

UBS House View

Monthly Letter | 17 ottobre 2024 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Nessun atterraggio?

Gli ultimi dati indicano che l'economia statunitense potrebbe anche non atterrare, in uno scenario di inflazione vicina al target della Fed e crescita pari o superiore al tendenziale.

Elezioni sul filo di lana

A meno di tre settimane dalle presidenziali statunitensi, il risultato resta avvolto nell'incertezza. Raccomandiamo di rimanere investiti e di coprire i rischi specifici legati alle elezioni.

Misure di stimolo cinesi

La Cina ha annunciato un piano di stimoli fiscali, ma l'entità del pacchetto non è ancora nota. Per interrompere il ciclo debito-deflazione sarà necessario un impegno più esplicito del governo nei confronti di un programma di stimolo pluriennale.

Asset allocation

Questo mese portiamo le azioni statunitensi e globali (MSCI ACWI) a interessanti, da neutrali. Abbiamo un giudizio di interessante sull'oro e di poco interessante sul dollaro.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

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



Le nostre previsioni in diretta, con Q&A

Il prossimo livestream mensile globale del CIO sarà il 22 ottobre. [Partecipi o guarda la registrazione.](#)

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

Orbita geostazionaria?

Nel 2022 la Federal Reserve (Fed) ha dato inizio a quella che è passata alla storia come la serie di rialzi dei tassi più veloce dagli anni '80, nell'intento di frenare un'economia statunitense caratterizzata da una forte crescita e da un'inflazione ai livelli più alti da 40 anni.

Avevo paragonato la situazione al rientro di una nave spaziale dall'orbita, con due possibili scenari. L'ipotesi più favorevole era quella di un «atterraggio morbido», con una rapida discesa dell'inflazione a fronte di un moderato calo della crescita sotto il tendenziale. Nel peggiore dei casi, quello di un «atterraggio duro», l'inflazione si sarebbe mantenuta su livelli sostenuti, mentre la crescita avrebbe registrato un brusco rallentamento, con il rischio di cadere in recessione.

Da allora, gli investitori hanno continuato a chiedersi se la Fed sarebbe riuscita a orchestrare un atterraggio morbido o avrebbe finito per spingere l'economia in recessione. Ma gli ultimi dati sembrano tracciare una terza via: l'economia statunitense potrebbe anche non atterrare e assestarsi su uno scenario di inflazione vicina al target della Fed e crescita pari o superiore al tendenziale.

In questa Monthly Letter esaminiamo gli ultimi dati statunitensi sull'inflazione, gli sviluppi del mercato del lavoro e le recenti revisioni della crescita del prodotto interno lordo (PIL), e analizziamo le relative implicazioni. La conclusione è che il miglioramento delle prospettive macroeconomiche corrobora il nostro ottimismo nei confronti dei mercati azionari. In vista delle imminenti elezioni presidenziali negli Stati Uniti, vediamo quali sono i rischi per questo scenario. Infine, volgiamo lo sguardo alla Cina, che si prepara ad attuare misure di stimolo su vasta scala per affrontare varie sfide.

Alla luce di queste prospettive più positive, abbiamo portato le azioni statunitensi da neutrali a interessanti e abbiamo alzato il nostro target per l'S&P 500 a 6300 punti a fine giugno 2025, oltre a formulare una previsione di 6600 per dicembre 2025. Portiamo anche le azioni globali (MSCI All Country World Index)



La tenuta dei dati sul mercato del lavoro e le revisioni al rialzo della crescita del PIL tracciano uno scenario «nessun atterraggio».

da neutrali a interessanti. Nel reddito fisso, manteniamo un giudizio di interessanti sulle obbligazioni investment grade. Inoltre, abbiamo un giudizio di interessante sull'oro e di poco interessante sul dollaro.

Economia statunitense: nessun atterraggio?

A che punto è l'economia americana?

Gli ultimi dati macroeconomici pubblicati negli Stati Uniti sembrano indicare che l'economia americana si sta avvicinando a uno scenario di crescita favorevole («nessun atterraggio»).

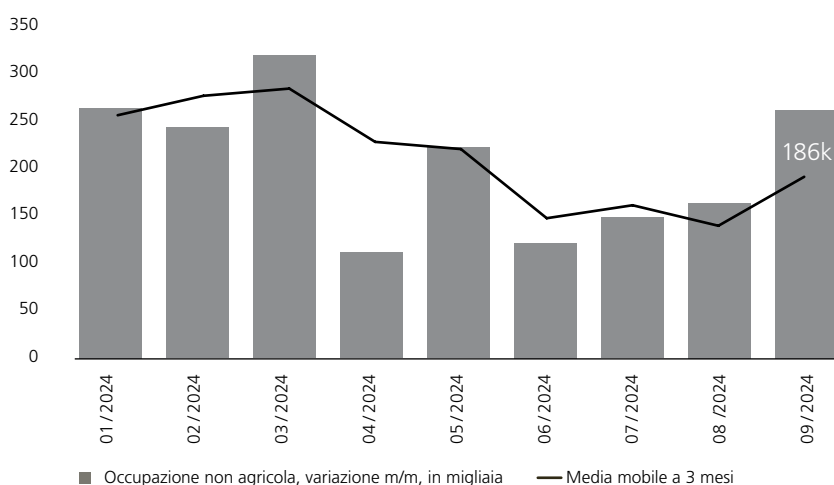
Primo, il mercato del lavoro appare più resiliente del previsto. A settembre l'occupazione nel settore non agricolo è aumentata di 254 mila unità, superando ampiamente le attese di +150 mila, mentre gli impieghi creati nei due mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo di 72 mila unità. La crescita media dell'occupazione a tre mesi è quindi salita a 186 mila, un livello sufficiente ad assorbire la maggiore disponibilità di lavoratori. Inoltre, le offerte di impiego rilevate dall'indice JOLTS sono aumentate ad agosto, a conferma che la domanda di lavoratori rimane robusta.

Secondo, l'economia appare più forte del previsto. In base alle recenti revisioni annuali della contabilità nazionale degli ultimi cinque anni da parte del Bureau of Economic Analysis, la crescita media del PIL dal 2019 si attesta al 2,5% l'anno. L'espansione del reddito è stata rivista sensibilmente al rialzo e la spesa delle famiglie è aumentata in linea con il reddito (in entrambi i casi intorno al 3,0% in termini reali). Il tasso di risparmio del 4,8% è leggermente inferiore alla media decennale pre-pandemia (6,2%), ma appare sostenibile, alla luce dei robusti bilanci delle famiglie. A quota 4,05%, il tasso di disoccupazione si mantiene al di sotto della proiezione a lungo termine della Fed, pari al 4,20%.

Figura 1

La crescita media dell'occupazione negli ultimi mesi è sufficiente ad assorbire la maggiore disponibilità di lavoratori

Occupazione non agricola, variazione m/m, in migliaia, media mobile a 3 mesi



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a ottobre 2024

Il tasso di crescita tendenziale a medio termine degli Stati Uniti potrebbe attestarsi al di sopra della proiezione a lungo termine della Fed dell'1,8%.

Continuiamo ad aspettarci ulteriori tagli dei tassi per un totale di 50 pb nel 2024 e una riduzione di altri 100 pb complessivi nel 2025.

Terzo, i dati mensili sull'inflazione statunitense rimangono soggetti a distorsioni. A settembre l'indice dei prezzi al consumo (IPC) «core» è salito dello 0,3% per il secondo mese consecutivo, sospinto dall'inflazione dei servizi al netto degli alloggi. Ma negli Stati Uniti è ancora in atto una generale tendenza disinflazionistica. In base alla rilevazione più recente, l'indice dei prezzi della spesa per consumi personali (PCE), l'indicatore dell'inflazione preferito dalla Fed, ha mostrato un rallentamento su base annuale ai minimi da febbraio 2021.

Nel complesso, questi dati sembrano suggerire che l'espansione economica rimane sostenibile, con un rischio ridotto di recessione a breve termine. Inoltre, il tasso di crescita tendenziale a medio termine sembra mantenersi ampiamente al di sopra della proiezione a lungo termine della Fed dell'1,8%, uno dei possibili motivi per cui l'inflazione si è riportata in prossimità del tasso target della banca centrale anche in presenza di una crescita ancora robusta.

Quali sono le conseguenze per la Federal Reserve?

Continuiamo ad aspettarci ulteriori tagli dei tassi per un totale di 50 punti base (pb) nel 2024 e una riduzione di altri 100 pb complessivi nel 2025.

Il recente rapporto sul mercato del lavoro è stato più robusto del previsto, ma a nostro avviso un solo dato positivo sull'occupazione non basterà a convincere la Fed ad astenersi dall'intervenire alle prossime due riunioni. La preoccupazione per il mercato del lavoro è uno dei motivi che hanno spinto la banca centrale ad avviare l'allentamento monetario con un intervento da 50 pb. Pertanto, anche se gli ultimi dati sono stati rassicuranti, la Fed vorrà continuare ad abbassare il costo del denaro, sebbene a un ritmo più lento. Allo stesso modo, il rafforzamento dei dati sull'inflazione a settembre fa aumentare il rischio che l'istituto decida di non tagliare i tassi a entrambe le ultime due riunioni di quest'anno se i dati dovessero mantenersi robusti, ma non ci aspettiamo che arrivi a fare una pausa prolungata, a meno che si verificino ulteriori sviluppi negativi e persistenti sul fronte dell'inflazione.

Inoltre, il tasso sui Fed fund (attualmente pari al 4,75%) si mantiene ampiamente al di sopra della stima del tasso neutrale della banca centrale (2,9%), il che significa che i funzionari dell'istituto giudicano ancora restrittiva l'attuale politica monetaria. E, sebbene gli ultimi dati siano incoraggianti, non sono abbastanza robusti da suggerire che una politica attivamente restrittiva sia appropriata.

Guardando oltre l'anno in corso, la traiettoria dei tassi dipenderà dall'andamento dell'economia e dalla capacità della Fed di tollerare un indice PCE «core» sopra il 2%. A nostro avviso l'inflazione scenderà abbastanza da permettere alla banca centrale di assumere un orientamento più neutrale, senza però affrettarsi a tagliare i tassi. Continuiamo a prevedere riduzioni per altri 100 pb complessivi nel 2025, che porterebbero il tasso sui Fed fund al 3,25–3,50%, in linea con la nostra stima del tasso neutrale.

Uno scenario «nessun atterraggio» sarebbe positivo per le azioni statunitensi e globali.

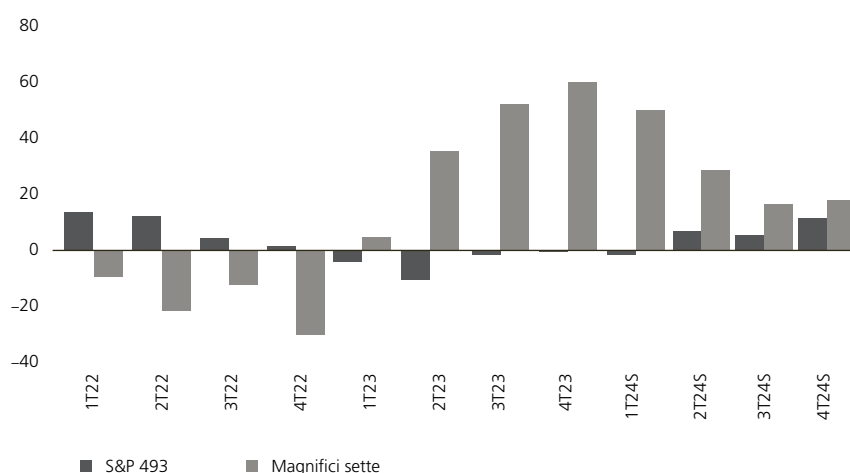
Quali sono le conseguenze per gli investitori?

Uno scenario «nessun atterraggio» sarebbe positivo per le azioni statunitensi e globali. A fronte della maggiore tenuta dell'economia, è diminuito il rischio che la Fed abbia tenuto i tassi troppo alti per un periodo troppo lungo. Ovviamente esiste il rischio che l'inflazione torni ad accelerare ma, dato che il tasso di crescita tendenziale a lungo termine potrebbe attestarsi su un livello più alto rispetto alle precedenti attese, i rischi d'inflazione potrebbero a loro volta essere più bassi del previsto.

Figura 2

La crescita degli utili rimane solida nel settore tecnologico e non solo

Crescita degli utili dei Magnifici sette e del resto dell'S&P 500, a/a, in %, incl. stime di consenso per il 2024



Fonte: Bloomberg, FactSet, dati a ottobre 2024

Inoltre, gli utili delle aziende americane si confermano solidi (ci aspettiamo una crescita degli utili per azione dell'S&P 500 dell'11% nel 2024 e dell'8% nel 2025) e sono favoriti dal miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Negli Stati Uniti puntiamo in particolare su tecnologia, finanza e utility, nonché sui titoli esposti alla rilocalizzazione e alle infrastrutture. Il nostro obiettivo per l'S&P 500 è di 6600 punti a fine 2025, con un rendimento totale del 13–14% rispetto agli attuali livelli.

A meno di tre settimane dalle presidenziali statunitensi, il risultato resta avvolto nell'incertezza.

Elezioni statunitensi: aumento della volatilità, ma i fondamentali azionari rimarranno positivi

A meno di tre settimane dalle presidenziali statunitensi, il risultato resta avvolto nell'incertezza. Nessuno dei due partiti può contare su un netto vantaggio nei principali stati in bilico che decideranno l'esito del voto.

Come possono prepararsi oggi gli investitori?

La nostra prima conclusione, nonché la più importante, è che la gestione degli investimenti deve essere svincolata dalle considerazioni politiche. Consigliamo di non apportare modifiche drastiche ai portafogli in base alle previsioni circa il risultato elettorale e di guardare alle elezioni nel quadro degli altri fattori fondamentali che a nostro avviso avranno un impatto maggiore sulla direzione dell'S&P 500.

Un piano di gestione del portafoglio adeguatamente strutturato dovrebbe permettere di resistere alla volatilità di mercato legata a un'elezione sul filo di lana.

Un Congresso diviso ostacolerebbe l'implementazione delle proposte presentate in campagna elettorale.

Le elezioni si terranno nel contesto dei tagli dei tassi della Fed, del vigore dell'economia statunitense e delle tendenze favorevoli a lungo termine, come l'intelligenza artificiale (IA). Un piano di gestione del portafoglio adeguatamente strutturato dovrebbe permettere di resistere alla volatilità di mercato legata a un'elezione sul filo di lana e a nostro avviso la decisione di ridurre l'esposizione azionaria a seguito di un risultato elettorale «deludente» si dimostrerebbe probabilmente controproducente a lungo termine.

La nostra seconda conclusione è che, malgrado le notevoli differenze tra le piattaforme programmatiche dei due candidati, non bisogna dare per scontato che una singola politica abbia un determinato impatto sul mercato azionario in base a una reazione istintiva o a considerazioni semplicistiche. Le potenziali conseguenze per i mercati azionari devono essere analizzate nel contesto dei programmi che potrebbero effettivamente essere implementati e della potenziale sequenza delle politiche attuate.

Ad esempio, la reazione immediata del mercato in caso di vittoria di Trump potrebbe essere positiva, perché farebbe venire meno il rischio di aumenti delle tasse o di un inasprimento normativo. Tuttavia, i mercati passerebbero presto a scontare i potenziali rischi legati ai dazi e al deficit di bilancio, ponendo fine a un eventuale rally.

Una riduzione delle imposte societarie sarebbe possibile soltanto in caso di vittoria del Partito repubblicano a entrambe le Camere del Congresso (probabilità del 35%) e sarebbe comunque difficile da implementare se i repubblicani avessero soltanto una maggioranza risicata e se gli esponenti più conservatori sul piano del bilancio non volessero farsi carico dell'impatto stimato sul debito pubblico di 15 mila miliardi di dollari se venissero realizzate tutte le proposte di Trump. Inoltre, anche se i tagli alle imposte societarie venissero approvati, potrebbero essere applicati soltanto dopo l'introduzione dei dazi alle importazioni, che avrebbero ulteriori ripercussioni negative sull'economia e sui mercati azionari.

Figura 3

Le azioni statunitensi tendono a salire appena prima delle elezioni americane e dopo Performance dell'S&P 500 appena prima delle presidenziali statunitensi e subito dopo, sulla base dei giorni di negoziazione dal 1928 (anni elettorali)



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a ottobre 2024

Potrebbero riaffiorare i timori legati al debito, con un impatto negativo sui costi di finanziamento a lungo termine.

Anche il deficit potrebbe destare preoccupazione. Calcoliamo che la proroga dei tagli alle imposte sul reddito delle persone fisiche costerebbe 3–4 mila miliardi di dollari, mentre i livelli del deficit di bilancio e del debito pubblico degli Stati Uniti si sono già deteriorati rispetto al 2016. Queste politiche potrebbero far salire i costi di finanziamento a lungo termine, alimentando i timori circa il potenziale impatto di un aumento dei rendimenti dei Treasury sui mercati azionari.

Allo stesso modo, la reazione iniziale dei mercati in caso di vittoria di Kamala Harris potrebbe mostrare preoccupazione per via di alcune considerazioni fiscali, antitrust e normative legate al suo programma di governo, ma probabilmente molte proposte non vedrebbero mai la luce. Le probabilità che il Partito democratico vinca la corsa alla Casa Bianca e ottenga il controllo di entrambe le Camere ci sembrano remote (5%) e quindi Harris si dedicherebbe soprattutto a rendere permanenti i tagli alle imposte sul reddito dei cittadini che guadagnano meno di 400 mila dollari l'anno.

La possibilità che una vittoria dei democratici sia negativa per i mercati azionari a causa degli aumenti delle tasse è quindi controbilanciata dalle probabilità di paralisi politica.

Esiste la possibilità di dover aspettare diverse settimane dopo il voto del 5 novembre per conoscere il risultato elettorale definitivo.

Infine, esiste la possibilità di dover aspettare diverse settimane dopo il voto del 5 novembre per conoscere il risultato elettorale definitivo. Se le schede dovessero essere ricontate e venissero avviati contenziosi legali, il vincitore potrebbe non essere proclamato fino all'11 dicembre, data entro la quale gli stati devono dichiarare i voti del rispettivo collegio elettorale. E anche questa scadenza potrebbe essere superata in caso di risultato ancora incerto o contestato. Ad esempio, se nessun candidato ottenesse 270 voti dei collegi elettorali, le elezioni presidenziali passerebbero alla Camera dei Rappresentanti, dove la delegazione di ogni stato ha diritto a un solo voto. Chi decide di rinviare le decisioni d'investimento in vista del risultato elettorale deve quindi tenere conto degli eventuali rischi e costi di un'attesa potenzialmente lunga.

Raccomandiamo di rimanere investiti e di coprire i rischi, se si è particolarmente preoccupati per l'esito elettorale. Ad esempio, un investitore che vuole proteggere il portafoglio dalle oscillazioni di valore a breve termine può attuare una strategia di conservazione del capitale che blocca i guadagni ottenuti finora o limita l'entità delle potenziali perdite. I titoli strutturati rappresentano un'altra possibilità per conservare i guadagni esistenti rinunciando al potenziale di crescita futura per un certo periodo.

Scenario elettorale	Probabilità
Onda blu – Harris e Congresso compatto a maggioranza democratica	5%
Harris e Congresso diviso – Senato ai repubblicani e Camera ai democratici	45%
Onda rossa – Trump e Congresso compatto a maggioranza repubblicana	35%
Trump e Congresso diviso – Senato ai repubblicani e Camera ai democratici	15%

La Cina, seconda economia mondiale, va incontro a importanti sfide economiche di lungo periodo.

Cina a un crocevia

A che punto è l'economia cinese?

La Cina, seconda economia mondiale, va incontro a importanti sfide economiche di lungo periodo a causa delle tendenze demografiche, dell'elevato debito pubblico e della forte dipendenza dagli investimenti come motore della crescita. Con l'invecchiamento della popolazione e la riduzione della forza lavoro, il modello tradizionale di veloce industrializzazione e urbanizzazione sta diventando meno sostenibile. Gli alti livelli d'indebitamento delle aziende e degli enti locali mettono in pericolo la stabilità finanziaria. E il settore immobiliare, uno dei principali motori degli investimenti e della crescita, è ancora intrappolato nella spirale negativa iniziata nel 2021.

Vediamo due potenziali scenari futuri. Il primo ricalca l'esperienza giapponese degli anni '90, quando il boom economico lasciò il posto a un lungo periodo di stagnazione. Le similitudini sono notevoli: entrambi i Paesi hanno registrato una rapida crescita trainata dalle esportazioni e dagli investimenti e accompagnata da bolle speculative e alti livelli di debito. Il successivo «decennio perduto» del Giappone è stato caratterizzato da deflazione e bassa crescita, con misure governative insufficienti a interrompere questo circolo vizioso.

La Cina potrebbe usare gli stimoli fiscali per gestire il rischio di «giapponesizzazione».

Il secondo vede le autorità cinesi implementare misure di stimolo per evitare di seguire le orme del Giappone. La leadership cinese, consapevole del rischio di giapponesizzazione, si è già impegnata a effettuare la «spesa pubblica necessaria» per raggiungere l'obiettivo di crescita economica del Paese. La People's Bank of China (PBoC) ha annunciato stimoli monetari maggiori del previsto, tra cui un taglio dei tassi d'interesse e dei coefficienti di riserva obbligatoria delle banche e l'allentamento delle norme sui mutui. Sono state rese note anche misure di stimolo fiscale. Ma è inevitabile chiedersi se questi interventi basteranno.

Figura 4

Per una ripresa sostenuta dei mercati è necessario l'impegno a varare ulteriori stimoli
MSCI China, trend storico da fine 2020



Fonte: Bloomberg, UBS, dati a ottobre 2024

Finora non sono stati comunicati dati precisi circa l'entità dei piani di stimolo annunciati.

Sarà necessario un impegno più esplicito del governo nei confronti di un programma di stimolo pluriennale.

Cosa dobbiamo aspettarci dalla politica fiscale cinese?

Il 12 ottobre il ministero delle Finanze (Mdf) ha annunciato una serie di programmi mirati a sostenere gli enti locali indebitati, ricapitalizzare le grandi banche statali e stabilizzare il mercato immobiliare. Sebbene non siano stati comunicati dati precisi circa l'entità degli stimoli fiscali, la notizia ha rafforzato il tono della nuova politica accomodante del governo cinese.

- Sono state annunciate nuove emissioni di obbligazioni degli enti locali per altri 400 miliardi di yuan, sfruttando il margine previsto dall'attuale tetto del debito per migliorare la capacità fiscale.
- Saranno consentite emissioni speciali per finanziare l'acquisto di terreni e la riqualificazione di progetti esistenti e per rilevare immobili «costruiti ma invenduti» da destinare ad alloggi sociali.
- Il ministro delle Finanze, Lan Fo'an, ha indicato che i limiti agli swap sul debito degli enti locali potrebbero essere alzati in misura «relativamente elevata» mediante un intervento di carattere straordinario e di entità superiore a quelli attuati negli anni precedenti.
- Il ministro delle Finanze ha dichiarato anche che la Cina potrebbe aumentare il tetto del deficit e del debito e ha confermato che il governo sta valutando l'adozione di ulteriori misure anticicliche di nuova concezione.
- Verranno inoltre emessi titoli di Stato speciali per aiutare sei grandi banche a partecipazione statale a ricostruire il proprio capitale CET 1.

Ogni iniziativa mirata ad accelerare l'impiego dei fondi inutilizzati è positiva. La riduzione dell'onere del debito consentirà agli enti locali di continuare a erogare servizi al pubblico, fornendo così un sostegno indiretto ai consumi. Il riacquisto di immobili invenduti dovrebbe accelerare il recupero del mercato immobiliare, ma occorrono maggiori informazioni sugli aspetti pratici. Analogamente, gli accenni a un'ulteriore ristrutturazione su vasta scala del debito nascosto degli enti locali dovranno essere seguiti da annunci più concreti.

Quali sono le conseguenze per gli investitori?

A breve termine, gli investitori si concentreranno sull'entità del pacchetto di stimoli aggiuntivi. In assenza di maggiori dettagli ci aspettiamo che entro fine anno vengano annunciate misure per 4–5 mila miliardi di yuan, articolate principalmente su uno swap del debito degli enti locali (fino a 2–4 mila miliardi l'anno), un rafforzamento del capitale delle banche (circa 1000 miliardi) e aiuti sociali (500–1000 miliardi), tra le altre cose. In tal caso, il relativo annuncio giungerebbe probabilmente dopo la riunione dell'Assemblea nazionale del popolo cinese a fine ottobre o inizio novembre. Se venissero resi noti e immediatamente implementati nuovi stimoli fiscali, le azioni cinesi potrebbero guadagnare il 15% nei prossimi 12 mesi. Ma probabilmente i rialzi saranno più lenti, volatili e legati ai fondamentali rispetto al recente rally dai minimi di settembre.

A medio termine, per interrompere definitivamente il ciclo debito-deflazione sarà necessario un impegno più esplicito del governo nei confronti di un programma di stimolo pluriennale. Potrebbero essere annunciate misure più aggressive per il 2025 e oltre. Secondo le nostre stime è necessario un pacchetto di stimoli di vasta portata di almeno 10 mila miliardi di yuan, mirato a risolvere i problemi più gravi dell'economia mediante la ristrutturazione del debito degli enti locali (di entità pari o superiore al programma del periodo 2015–18), smaltire gli immobili invenduti e migliorare gli aiuti sociali. A nostro avviso, una simile iniziativa dovrebbe bastare ad ancorare la crescita del PIL cinese intorno al 5% l'anno fino al 2027.

Nonostante il potenziale di recupero dei mercati azionari cinesi trainato dalle politiche di governo, in questo momento le decisioni delle autorità e la traiettoria a lungo termine appaiono ancora incerte. Se la Cina si prepara a varare programmi in grado di strappare l'economia dal ciclo debito-deflazione, crediamo che sarà ancora possibile entrare sul mercato con un profitto più avanti, quando la situazione sarà più chiara. Nel frattempo preferiamo orientare i portafogli a favore delle aree che ci sembrano avviate verso un percorso futuro più definito, tra cui le azioni statunitensi, alla luce del nostro ottimismo circa la crescita economica e il potenziale dell'IA.

Nel complesso manteniamo un giudizio neutrale sulle azioni cinesi. Per gli investitori con un'elevata esposizione alla Cina, questi rischi dimostrano l'importanza di diversificare i portafogli. Vediamo opportunità nel complesso della regione Asia-Pacifico, comprese India e Taiwan. Sul mercato cinese raccomandiamo una strategia barbell che punta su alcune società di qualità nei settori Internet e dei beni di consumo, caratterizzate da prospettive di crescita resiliente, politiche con un chiaro orientamento ai rendimenti per gli azionisti e valutazioni interessanti. Dati i rischi residuali, consigliamo di mantenere anche una certa esposizione ai titoli difensivi ad alto rendimento nei settori a elevata concentrazione di imprese a controllo statale, come finanziari, utility, energia e telecomunicazioni.

Idee d'investimento

Il miglioramento delle prospettive macroeconomiche statunitensi nel contesto di un ciclo globale di allentamento monetario è positivo per i mercati sia azionari che obbligazionari.

Azioni. Ci aspettiamo che a breve termine i principali mercati azionari globali siano sostenuti dal calo dei tassi, dalla crescita mondiale positiva e dagli stimoli in Cina. Portiamo le azioni globali (MSCI All Country World Index) da neutrali a interessanti e ci aspettiamo che registrino rendimenti intorno al 13% entro dicembre 2025. Come abbiamo già spiegato, gli Stati Uniti si attestano tra i nostri mercati preferiti e la nostra previsione per l'S&P 500 è di 6600 punti a fine 2025. Siamo ottimisti anche nei confronti delle small e mid cap europee, alla luce del calo dei tassi e delle valutazioni ai minimi da 20 anni rispetto alle large cap.

L'IA dovrebbe confermarsi tra i principali motori dei rendimenti azionari per diversi anni. Gli investitori non esposti a questo tema dovrebbero prepararsi a sfruttare eventuali fasi di volatilità dei titoli tecnologici per costituire posizioni a lungo termine. All'interno del settore vediamo le migliori opportunità tra i semiconduttori legati all'IA, le mega cap statunitensi e i leader cinesi nel segmento Internet. Gli investitori con un'esposizione elevata o concentrata alla tecnologia possono attuare strategie di conservazione del capitale.

Reddito fisso. Continuiamo a puntare sulle obbligazioni corporate investment grade e raccomandiamo di impiegare la liquidità in eccesso in obbligazioni di qualità, con l'avanzare dei tagli dei tassi su scala globale. In prospettiva ci aspettiamo ancora ritorni su livelli alti a una cifra nei prossimi 12 mesi, principalmente grazie ai rendimenti elevati e alla bassa volatilità degli spread. Gli investitori possono anche attuare strategie obbligazionarie diversificate (con un'esposizione selettiva ai segmenti a più alto rendimento) per potenziare ulteriormente il reddito del portafoglio.

Valute. Il dollaro ci sembra poco interessante. La crescita americana ha superato le attese, ma i mercati sembrano scontare un rallentamento nel 2025 e una contrazione dei differenziali di tasso, perché negli Stati Uniti i tassi scenderanno più velocemente che negli altri Paesi del G10. È anche possibile che all'inizio dell'anno prossimo riaffiorino le preoccupazioni per le finanze pubbliche statunitensi. Questi fattori potrebbero pesare sull'USD. Inoltre, l'attività nell'eurozona prossima a una ripartenza, le ricadute degli stimoli cinesi e il potenziale aumento della propensione al rischio dopo le elezioni presidenziali potrebbero sostenere le valute del G10, in particolare AUD, EUR e GBP.

Materie prime. Rimaniamo ottimisti nei confronti delle materie prime, che dovrebbero beneficiare dei tagli dei tassi d'interesse, della ripresa dell'attività industriale globale e dei fattori favorevoli dal lato dell'offerta per alcune commodity specifiche.

Per quanto riguarda l'oro, le prospettive della domanda ci sembrano positive e sono sostenute dagli acquisti da parte delle banche centrali, dal ritrovato interesse per gli exchange-traded fund (ETF) sull'oro a fronte del calo dei tassi e dalla domanda di beni rifugio legata alle elezioni americane e alle incertezze geopolitiche. Nel nostro scenario di riferimento prevediamo che le quotazioni aurifere salgano a 2850 dollari l'oncia entro metà 2025 e continuiamo a puntare sul metallo giallo come copertura all'interno dei portafogli. Per quanto riguarda il petrolio, ci aspettiamo una crescita modesta dell'offerta, che non basterà a soddisfare la domanda. Secondo le stime dell'Agenzia internazionale dell'energia (AIE), la produzione petrolifera è aumentata soltanto dello 0,3% nel primo semestre del 2024. La crescita della domanda continua a superare l'offerta e all'inizio del 2025 la richiesta di energia dovrebbe essere sostenuta dalla solida espansione economica, a fronte dei tagli dei tassi di riferimento. La nostra previsione per il Brent a giugno 2025 è di 87 dollari il barile.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Messaggi in primo piano

Posizionarsi per un calo dei tassi	Le banche centrali di tutto il mondo stanno tagliando i tassi d'interesse e crediamo che proseguiranno su questa strada. A fronte del calo dei rendimenti sulla liquidità, consigliamo di agire per reinvestire le disponibilità in eccesso, le posizioni detenute in fondi del mercato monetario e i depositi a termine prossimi alla scadenza. Una combinazione di scale di obbligazioni, titoli investment grade con duration media, strategie obbligazionarie diversificate e strategie equity income può aiutare i portafogli a generare reddito.
Opportunità tra le valute e le materie prime	Ci aspettiamo che il calo dei tassi d'interesse statunitensi e i timori sul deficit facciano indebolire il dollaro a medio termine. Gli investitori dovrebbero quindi ridurre l'esposizione al biglietto verde, ad esempio mediante la parziale copertura delle posizioni in dollari, la conversione in altre valute della liquidità e delle posizioni in obbligazioni denominate in USD e l'uso di opzioni. Ci aspettiamo anche un aumento delle quotazioni aurifere, sostenuto dalla domanda da parte delle banche centrali e degli investitori, dal calo dei tassi d'interesse e da un deprezzamento del dollaro.
Cogliere l'opportunità dell'intelligenza artificiale	L'IA dovrebbe confermarsi tra i principali motori dei rendimenti azionari per diversi anni. Gli investitori non esposti a questo tema dovrebbero prepararsi a sfruttare eventuali fasi di volatilità dei titoli tecnologici per costituire posizioni a lungo termine. All'interno del settore vediamo le migliori opportunità tra i semiconduttori legati all'IA, le mega cap statunitensi e i leader cinesi nel segmento Internet. Gli investitori con un'esposizione elevata o concentrata alla tecnologia possono attuare strategie di conservazione del capitale.
Azioni verso un ulteriore rialzo	Ci aspettiamo che i mercati azionari globali siano sostenuti dal calo dei tassi, dall'incremento degli utili e dai potenziali stimoli in Cina. Le innovazioni nell'IA continuano a trainare la crescita e il mercato statunitense offre buone opportunità. La nostra previsione per l'S&P 500 è di 6600 punti a fine 2025. Privilegiamo le small e mid cap in Europa e un'esposizione diversificata in Asia, puntando in particolare su Taiwan e India.
Prepararsi per le elezioni statunitensi	Con l'avvicinarsi delle elezioni americane, le strategie di copertura possono aiutare a gestire la potenziale volatilità legata al timore di cambiamenti della politica commerciale, estera o fiscale. Inoltre, vediamo un buon potenziale per le azioni esposte alla rilocalizzazione, dato che le tensioni in ambito commerciale dovrebbero proseguire indipendentemente dal risultato elettorale. Crediamo anche che l'oro possa apprezzarsi in caso di aumento dei timori per la polarizzazione geopolitica, l'inflazione o i deficit. Sono invece esposti a rischi i beni di consumo discrezionali, le energie rinnovabili e alcuni segmenti della tecnologia, nonché lo yuan cinese.
Diversificare tramite strategie alternative	Un'esposizione agli strumenti alternativi all'interno di un portafoglio diversificato può aiutare ad affrontare un contesto in evoluzione. Il private equity e le infrastrutture contribuiscono a diversificare l'esposizione ai mercati quotati, il private credit può rappresentare un'interessante fonte alternativa di reddito e gli hedge fund che presentano una bassa correlazione con gli asset tradizionali possono ridurre la volatilità complessiva del portafoglio. Tuttavia, gli investitori devono essere consapevoli dei rischi associati agli investimenti alternativi.

Previsioni globali

Economia

PIL reale a/a, in %

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

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

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

Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 17 ottobre 2024. Le previsioni aggiornate sono riportate nella pubblicazione *Global forecasts* con frequenza settimanale.

Asset class

	Spot	Giugno 2025
Azioni		
S&P 500	5842	6300
Euro Stoxx 50	4909	5250
FTSE 100	8329	8600
SMI	12 193	12 800
MSCI Asia ex-Japan	744	837
MSCI China	66	76
Topix	2691	2900
MSCI EM	1144	1250
MSCI AC World	1028	1110
Valute		
EURUSD	1.09	1.16
GBPUSD	1.30	1.38
USDCHF	0.86	0.80
USDCAD	1.38	1.34
AUDUSD	0.67	0.74
EURCHF	0.94	0.93
NZDUSD	0.61	0.59
USDJPY	150	140
USDCNY	7.12	7.00

	Spot	Giugno 2025
Rendimenti a 2 anni, in %		
Treasury 2a USD	3,94	3,25
Bund 2a EUR	2,17	2,00
Gilt 2a GBP	4,02	3,25
Eidgenossen 2a CHF	0,35	0,50
JGB 2a JPY	0,42	0,40
Rendimenti a 10 anni, in %		
Treasury 10a USD	4,01	3,50
Bund 10a EUR	2,18	2,25
Gilt 10a GBP	4,06	3,50
Eidgenossen 10a CHF	0,41	0,50
JGB 10a JPY	0,95	1,10
Materie prime		
Brent, USD/barile	74	87
Oro, USD/oncia	2674	2850

Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 17 ottobre 2024. Le previsioni aggiornate sono riportate nella pubblicazione *Global forecasts* con frequenza settimanale.

Avvertenze legali

Attivi non tradizionali

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

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

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

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

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

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

Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi

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

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

Ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management

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

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

Versione C/2024. CIO82652744

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