'inflazione.

Per scongiurare gli effetti negativi dell'invecchiamento della popolazione sull'offerta, l'economia mondiale potrebbe dipendere in larga misura dagli sviluppi nell'ambito della terza «d»: la digitalizzazione.

Digitalizzazione

L'ascesa dell'intelligenza artificiale potrebbe segnare l'inizio di un'era di maggiore produttività, che solo negli Stati Uniti potrebbe registrare un aumento progressivo dello 0,3–2% l'anno.

Se il potenziale dell'intelligenza artificiale verrà realizzato appieno potrà contribuire a mitigare le sfide demografiche, dando sostegno alla crescita e alla disinflazione in alcuni segmenti di beni e servizi nonostante il calo della popolazione attiva. Inoltre, gli investimenti iniziali nell'intelligenza artificiale e nei settori collegati, come i semiconduttori, potrebbero favorire la domanda a breve termine.

Tuttavia, l'impatto dell'intelligenza artificiale potrebbe essere di portata inferiore se questa tecnologia sostenesse l'offerta soprattutto nei settori meno colpiti dalle sfide demografiche (ad es. chatbot per servizi professionali) più che in quelli soggetti a maggiori pressioni (ad es. robot fisici utilizzati nella sanità).

In ogni caso, per gli investitori l'avvento dell'intelligenza artificiale dovrebbe dare impulso alla crescita degli utili e alle opportunità in aziende che abilitano, offrono o sfruttano le relative tecnologie.

Decarbonizzazione

La spinta verso l'energia pulita e l'azzerramento delle emissioni di carbonio è stata rafforzata dai timori per la sicurezza energetica e gli eventi meteorologici estremi. Negli anni a venire ci aspettiamo che i capitali pubblici e privati continuino a promuovere la transizione energetica.

A breve-medio termine la transizione energetica potrebbe ridurre l'offerta, perché gli ostacoli allo stoccaggio di energia e alla connettività di rete rendono meno affidabili le energie rinnovabili, mentre aumentano i costi e i rischi operativi legati ai combustibili fossili. Al tempo stesso, gli investimenti nel settore potrebbero mantenere alta la domanda globale.

A più lungo termine, la spinta verso la decarbonizzazione dovrebbe dare un contributo netto positivo all'offerta globale. L'abilitazione di un'offerta di energia più abbondante a costi inferiori dovrebbe contribuire ad aumentare il potenziale di crescita, abbattere l'inflazione e rafforzare le filiere produttive. Per gli investitori, i titoli che ne beneficerebbero di più dovrebbero essere i fornitori di soluzioni e i primi adottanti.

Debito

Il futuro della quinta «d», il debito, potrebbe dipendere dagli scenari di crescita, inflazione e tassi d'interesse tracciati dalle altre quattro. L'indebitamento totale su scala mondiale è aumentato in percentuale

al PIL dalla crisi finanziaria globale nel 2008, a fronte della debole domanda. Per fortuna, l'offerta abbondante e i bassi tassi d'interesse hanno mantenuto il rapporto tra pagamenti di interessi ed entrate pubbliche vicino ai minimi storici.

In prospettiva, le sfide demografiche e il fabbisogno di investimenti legati alla decarbonizzazione, alla digitalizzazione e alla digitalizzazione dovrebbero spingere al rialzo il rapporto debito/PIL. Se nei prossimi anni i tassi e i rendimenti non scenderanno come ci aspettiamo, l'aumento dei pagamenti di interessi potrebbe iniziare a creare problemi ai governi nella seconda metà di questo decennio.

Il debito dovrà rimanere accessibile, non da ultimo perché molti elettori preferiscono disporre di bassi costi di finanziamento. Il modo migliore per raggiungere questo obiettivo è attraverso una crescita economica robusta, che potrebbe prodursi in presenza di un'ampia diffusione dell'intelligenza artificiale, un'elevata disponibilità di energia verde e filiere produttive localizzate. Se queste condizioni non dovessero verificarsi, potrebbe rendersi necessaria una combinazione di repressione finanziaria, imposte, inflazione inaspettata o default. La risposta potrebbe venire non tanto dai mercati e dall'economia quanto dalla politica ed è probabile che Paesi diversi prenderanno strade diverse.

Scenari

Per il prossimo decennio vediamo quattro scenari potenziali per la nuova normalità macroeconomica nel nostro mondo nuovo.

Ruggenti anni Venti

Moderata inflazione e alta crescita

Questo scenario può essere favorito dagli elevati investimenti legati alla digitalizzazione (intelligenza artificiale), alla decarbonizzazione e alla difesa. Ci aspettiamo una robusta crescita degli utili e una buona performance azionaria, ma un andamento iniziale più moderato per le obbligazioni, poiché gli investitori scontano tassi alti più a lungo.

Stagnazione di lungo periodo bis

Bassa inflazione e bassa crescita

Questo scenario può essere favorito dall'invecchiamento della popolazione o da risultati deludenti dell'intelligenza artificiale e delle energie rinnovabili. Inizialmente sarebbe positivo per le obbligazioni, poiché i governi farebbero ricorso alla repressione finanziaria per gestire l'aumento dell'onere del debito. I multipli azionari potrebbero beneficiare degli stimoli monetari, ma la crescita degli utili potrebbe rimanere modesta.

Un mondo trasformato

Bassa inflazione e alta crescita

Questo scenario può essere favorito dal ruolo di primo piano dell'intelligenza artificiale o dal ritorno della globalizzazione ed è positivo sia per le azioni che per le obbligazioni. Ci aspettiamo una buona crescita degli utili, che darà sostegno alle azioni, e un calo delle aspettative sui tassi d'interesse, che darà sostegno alle obbligazioni.

Stagflazione

Alta inflazione e bassa crescita

Questo scenario può essere favorito dalla deglobalizzazione, dalle tensioni geopolitiche e dal cambiamento climatico. Ci aspettiamo una performance negativa sia per le azioni che per le obbligazioni (almeno in termini reali) a causa delle aspettative di rialzo dei tassi e degli ostacoli alla crescita degli utili in termini reali. I ritorni azionari potrebbero comunque essere positivi in termini nominali.

Previsioni per le asset class

Ci aspettiamo che nel prossimo decennio la liquidità sia destinata a sottoperformare le altre asset class principali, soprattutto negli scenari in cui le banche centrali tornano ad attuare politiche di repressione finanziaria. L'azionario dovrebbe registrare i ritorni più elevati. I ritorni sui mercati obbligazionari dovrebbero continuare a migliorare. I buoni ritorni dei mercati azionari e obbligazionari sottostanti dovrebbero sostenere le performance degli asset alternativi.

Liquidità

La liquidità offre rendimenti elevati, ma ci aspettiamo un calo dei tassi d'interesse l'anno prossimo. Inoltre, crediamo che a lungo termine la liquidità sia destinata a sottoperformare le altre asset class principali come azioni e obbligazioni, soprattutto negli scenari in cui le banche centrali fanno ricorso alla repressione finanziaria per gestire il crescente onere del debito. Raccomandiamo di detenere in una strategia Liquidità una quota non superiore a quella necessaria per fare fronte alle spese previste a 2-5 anni.

Titoli di Stato

I rendimenti elevati promettono bene per i ritorni sui titoli di Stato a lungo termine e ci aspettiamo buone performance anche

nell'immediato, a fronte del calo dell'inflazione e della crescita dagli attuali livelli. Ma, pur aspettandoci un calo dei rendimenti, prevediamo comunque che si mantengano al di sopra dei livelli pre-pandemia, poiché il maggiore fabbisogno di investimenti collegati ai temi deglobalizzazione, digitalizzazione e decarbonizzazione contribuirà all'aumento dell'offerta di obbligazioni e al rialzo delle stime per il tasso neutrale reale. Dovrebbe quindi crearsi un contesto di ritorni totali stabili e appetibili per i titoli di Stato.

Credito

Gli spread di credito sono relativamente ristretti su base storica. Ci aspettiamo un ampliamento a breve termine, a fronte del rallentamento della crescita, ma crediamo

ancora che l'esposizione creditizia svolga un ruolo importante nel contesto di un portafoglio diversificato a lungo termine grazie al suo contributo in termini di carry e diversificazione. I rischi di rifinanziamento, la decelerazione economica e la minore certezza circa gli interventi delle banche centrali potrebbero far salire la volatilità obbligazionaria nei prossimi anni e bisogna quindi avere un approccio attivo nei confronti dell'asset class.

Azioni

Le azioni dovrebbero registrare i ritorni più elevati tra le principali asset class nel prossimo decennio. L'incremento degli utili su base aggregata sarà sostenuto dalla robusta crescita delle società all'avanguardia delle tendenze dirompenti nei settori tecnologia, energia e sanità. È tuttavia probabile che le valutazioni azionarie scendano rispetto all'ultimo decennio a causa dei tassi d'interesse più alti rispetto all'era pre-pandemia. La diversificazione globale sarà importante per affrontare un mondo in via di deglobalizzazione. Ad esempio, le azioni dei mercati emergenti trattano a forte sconto rispetto alla media storica e ci aspettiamo che registrino i tassi di rendimento più alti nel prossimo decennio.

Strumenti alternativi

Secondo le nostre stime, destinare una quota del 20% di un portafoglio bilanciato agli strumenti alternativi può incrementare i rendimenti attesi di circa 50 pb l'anno a lungo termine, a fronte di una volatilità equivalente. Il contesto di tassi più alti e

ritorni interessanti per gli asset tradizionali dovrebbe favorire gli hedge fund, che a nostro avviso rimarranno un valido elemento di diversificazione dei portafogli nei prossimi anni. In questo momento anche i private markets ci sembrano offrire opportunità interessanti: i mercati secondari trattano con uno sconto di ben il 16% sul valore patrimoniale netto (NAV), mentre i nuovi prestiti privati rendono il 12,5%. È importante non dimenticare i rischi aggiuntivi associati agli strumenti alternativi, tra cui l'illiquidità, l'utilizzo della leva e la minore trasparenza rispetto ai mercati quotati.

Valute

Ci aspettiamo un deprezzamento del dollaro a più lungo termine a causa delle sue elevate valutazioni e dei timori legati al finanziamento del deficit degli Stati Uniti. Tuttavia, i tassi d'interesse statunitensi fanno da contrappeso; pertanto, le nostre previsioni di rendimento per la maggior parte delle asset class sono simili con o senza copertura. Ci attendiamo anche un recupero dello yen nei prossimi anni, dato che è notevolmente sottovalutato.

Materie prime

Ci aspettiamo che i prezzi rimangano elevati nel prossimo decennio a fronte dell'aumento della spesa per il clima, le catene di fornitura e la difesa. Dato il carattere ciclico dell'intera asset class, preferiamo investire in materie prime attuando approcci attivi o puntando su settori azionari o Paesi e valute con un'elevata esposizione alle commodity.

Che impatto avrà l'intelligenza artificiale generativa sulle economie e i mercati?

Il concetto d'intelligenza artificiale generativa non è nuovo: l'idea circola già dagli anni '60 e l'architettura dei trasformatori che la rende più efficace è stata presentata nel 2017. Ma il lancio di ChatGPT ha mostrato l'impatto potenziale che può avere in combinazione con una piattaforma ad alti tassi di adozione da parte degli utenti. Attualmente vediamo opportunità legate all'intelligenza artificiale in vari titoli dei segmenti software, Internet e semiconduttori.

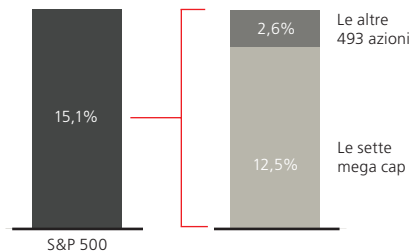
La storia insegna che l'avvento di nuove tecnologie può creare valore in diversi settori.

Utilizziamo un modello basato su quattro pilastri per capire in che modo gli sviluppi tecnologici creano valore nei settori collegati nel corso del tempo.

Figura 9

Contributo alla performance dell'S&P 500









Le sette mega cap vs. le altre 493 azioni dell'S&P 500, da inizio anno, in pp



Fonte: FactSet, UBS, dati al 3 novembre 2023

L'intelligenza artificiale generativa è una tecnologia innovativa che crea valore in vari settori

La catena del valore dell'innovazione: una tecnologia rivoluzionaria che utilizza infrastrutture e input porta alla creazione di nuovo hardware basato sulle piattaforme di operatori e abilitatori, generando benefici per l'intera economia

	Tecnologia	Infrastrutture e input	Produttori di hardware	Operatori e abilitatori	Beneficiari delle applicazioni
	Motore a vapore	Acciaio, carbone	Treni, navi	Ferrovie e compagnie navali	Commercio
	Telefono	Cavi di telecomunicazioni, elettricità	Telefoni	Gestori delle reti	Servizi, commercio
	Motore a combustione interna	Acciaio, petrolio, componenti auto	Case automobilistiche	Servizi, assicurazioni, concessionari	Commercio al dettaglio, intrattenimento, pendolari
	Televisione	Torri, satelliti	Televisori	Reti televisive	Pubblicità, modelli operativi su abbonamento
	Computer	Semiconduttori	Elaboratori	IBM	Servizi professionali, produzione manifatturiera, aerospazio
	Internet	Router, centri dati	PC	Windows, Internet Explorer	Ricerche, e-commerce, cloud
	Internet mobile	Torri, semiconduttori	Smartphone	iOS, Android	Social media, e-commerce, gig economy
	Intelligenza artificiale generativa	Cloud	Processori grafici	Modelli linguistici di grandi dimensioni	Generazione di testi, programmazione, generazione di immagini/video)

Fonte: UBS, dati a novembre 2023

Cosa ci insegna la storia sulle aziende vincenti?

Fornitori di infrastrutture e input.

Logicamente la domanda delle infrastrutture e degli input necessari tende a esplodere nelle fasi immediatamente successive al lancio di un'innovazione, come nel caso dell'acciaio per la ferrovia, del petrolio per le auto e dei semiconduttori per gli smartphone. La storia ci insegna però che i forn-

tori degli input principali possono generare elevati profitti in fase iniziale, ma nel corso del tempo i loro prodotti possono diventare merci. I fornitori di infrastrutture e input possono quindi ritrovarsi a dover operare su più vasta scala e con margini di profitto più bassi.

Produttori di hardware. Le tecnologie innovative spesso favoriscono l'adozione di nuovi hardware di consumo (come auto e TV) e i produttori di hardware possono beneficiare di un'impennata della domanda. Nelle fasi iniziali del boom di una nuova tecnologia i produttori di hardware possono beneficiare del carattere esclusivo, della qualità e della novità dell'hardware che forniscono. Ma può essere più difficile mantenere la leadership. Inoltre, con il tempo l'hardware rischia di diventare una merce e le aziende di successo devono spesso imparare a differenziare i loro prodotti, potenzialmente integrando l'hardware con un sistema operativo di punta.

Operatori e abilitatori. Storicamente gli operatori e gli abilitatori delle nuove tecnologie sono i soggetti che registrano la creazione di valore maggiore e più duratura. Compagnie ferroviarie, reti radio e televisive, società di software e sistemi operativi e piattaforme digitali sono solo alcuni esempi di abilitatori e molti di loro sono stati tra le aziende più grandi del mondo per un certo periodo di tempo.

Beneficiari delle applicazioni. Le tecnologie innovative spesso creano ecosistemi di beneficiari che possono non essere direttamente coinvolti nello sviluppo di una tecnologia, ma possono essere ben posizionati per utilizzarla per lanciare nuove attività o incrementare la redditività di quelle esistenti. Basta pensare alle società che hanno sviluppato le vendite internazionali a seguito dell'avvento del motore a vapore,

ai dettaglianti che hanno registrato una forte crescita con la diffusione di massa delle auto e alle aziende attive nell'e-commerce o sui social media grazie a Internet.

A che punto si trova l'intelligenza artificiale?

Le fasi iniziali della rivoluzione dell'intelligenza artificiale seguono un modello già sperimentato in passato.

Fornitori di infrastrutture e input (cloud).

Il cloud computing rappresenta un input essenziale per l'intelligenza artificiale generativa, perché fornisce la potenza di calcolo necessaria per addestrare e far funzionare le relative applicazioni. Proprio come gli «input» storici di altre tecnologie essenziali, in un certo senso il cloud diventa una merce, in quanto servizio standardizzato con basso costo unitario. Ciò significa che le economie di scala sono significative e le più grandi piattaforme basate su cloud sono già gestite dalle maggiori aziende tecnologiche. Gli operatori di questo segmento sono anche in grado di fidelizzare i clienti mediante l'offerta di pacchetti di servizi.

Produttori di hardware (processori grafici).

I processori grafici (GPU) sono chip essenziali per l'addestramento delle reti neurali, uno dei pilastri dell'intelligenza artificiale, e i principali produttori registrano già un'impennata della domanda e un forte rialzo delle quotazioni. Ci aspettiamo che questa dinamica prosegua a breve termine, seguita a medio termine da una pausa di riflessione durante la quale gli acquirenti

individuano e utilizzano solo i prodotti più promettenti. A lungo termine resta da vedere se i produttori di chip potranno continuare a sviluppare, potenziare e innovare i loro prodotti per mantenere il potere di determinazione dei prezzi o se le GPU diventeranno merci, costringendo i produttori a operare su più vasta scala e con margini più bassi.

Operatori e abilitatori (modelli linguistici di grandi dimensioni). I modelli linguistici di grandi dimensioni (LLM) si attestano tra i principali «abilitatori» dell'ecosistema dell'intelligenza artificiale. Lo sviluppo di validi modelli linguistici di grandi dimensioni richiede notevoli capacità in termini di dati, potenza di calcolo e talento, e anche se un modello può essere più adatto per una determinata applicazione (ad esempio per generare testo, codice o immagini) in genere è privo di specializzazione settoriale (ad esempio finanza, diritto o marketing). In ultima analisi, la maggior parte delle applicazioni d'intelligenza artificiale generativa potrebbe essere basata su pochi LLM. Finora i modelli principali sono stati messi a punto dalle più grandi aziende tecnologiche, su base individuale o in joint venture.

Beneficiari delle applicazioni (generazione di testi, programmazione, generazione di immagini/video). ChatGPT è un chiaro esempio di come l'intelligenza artificiale generativa possa avere capacità di generazione di testo simile a quelle umane. Può anche essere utilizzata per generare codice

informatico, immagini o video. Nei prossimi trimestri sorgeranno opportunità significative legate all'integrazione dei co-pilot nei software per la produttività degli uffici, alla crescente domanda di analisi basate sull'intelligenza artificiale e all'impiego di questa tecnologia per immagini, video e altre applicazioni d'impresa.

Conseguenze per gli investimenti

Un aspetto insolito dell'intelligenza artificiale generativa è che, fin dal suo lancio, in molti casi le stesse società sono già attive in segmenti diversi della filiera, dal cloud alla proprietà di LLM, fino allo sviluppo delle applicazioni per gli utenti finali.

È quindi comprensibile che le sette megacap tecnologiche dell'S&P 500, per lo più beneficiarie dell'intelligenza artificiale, abbiano registrato una crescita della capitalizzazione di borsa del 67% (pari a 4600 miliardi di dollari) da inizio 2023. Viste le importanti risorse necessarie per realizzare e sfruttare modelli complessi d'intelligenza artificiale, ci aspettiamo che queste grandi aziende continuino a crescere.

Consigliamo agli investitori interessati al settore dell'intelligenza artificiale di assumere un'esposizione ad ampio raggio lungo l'intera catena del valore, includendo società di cloud, semiconduttori, software e Internet. Le aziende di semiconduttori coinvolte dovrebbero continuare a registrare una domanda robusta a breve termine; i lanci di prodotti d'intelligenza artifi-

ziale generativa delle sette mega cap dovrebbero proseguire a ritmo sostenuto; e le azioni Internet dovrebbero beneficiare della continua integrazione dell'intelligenza artificiale nelle applicazioni di consumo come giochi elettronici, intrattenimento e pubblicità.

Il potenziale di crescita a lungo termine è elevato, ma non si possono escludere episodi di volatilità o ribassi a breve termine. Com'è successo ad altre tecnologie, l'impennata iniziale della domanda può essere seguita da una pausa di riflessione dei consumatori e delle imprese. Per gli investitori orientati al lungo periodo, queste fasi possono rappresentare l'occasione di rafforzare l'esposizione.

Conseguenze per l'economia

A nostro avviso l'intelligenza artificiale dovrebbe migliorare notevolmente l'efficienza e la produttività dei lavoratori, ma le conseguenze per la crescita economica sono meno chiare. In base a come finirà per essere applicata, potrebbe non aumentare la quantità di prodotto, ma regalare più tempo libero.

Alcuni impieghi diventeranno obsoleti a causa dell'intelligenza artificiale (ad esempio, sono pochi gli uffici che oggi hanno squadre di segretarie che si dedicano solo a battere a macchina), ma non si assisterà necessariamente a un'impennata della disoccupazione. L'intelligenza artificiale dovrebbe creare almeno alcuni nuovi lavori

finora impensati. Storicamente ogni decennio si chiude con circa il 10% degli impieghi lavorativi nuovi rispetto a dieci anni prima. Ad esempio, l'occupazione nell'industria dell'intrattenimento è aumentata nell'ultimo decennio, poiché i social media e lo streaming hanno incrementato il consumo d'intrattenimento e abbassato le barriere all'ingresso.

A più lungo termine l'intelligenza artificiale avrà probabilmente un impatto disinflazionistico sui prezzi in alcuni settori, ma l'impatto a livello di intera economia dipenderà in larga misura dall'entità, ubicazione e tempistica del suo utilizzo. È già abbastanza evidente che la generazione di testi, immagini e video mediante intelligenza artificiale potrebbe mettere sotto pressione i prezzi di settori tra cui servizi alla clientela, programmazione informatica, legale e intrattenimento.

Infine, i periodi di turbolenze economiche tendono a creare tensioni sociali, perché le persone che vedono diminuire il proprio reddito e tenore di vita cercano un capro espiatorio. Queste tensioni possono sfociare nel populismo e nei pregiudizi. L'intelligenza artificiale potrebbe anche aggravare le tensioni geopolitiche a causa della «corsa alle armi» da parte di alcuni Paesi, che vogliono tutelarsi contro le potenziali applicazioni d'intelligenza artificiale dei loro rivali. Questo trend emerge già dalle recenti restrizioni statunitensi alla tecnologia dell'intelligenza artificiale e dalle ritorsioni cinesi.





Privilegiare le aziende favorite dalle tendenze dirompenti

Le società in grado di sfruttare le nuove tecnologie per espandere i mercati di riferimento, scalzare gli operatori consolidati o tagliare i costi dovrebbero registrare alcune delle migliori performance del mercato azionario nel prossimo decennio. Riuscire a individuare le aziende favorite dalle tendenze dirompenti è essenziale per rafforzare il potenziale del portafoglio a lungo termine. Nel prossimo decennio ci aspettiamo un'ondata di innovazioni dirompenti che interesseranno vari settori, dalla tecnologia all'energia fino alla sanità.

► Rivoluzione tecnologica

L'arrivo di servizi d'intelligenza artificiale ad ampia diffusione e accessibili ai consumatori ha attratto ingenti investimenti nei maggiori leader tecnologici su scala mondiale. Inoltre, la prima società della storia a raggiungere una capitalizzazione di 1000 miliardi di dollari appartiene a questo settore. Le sette mega cap tecnologiche che hanno trainato il rialzo del mercato, per lo più beneficiarie dell'intelligenza artificiale, hanno registrato una crescita della capitalizzazione di borsa del 67% da inizio 2023. Avendo accesso a tutte le risorse informati-

13 giugno 2023

Nvidia diventa la prima società d'intelligenza artificiale con una capitalizzazione di

1000 miliardi di dollari

che, finanziarie, umane e di dati necessarie per far crescere e sfruttare il potenziale dell'intelligenza artificiale generativa, i maggiori operatori potrebbero diventare ancora più grandi nel prossimo decennio.

Ma questa dinamica non riguarda solo le mega cap tecnologiche. Crediamo che la rivoluzione tecnologica sia un tema duraturo che creerà nuove opportunità e nuovi leader nei vari settori nel corso del prossimo decennio.

Come spieghiamo a [pagina 45](#), sul piano degli investimenti possiamo suddividere i beneficiari dell'intelligenza artificiale in quattro aree: fornitori di infrastrutture e input (cloud), hardware (produttori di processori grafici), operatori e abilitatori (modelli linguistici di grandi dimensioni) e applicazioni beneficiarie (generazione di testi, programmazione, generazione di immagini/video).

Vediamo quindi opportunità legate all'intelligenza artificiale in vari titoli dei segmenti software, Internet e semiconduttori. In base ai dati Bloomberg Intelligence, ci aspettiamo una crescita della domanda globale d'intelligenza artificiale da 28 miliardi di dollari nel 2022 a 300 miliardi nel 2027, pari a un tasso di crescita composto annuo (CAGR) del 61%. Nello stesso periodo il segmento delle infrastrutture dovrebbe registrare una crescita del 38% e il segmento applicazioni e modelli del 139%.

I recenti annunci relativi ai nuovi prodotti e ai risultati aziendali nel settore del software lasciano intravedere il potenziale di monetizzazione dell'intelligenza artificiale. Ad esempio, vengono introdotti nuovi co-pilot a ritmo rapido. Questi strumenti basati sull'intelligenza artificiale integrati nei software per il flusso di lavoro d'ufficio mirano ad aumentare la produttività dei collaboratori, svolgendo compiti che vanno dalla ricerca di informazioni alla creazione di contenuti. La possibilità di addebitare tariffe mensili supplementari per i co-pilot apre la porta a una maggiore monetizzazione dell'intelligenza artificiale da parte delle società di software su abbonamento.

► **Transizione energetica**

La preoccupazione per il cambiamento climatico, la sicurezza nazionale e i progressi tecnologici trainano la decarbonizzazione in atto su scala globale. Non sarà facile passare a un'economia priva di emissioni di carbonio e compiere la transizione a combustibili puliti. Per raggiungere gli obiettivi di azzeramento delle emissioni nette sarà necessario investire in aree come generazione di elettricità, infrastrutture energetiche, trasporti, industria, edifici e sistemi di riscaldamento e raffreddamento con l'adozione di tecnologie verdi. Crediamo che gli investitori possano ottenere i migliori risultati assumendo un'esposizione ad alcuni di questi temi, in base ai diversi stadi di sviluppo dei vari Paesi e settori.

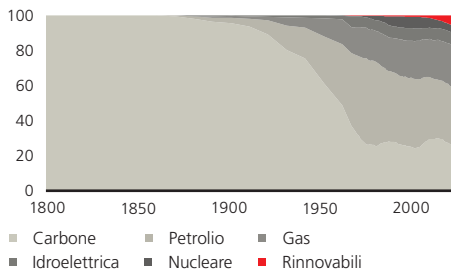
La capacità fotovoltaica mondiale, attualmente pari a 1000 GW, dovrebbe triplicare nei prossimi anni e incrementare la quota di energie rinnovabili nel mix energetico globale, che negli ultimi 10 anni è già salita dal 20 al 30%. Gli investitori possono sfruttare le opportunità del fotovoltaico mediante un'esposizione diversificata al greentech, un'esposizione a lungo termine alla catena del valore dell'efficienza energetica o un'esposizione più concentrata alle soluzioni di energia smart.

I veicoli elettrificati (compresi quelli elettrici a batteria e ibridi) dovrebbero rappresentare circa il 30% delle vendite di auto su scala mondiale nel 2025 e oltre il 60% nel 2030, sospinti dagli sviluppi tecnologici incrementali. La filiera dei veicoli elettrici è parte integrante dei temi d'investimento del greentech, soprattutto in Asia e in Europa.

Figura 10

È iniziata la transizione verso le energie rinnovabili

Consumi primari di energia per combustibile, quota del totale, in %



Fonte: Energy Institute Statistical Review of World Energy 2023, UBS, dati a novembre 2023

Inoltre, la decarbonizzazione dei sistemi di riscaldamento e raffreddamento degli edifici e delle fabbriche richiederà elevati investimenti in efficienza energetica. Quando vengono raggiunti i limiti dell'hardware, in molti casi si può usare il software per migliorare l'efficienza energetica. Questo trend schiude opportunità per le società che raccolgono dati digitali e forniscono tecnologie abilitanti.

Oltre ai mercati quotati, gli investitori possono puntare sulle opportunità legate alla transizione energetica disponibili sui private markets, tra cui le soluzioni per lo sviluppo di infrastrutture per le energie rinnovabili, le reti di energia, lo stoccaggio, la cattura di carbonio, l'efficienza energetica e l'economia circolare.

► Innovazione sanitaria

Il settore della sanità sarà un'importante fonte di innovazioni dirompenti nel prossimo decennio. L'invecchiamento della popolazione farà aumentare la domanda di servizi e trattamenti sanitari, mentre la minore disponibilità di fondi pubblici renderà necessario trovare nuovi approcci all'erogazione dell'assistenza sanitaria.

Le innovazioni biologiche e l'applicazione della tecnologia alla sanità ci sembrano due aree di particolare interesse. Un'esposizione diversificata è particolarmente raccomandabile, dato che molte società attive in questo segmento sono small o mid cap.

Oltre ai trattamenti dell'obesità che hanno attirato l'attenzione degli investitori nel 2023, vediamo opportunità in aree quali oncologia, malattie rare, immunologia e neurologia. Le case farmaceutiche hanno sviluppato diversi nuovi medicinali che stanno per essere commercializzati o approvati, tra cui farmaci immunocongiugati, anticorpi bispecifici e multispecifici e perfino approcci basati su terapie cellulari per i disturbi immunologici.

Inoltre, l'aumento della connettività e della potenza di calcolo rende possibili sviluppi significativi. I trend più interessanti riguardano la miniaturizzazione, la robotica, l'agevolazione dell'interazione con i pazienti e il miglioramento dell'accesso. L'industria biofarmaceutica sta esplorando soluzioni basate sull'intelligenza artificiale per migliorare i risultati del processo di scoperta di farmaci, sviluppare nuovi approcci diagnostici o personalizzare i trattamenti, anche se è ancora presto per vedere cambiamenti concreti a livello di scoperta e tassi di approvazione di nuovi farmaci.

Nell'ambito degli investimenti nell'innovazione sanitaria, riteniamo importante assumere un'esposizione diversificata a diversi segmenti. La maggior parte delle aziende dirompenti è a piccola capitalizzazione e le condizioni finanziarie restrittive possono

avere un impatto eccessivo sulla performance dei loro titoli a breve termine. Una combinazione di investimenti in società «dirompenti» e «adottanti» (le aziende più consolidate che utilizzano le nuove tecnologie) permette di cogliere i benefici dell'innovazione a fronte di una minore esposizione al rischio.

Vediamo anche opportunità di diversificazione tra i principali segmenti (farmaci biologici, tecnologie e strumenti medicali, e servizi) e a livello geografico, con il potenziale di sfruttare la crescita del settore della sanità nei mercati emergenti. Gli investitori in grado di bloccare capitali per un periodo più lungo possono anche diversificare le posizioni al di fuori delle società quotate, dato il ruolo di primo piano svolto dai private markets nel finanziamento della ricerca in fase iniziale. L'esposizione a investimenti collegati alla salute sui mercati quotati e privati può favorire anche i portafogli orientati alla sostenibilità.

Sfruttare la crescita attraverso i private markets



L'avvento di un mondo nuovo richiederà ingenti investimenti nella sanità, nella digitalizzazione e nell'energia, ma gli stanziamenti dei governi a favore dell'innovazione saranno limitati dagli elevati livelli di debito pubblico. I gestori di fondi dei private markets, esperti nella raccolta di capitale azionario o di debito per le società in diverse fasi del loro ciclo di vita, possono svolgere un ruolo determinante. I mercati privati offrono un potenziale di rendimento interessante e un accesso diretto all'economia reale a fronte di una liquidità ridotta.

► Private markets: fonte di accesso

Diventa sempre più difficile ottenere un'esposizione ad aziende innovative in rapida crescita tramite azioni quotate, perché il numero di società che debuttano in borsa continua a diminuire. Sempre più imprese decidono di rimanere private, rinviando la quotazione o vi rinunciano del tutto, una tendenza che non ci sembra destinata a invertirsi nel prossimo decennio. Una dinamica simile è in atto anche nel comparto obbligazionario, dove la quota di mercato degli emittenti tradizionali sta diminuendo a favore del private debt, soprattutto nel segmento delle piccole e medie imprese.

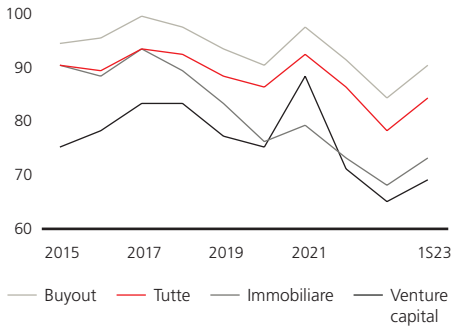
► Private equity

Buyout di società value e di medie dimensioni. Tra le società di medie dimensioni, da inizio anno (fino al secondo trimestre) i multipli d'ingresso per le acquisizioni in base al rapporto tra valore d'impresa e margine operativo lordo (EV/EBITDA) sono scesi a 10,3x, da 12,8x nei 12 mesi passati, e si sono portati al di sotto della media dal 2008 (11,4x). Le strategie basate su acquisizioni add-on si confermano un valido strumento per compensare le pressioni legate alla crescita e ai tassi d'interesse, dato il potenziale di molteplici occasioni di arbitraggio, sinergie di costi e ricavi e accelerazione

Figura 11

I mercati secondari offrono sconti insolitamente elevati

Prezzi in % del NAV delle strategie dei private markets



Fonte: Jefferies Global Secondary Market Review 1523, UBS, dati a novembre 2023

della crescita. Anche i volumi degli scorpori (carve-out) e delle dismissioni dovrebbero aumentare ulteriormente a fronte del rallentamento economico e della cessione di attività non «core» o in sottoperformance a prezzi potenzialmente convenienti.

Mercato secondario. Dato che molti investitori cercano ancora di generare liquidità, continuano a sembrarci appetibili i gestori del mercato secondario specializzati nell'acquisizione di quote di fondi esistenti o di società di portafoglio che generano o stanno

per generare flussi di cassa. Gli sconti sono ancora superiori alla media storica (16% rispetto al NAV a giugno), gli spread denaro/lettera si sono ridotti e le transazioni sono in aumento.

Crescita tematica. Per gli investitori che vogliono sfruttare i trend strutturali di lungo periodo legati a software, sanità, istruzione e soluzioni climatiche, i fondi di private equity a crescita tematica rappresentano un'opportunità d'ingresso grazie al calo dei prezzi.

► Private credit

Le strategie basate sui finanziamenti diretti dovrebbero essere una buona fonte di reddito nel prossimo decennio. I rapporti debito/liquidità si sono deteriorati e le insolvenze potrebbero aumentare, soprattutto dati gli effetti ritardati dei rialzi dei tassi d'interesse sull'economia. Ma anche se i default potrebbero generare perdite su crediti per i prestiti esistenti, i finanziatori privati possono stabilire termini più vantaggiosi sui nuovi prestiti e negoziare clausole di protezione più robuste, come covenant più rigidi, livelli medi inferiori e maggiori contributi di capitale azionario. Agli attuali livelli, i rendimenti dei prestiti privati sono vicini al 12,5% su base priva di leva e offrono un buon premio di rendimento ri-

spetto all'high yield e ai leveraged loan, che dovrebbe compensare le potenziali perdite su crediti. Consigliamo di puntare sui gestori esperti con politiche di sottoscrizione prudenti. Anche i gestori abili nelle ristrutturazioni aziendali o nell'assunzione di quote di proprietà possono risultare favoriti in questo contesto. Prima di investire è importante valutare i rischi associati ai private markets, tra cui l'illiquidità, i lunghi periodi di lock-up, la leva e l'eccessiva concentrazione.

► Asset reali

Siamo selettivi sul mercato immobiliare, con una preferenza per la qualità e la resilienza. I fondamentali dei segmenti industriali, logistica e condomini ci sembrano solidi e sono sostenuti da trend favorevoli come l'e-commerce e la demografia. Malgrado l'elevata incertezza, le attuali sfide nel mercato statunitense degli uffici dovrebbero creare opportunità d'investimento interessanti nel prossimo decennio. In presenza di un'ulteriore correzione, potrebbero sorgere occasioni di conversione e ristrutturazione.

Nell'area delle infrastrutture, lo sviluppo di nuovi asset e l'aggiornamento di quelli esistenti è essenziale per diversi trend strutturali, come digitalizzazione, decarbonizzazione e deglobalizzazione. I governi di tutto il mondo stanno cercando di promuovere l'espansione della capacità (in particolare nelle energie rinnovabili) e al tempo stesso di ottimizzare gli aspetti economici e la competitività dei progetti attuali e futuri.

Oltre a rappresentare un'opportunità tematica, i beni infrastrutturali hanno caratteristiche uniche (elevate barriere all'ingresso, inelasticità della domanda e flussi di cassa stabili indicizzati all'inflazione) che possono rappresentare una fonte strategica di apprezzamento del capitale e generazione di reddito nei portafogli multi-asset.

Ripristinare l'equilibrio l'anno che verrà e il prossimo decennio

Un mondo nuovo porterà con sé complessità e volatilità, ma anche opportunità di crescita del patrimonio. Per affrontare con successo il mondo nuovo che ci aspetta, gli investitori possono pianificare le loro finanze in base all'approccio Liquidità. Longevità. Lascito.*, ripristinare l'equilibrio con un portafoglio multi-asset diversificato su scala globale e mantenere la disciplina con un certo grado di flessibilità, integrando il portafoglio a lungo termine con idee d'investimento tattiche.

Liquidità. Longevità. Lascito.

L'approccio Liquidità. Longevità. Lascito. è stato concepito per aiutare gli investitori a esplorare e perseguire i loro obiettivi finanziari in diversi orizzonti temporali e prevede la suddivisione del patrimonio in tre strategie.

Liquidità.

Questa strategia mira ad accantonare risorse liquide sufficienti per finanziare le esigenze di spesa a breve termine ed in genere è investita in liquidità e strumenti

equivalenti. In previsione di un calo dei tassi d'interesse l'anno prossimo e in quelli successivi, consigliamo di detenere in questa strategia solo il capitale necessario per fare fronte alle spese previste a 2–5 anni e di agire oggi per ottimizzare i rendimenti mediante certificati di deposito, scale di obbligazioni e soluzioni strutturate.

Longevità.

Questa strategia investe in asset in grado di generare redditi durante la vita dell'investitore. In un mondo nuovo e più incerto ci

* Gli orizzonti temporali possono variare. Le strategie sono soggette agli obiettivi personali e finanziari e all'adeguatezza dei singoli clienti. Questo approccio non garantisce in alcun modo che vengano raggiunti determinati risultati patrimoniali o finanziari.

sembra opportuno impiegare le risorse di questa strategia in un portafoglio globale ampiamente diversificato, bilanciando le esigenze di rendimento con la gestione del rischio, e integrarlo con alcune delle idee tattiche presentate in questo *Year Ahead*.

Lascito.

Questa strategia vuole soddisfare esigenze che vanno oltre la vita dell'investitore e potenzialmente massimizzare il valore degli strumenti a scopi di eredità o filantropia. Molte delle idee presentate nella sezione «Il prossimo decennio» possono essere idonee per questa strategia, come ad esempio le aziende favorite dalle tendenze dirompenti e i private markets. Anche gli investimenti a impatto, gli investimenti sostenibili e la filantropia possono essere adatti per le strategie Lascito.

Per mettere in pratica il nostro approccio bisogna innanzitutto calcolare la quota di patrimonio necessaria per finanziare le esigenze di spesa a 2–5 anni; il fabbisogno di spesa a 5 anni e oltre; e quanto si desidera lasciare oltre la propria vita.

Assegnando poi questi importi alle strategie d'investimento Liquidità. Longevità. Lascito. con il supporto di un consulente, gli investitori possono capire meglio le finalità dei propri investimenti, aumentando le probabilità di raggiungere gli obiettivi stabiliti. La strategia Liquidità può apportare agli investitori sicurezza e tranquillità nelle fasi di volatilità dei mercati e un processo disciplinato di prelievi e versamenti durante i mercati orso può generare una notevole sovraperformance nel tempo.

L'approccio Liquidità. Longevità. Lascito.



Fonte: UBS

Le strategie sono soggette agli obiettivi personali e finanziari e all'adeguatezza dei singoli clienti.

Ripristinare l'equilibrio

Crediamo che detenere una posizione «core» in un portafoglio bilanciato sia il modo più efficace per gli investitori per proteggere e far crescere il capitale nel tempo. Il concetto di portafoglio bilanciato si basa sul principio della diversificazione, che significa ripartire gli investimenti tra asset diversi per generare rendimenti e gestire i rischi.

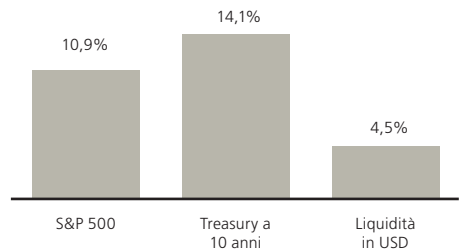
La diversificazione è spesso intesa come sinonimo di riduzione del rischio, ed è vero: una ripartizione degli investimenti ad ampio raggio può permettere agli investitori di ottenere ritorni equivalenti a fronte di un rischio più basso di quello assunto effettuando singoli investimenti.

Ma è importante ricordare che diversificazione non significa solo evitare un'esposizione eccessiva ai titoli sbagliati, ma anche non lasciarsi sfuggire i titoli giusti. Ad esempio, sappiamo che è difficile selezionare i titoli destinati a sovraperformare: secondo uno studio di Hendrik Bessembinder, professore dell'Arizona State University, tra il 1926 e il 2019 metà della ricchezza creata sul mercato azionario statunitense è stata generata da appena lo 0,3% delle aziende. La diversificazione è l'unico strumento che hanno a disposizione gli investitori per assicurarsi di non lasciarsi sfuggire quei pochi titoli in sovraperformance, un aspetto particolarmente importante in un'epoca di cambiamento.

Figura 12

Previsione di rendimenti positivi per tutte le asset class

Rendimento totale atteso a dicembre 2024 per ogni asset class



Fonte: UBS, dati a novembre 2023

Per iniziare bisogna definire un piano finanziario chiaro, calcolare i tassi di rendimento minimi necessari e conoscere la propria tolleranza alla volatilità e al rischio. I portafogli bilanciati possono essere costruiti in modo da soddisfare livelli di tolleranza al rischio e obiettivi di rendimento diversi tra loro e crediamo anche che gli obiettivi di sostenibilità possano generare rendimenti finanziari corretti per il rischio simili a quelli dei portafogli tradizionali mediante un portafoglio bilanciato sostenibile.

Non c'è mai un momento sbagliato per investire in un portafoglio bilanciato ma, alla luce delle prospettive positive dei mercati azionari e obbligazionari complessivi e degli strumenti alternativi l'anno prossimo, nonché del potenziale di diversificazione reciproca tra azioni e obbligazioni nei nostri scenari di rischio principali, potrebbe essere il momento giusto per ripristinare l'equilibrio.



Il 2023 in rassegna

Crescita

Avevamo previsto una decelerazione economica nel 2023. La crescita è rallentata, ma meno di quanto pensavamo. Le economie avanzate dovrebbero registrare un'espansione dell'1,7% nel 2023, rispetto alla nostra stima dello 0,4% (e al 2,4% del 2022), e quelle emergenti del 4,3%, rispetto alla nostra stima del 3,5% (e al 4,1% del 2022).

Inflazione

Ci aspettavamo un calo dell'inflazione nel 2023, che si è verificato, ma in misura inferiore alle nostre attese. L'inflazione dei prezzi al consumo negli Stati Uniti dovrebbe chiudere l'anno al 3,7%, rispetto alle nostre attese del 3,6%.

Tassi d'interesse

Pensavamo che le banche centrali avrebbero iniziato a tagliare i tassi d'interesse entro la fine del 2023. La fine del ciclo restrittivo è ormai arrivata o è molto vicina, ma finora la tensione del mercato del lavoro ha impedito di allentare la politica monetaria. Ora ci aspettiamo che i primi tagli dei tassi vengano effettuati a fine primavera o inizio estate 2024.

Obbligazioni

La crescita economica e i mercati del lavoro più resilienti del previsto hanno permesso ai rendimenti obbligazionari di continuare a salire, contrariamente alle nostre attese. Avevamo pronosticato un calo dei rendi-

menti dei Treasury a 10 anni dal 3,9% nel 2022 al 3% nel 2023. Nel momento in cui scriviamo si attestano al 4,6%.

Azioni

All'inizio del 2023 avevamo una posizione neutrale sull'azionario. L'inatteso rally trainato da pochi titoli dell'intelligenza artificiale ha sostenuto gli indici azionari più ampi nel corso dell'anno. Nel momento in cui scriviamo, l'S&P 500 ha guadagnato il 10,5%, lo Stoxx 600 il 3,3% e l'MSCI Emerging Markets l'1,8% negli ultimi 12 mesi.

Valute

Il dollaro si appresta a chiudere il 2023 su livelli leggermente più bassi rispetto a inizio anno contro euro, sterlina e franco svizzero. Su base annuale si è mosso in linea con le nostre attese, ma si è indebolito meno del previsto. Non ci aspettavamo una debolezza prolungata dello yen, dovuta alla politica monetaria ancora accomodante della Bank of Japan.

Materie prime

L'oro ha battuto le nostre stime, in quanto gli investitori hanno cercato protezione contro i rischi geopolitici nonostante gli elevati tassi d'interesse. Le quotazioni petrolifere sono state invece inferiori alle nostre attese, anche se gli interventi dell'OPEC+ per ridurre l'offerta hanno spinto i prezzi appena sotto la soglia di 100 dollari il barile nel terzo trimestre.

Previsioni per le asset class

Valute

	Spot	Giu 24	Dic 24	PPA
EURUSD	1.07	1.10	1.12	1.29
GBPUSD	1.23	1.25	1.27	1.59
USDCHF	0.90	0.88	0.87	0.78
USDCAD	1.38	1.34	1.32	1.21
AUDUSD	0.64	0.69	0.72	0.69
EURCHF	0.96	0.97	0.97	1.00
NZDUSD	0.59	0.61	0.62	0.61
USDJPY	152	143	140	84
USDCNY	7.29	7.20	7.00	4.45

Fonte: UBS, dati al 13 novembre 2023

Materie prime

	Spot	Giu 24	Dic 24
Greggio Brent (USD/bbl)	83	95	95
Greggio WTI (USD/bbl)	78	91	91
Oro (USD/oz)	1950	1950	2150

Fonte: UBS, dati al 13 novembre 2023

Tassi e titoli di Stato

	Rendimenti a 2 anni (%)			Rendimenti a 10 anni (%)		
	Spot	Giu 24	Dic 24	Spot	Giu 24	Dic 24
USD	5,03	3,75	3,25	4,64	3,75	3,50
EUR	3,08	2,50	2,00	2,71	2,25	2,25
GBP	4,64	4,00	3,50	4,31	3,75	3,50
CHF	1,31	0,75	0,70	1,09	0,90	0,90
JPY	0,10	0,20	0,25	0,87	1,00	0,80

Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 13 novembre 2023

Previsioni economiche

	Crescita del PIL (%)				Inflazione (media, %)			
	2023S	2024S	2025S	2026S	2023S	2024S	2025S	2026S
Americhe								
Stati Uniti	2,4	1,1	1,7	1,8	4,2	2,7	2,0	2,3
Canada	1,1	0,2	1,3	2,1	3,9	2,5	2,1	2,0
Europa								
Eurozona	0,5	0,6	1,2	1,1	5,5	2,4	2,1	2,0
Regno Unito	0,6	0,6	1,5	1,3	7,4	2,6	2,1	2,0
Svizzera	0,7	1,2	1,5	1,6	2,2	1,8	1,7	1,4
Asia								
Cina	5,2	4,4	4,6	4,2	0,4	1,2	1,6	1,8
Giappone	1,9	0,7	1,0	0,8	3,3	2,3	1,5	1,6
India	6,3	6,2	6,2	6,5	5,5	4,8	4,5	4,5
Australia	1,9	1,6	2,2	2,1	5,7	3,6	3,0	2,9
Mercati sviluppati	1,7	1,1	1,6	1,6	4,6	2,5	2,0	2,0
Mercati emergenti	4,3	3,9	4,3	4,2	7,6	8,7	5,1	4,1
Mondo*	3,1	2,6	3,1	3,0	6,3	6,0	3,8	3,2

S = Stima

* Venezuela escluso per l'inflazione

Fonte: UBS, dati al 13 novembre 2023

Nota editoriale

Year Ahead 2024 – UBS House View

Questo rapporto è stato redatto da UBS SA, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch e UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.. Si vedano le note legali riportate alla fine di questo documento.

Questo rapporto rispecchia le opinioni e i punti di vista dell'intero team del CIO in tutto il mondo e dimostra la leadership intellettuale di UBS.

Global Chief Investment Officer

Mark Haefele

Editor in Chief

Kiran Ganesh

Supervisory analyst

Abe De Ramos

Project manager

Sagar Khandelwal

Chiusura redazionale

15 novembre 2023

Data di pubblicazione

16 novembre 2023

Design

CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Immagine di copertina

Fotografia di Lisa Therese on Unsplash

Lingue

Italiano, inglese, tedesco, francese, spagnolo, portoghese, cinese (semplificato e tradizionale), giapponese

Contatti

ubs.com/cio

SAP-Nr. 822511-2301

Avvertenze sulle dichiarazioni previsionali

Il presente documento contiene affermazioni che costituiscono «dichiarazioni previsionali», comprese, a solo titolo di esempio, le affermazioni relative alla situazione attuale e prevista del mercato dei valori mobiliari e alle ipotesi di mercato. Benché tali dichiarazioni previsionali rispecchino le nostre valutazioni e aspettative future in merito agli argomenti trattati nel presente documento, gli sviluppi e i risultati effettivi potrebbero differire considerevolmente dalle nostre attese a causa di una serie di rischi, incertezze, variazioni del mercato e altri fattori importanti. Tali fattori comprendono, a solo titolo di esempio, (1) la portata e la natura degli sviluppi futuri sul mercato statunitense e in altri segmenti di mercato; (2) altri sviluppi macroeconomici e di mercato, comprese le variazioni dei mercati dei valori mobiliari locali e internazionali, dei differenziali di credito, dei tassi di cambio e dei tassi d'interesse, che siano o meno direttamente o indirettamente derivanti da una crisi di mercato in corso; (3) l'impatto di tali sviluppi su altri mercati e classi di attivi. UBS non è tenuta ad aggiornare o modificare le proprie dichiarazioni previsionali a seguito di nuove informazioni, eventi futuri o altri fattori e declina espressamente qualsivoglia obbligo in tal senso.

Investimenti nei mercati emergenti

Gli investitori devono essere consapevoli che gli strumenti dei mercati emergenti sono soggetti, tra le altre cose, a potenziali rischi collegati alla volatilità dei cambi, a variazioni improvvise del costo del capitale e delle prospettive della crescita economica, nonché a rischi normativi e sociopolitici, rischi di tasso d'interesse e un rischio di credito più alto. Alcuni strumenti possono essere altamente illiquidi e le condizioni di liquidità possono deteriorarsi all'improvviso. In generale, CIO GWM raccomanda solo i titoli che ritiene siano stati registrati ai sensi delle norme di registrazione federali degli Stati Uniti (Section 12 del Securities Exchange Act del 1934) e delle norme di registrazione dei singoli Stati (note come «leggi Blue Sky»). Gli investitori potenziali devono essere consapevoli che, nella misura ammessa dalle leggi degli Stati Uniti, CIO GWM può occasionalmente raccomandare obbligazioni che non sono registrate ai sensi delle leggi sui titoli federali o statali degli Stati Uniti. Queste obbligazioni possono essere emesse in giurisdizioni in cui le informative che gli emittenti sono tenuti a fornire non hanno la stessa frequenza né la stessa completezza di quelle previste dalle leggi degli Stati Uniti.

Agli investitori interessati a detenere obbligazioni per un periodo più lungo consigliamo di selezionare i titoli di emittenti sovrani con il massimo rating di credito (nella fascia investment grade). Questo approccio dovrebbe ridurre il rischio che un investitore finisca per detenere obbligazioni sulle quali l'ente sovrano è insolvente. Le obbligazioni con rating di credito inferiore alla fascia investment grade sono raccomandate solo per i clienti che hanno una tolleranza al rischio più elevata e che sono interessati a detenere obbligazioni con rendimenti superiori soltanto per brevi periodi.

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 imprevisi 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 Credit Suisse AG, le sue filiali, succursali e affiliate. Alla fine di questa sezione sono riportate ulteriori clausole di esclusione di responsabilità relative al settore Wealth Management di Credit Suisse.

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 rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta 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 (ii) 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 dichiariate 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 improvvisi 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. 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 o chiedere al vostro consulente finanziario le relative informazioni sui rischi.

Clausole di esclusione di responsabilità relative al settore Wealth Management di Credit Suisse.

Riceve questo documento in qualità di cliente del settore Wealth Management di Credit Suisse. 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 sui nostri prodotti e servizi, UBS Group AG e le sue filiali possono trattare i suoi dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e indirizzo e-mail) fino a quando non ci comunicherà che non desidera più riceverlo. 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 Credit Suisse AG, una società autorizzata e regolamentata dall'Autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Credit Suisse AG è una società del Gruppo UBS.

Versione D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.

