

UBS Outlook Svizzera

Luglio 2024 | Chief Investment Office GWM | Analisi finanziaria



Economia svizzera

Studente modello
che ha preso una brutta strada?



UBS Outlook Svizzera

3° trimestre 2024

Il presente rapporto è stato elaborato da
UBS Switzerland AG.

Si prega di osservare le importanti avvertenze
legali e le informazioni alla fine del
presente documento.

Regional CIO Svizzera:
Dr. Daniel Kalt

Caporedattore:
Dr. Alessandro Bee

Redazione:
Agnes Zavala

Chiusura redazionale:
14 giugno 2024

Desktop publishing:
CIO Content Design

Immagine di copertina:
UBS

Lingue:
Italiano, inglese, francese e tedesco

Contatto:
ubs.com/outlook-ch-it

Editoriale



Daniel Kalt
Capo economista Svizzera

Care lettrici, cari lettori,

a marzo 2012, l'iniziativa popolare «6 settimane di vacanza per tutti» è stata respinta da due terzi dell'elettorato svizzero. Talvolta ridicolizzato all'estero, gli osservatori amano indicare questo voto per dimostrare di che pasta è fatto il nostro Paese: caratterizzato da una popolazione in cui è profondamente radicata l'idea di sussidiarietà e che prende decisioni con lungimiranza e in vista della competitività economica. E anche da strumenti della democrazia diretta che garantiscono che la volontà dei cittadini si rifletta anche nella politica economica.

L'approvazione dell'iniziativa popolare a favore di una 13^a rendita AVS a marzo del 2024 ha però scosso la fiducia della politica economica locale. La Svizzera merita ancora il riconoscimento di studente modello o rischia di finire sulla cattiva strada?

Questo destino ha già colpito la Germania. Se dieci anni fa, durante la crisi dell'euro, l'economia del nostro vicino settentrionale era ancora considerata un faro nella tempesta, ora ci si chiede sempre più spesso se la Germania sia in realtà diventata "il malato d'Europa". La mancanza di investimenti e di riforme e gli errori strategici nella politica energetica hanno compromesso lo status di fiore all'occhiello, cosa che si riflette anche nel potenziale di crescita. Se dieci anni fa la Germania era ancora il maggiore di tutti i grandi Paesi dell'UE, in tal senso ora ha il valore più basso.

Neanche gli studenti modello sono immuni dalle turbolenze: per noi un motivo sufficiente per analizzare più da vicino l'attuale situazione in Svizzera.

Buona lettura!

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt', written in a cursive style.

Economia svizzera: Studente modello che ha preso una brutta strada?

Lo status della Svizzera di esempio perfetto di politica economica viene messo in discussione da una crescita pro capite più debole rispetto a Germania e Stati Uniti, dalla crescente concorrenza asiatica per le esportazioni locali e dalle conseguenze fiscali del cambiamento demografico. Il Paese e le aziende sono però in grado di difendere il loro status se adottano le misure giuste, come ad esempio sfruttare meglio il potenziale del mercato del lavoro.

Alessandro Bee, Maxime Botteron, Florian Germanier, Ayal Schelling, Pascal Zumbühl, Meret Mügeli

Nel confronto della competitività, dove occupa sempre i primi posti, la Svizzera ottiene la fama di studente modello. L'approvazione dell'iniziativa popolare a favore di una 13^a rendita AVS nel marzo scorso ha tuttavia fatto sorgere in alcuni ambienti dubbi sulla volontà di difendere questo prestigio. Allo stesso tempo, la discussione su quanto la Germania rappresenti attualmente "il malato d'Europa" illustra quanto rapidamente anche gli studenti modello possano finire su una brutta strada.

A prima vista, la Svizzera sembra essere in una posizione esemplare: in termini di crescita, esportazioni e politica fiscale. A un secondo sguardo, però, appaiono evidenti le sfide e i rischi. Quali misure possono essere adottate dalla politica economica svizzera, ma anche dalle singole aziende, per superare queste sfide e garantire che la Svizzera e le sue aziende rimangano un modello di riferimento?

Il titolo di studente modello non è fine a se stesso. Un rating forte da parte delle agenzie di credito, ad esempio, aiuta a ridurre i costi del credito, mentre un'industria delle esportazioni competitiva e una crescita elevata contribuiscono a prevenire o almeno ad attutire lotte per la distribuzione nella società.

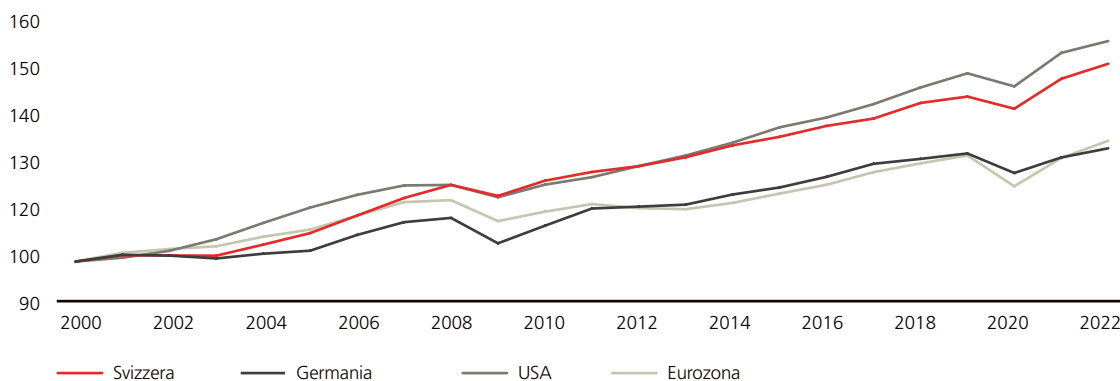
Crescita svizzera sul banco di prova

Negli ultimi due decenni, la Svizzera ha registrato una crescita più dinamica rispetto ai Paesi vicini. Dal 2000, l'economia svizzera è cresciuta cumulativamente e in termini reali di quasi il 50 per cento, mentre nello stesso periodo l'Eurozona ha registrato solo una crescita di poco superiore al 30 per cento e l'economia tedesca di meno del 30 per cento. A confronto, solo gli Stati Uniti hanno ottenuto risultati leggermente migliori, con una crescita cumulativa di poco inferiore al 55 per cento (Figura 1).

Figura 1

La Svizzera cresce più dei Paesi vicini

PIL, reale, indicizzato 2000 = 100



Fonti: OCSE, UBS

La Svizzera è inoltre caratterizzata da un alto livello di partecipazione al mercato del lavoro. Con l'84,1 per cento, il tasso di occupazione in Svizzera è significativamente più alto rispetto a Stati Uniti (74 per cento), Eurozona (74,5 per cento) e Germania (79,7 per cento).

Svizzera in vantaggio rispetto ai Paesi vicini ma in ritardo rispetto agli USA

Uno sguardo più attento all'andamento della crescita economica mostra però che anche la Svizzera ha perso parte del suo vantaggio nel confronto internazionale. Il prodotto interno lordo (PIL) pro capite della Svizzera è aumentato di oltre il 20 per cento dall'inizio del millennio, superando la crescita dell'Eurozona. Questo è vero. Ma è anche vero che in Germania l'aumento della performance economica pro capite è stato di quasi il 25 per cento e negli Stati Uniti addirittura di oltre il 30 per cento (Figura 2).

La crescita più forte della Germania si spiega con il fatto che negli ultimi 20 anni un numero significativamente maggiore di persone è stato integrato nel mercato del lavoro. Se all'inizio del millennio il tasso di occupazione tedesco era ancora al 65 per cento, di recente è salito a oltre il 79 per cento, riducendo significativamente il divario con la Svizzera (differenza di poco meno di 4,5 punti percentuali). L'aumento più marcato della crescita pro capite tedesca dovrebbe quindi essere dovuto principalmente a una maggiore partecipazione al mercato del lavoro. Invece, se si considera la crescita per persona occupata rettificata dall'effetto dell'aumento della partecipazione al mercato del lavoro, la Svizzera ha registrato un aumento superiore del 3 per cento rispetto alla Germania. Nei confronti degli

Stati Uniti, tuttavia, il divario aumenta se si considera la forza lavoro. Ad esempio, l'aumento del PIL statunitense per persona occupata dal 2000 è stato di oltre il 30 per cento, mentre la Svizzera ha registrato solo un aumento di circa il 15 per cento. Una parte della crescita più forte degli Stati Uniti dovrebbe essere trainata dal settore tecnologico. Escludendo questo ramo, la crescita cumulativa dell'intera economia statunitense dal 2000 è stata di poco inferiore al 50 per cento, un valore simile a quello della Svizzera. La crescita pro capite negli Stati Uniti rimane però più forte di quella della Svizzera anche senza il settore IT. Va tuttavia ricordato che dal 2007 il debito pubblico pro capite negli Stati Uniti è triplicato, mentre l'aumento in Svizzera è stato inferiore al 50 per cento. Ciò suggerisce che la crescita più forte negli Stati Uniti è stata resa possibile o almeno sostenuta da stimoli della politica fiscale.

Potenziale del mercato del lavoro ancora presente

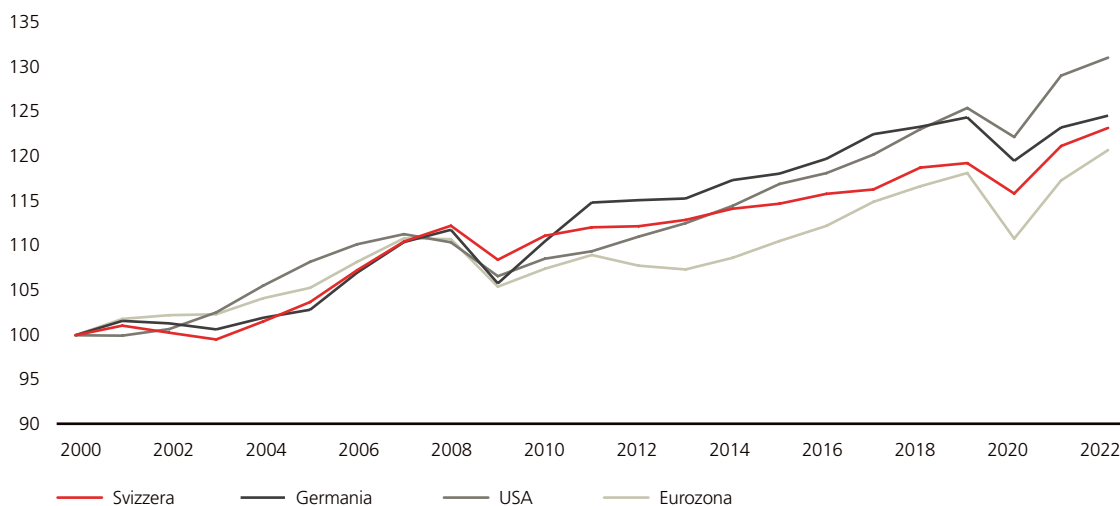
Misurato sul PIL, l'indebitamento pubblico della Svizzera è inferiore al 40 per cento, mentre il valore sale a quasi il 70 per cento per la Germania e a oltre il 100 per cento per gli Stati Uniti. Alla luce del livello relativamente basso del debito pubblico in Svizzera, ci si chiede se lo Stato debba utilizzare il margine di manovra della politica fiscale per aumentare la crescita della produttività. In rapporto al PIL, il settore IT in Svizzera è grande solo la metà di quello degli Stati Uniti. Il nostro Paese potrebbe utilizzare misure come maggiori patent box, per promuovere in modo mirato questo settore.

Nonostante l'elevata partecipazione al mercato del lavoro, c'è ancora del potenziale.

Figura 2

La Svizzera resta indietro nella crescita pro capite

PIL pro capite, reale, indicizzato 2000 = 100



Fonti: OCSE, UBS

Nel confronto internazionale il tasso di occupazione dei lavoratori anziani è relativamente basso e il lavoro part-time è superiore alla media. Con circa il 12 per cento, il tasso di occupazione svizzero per le persone di 65 anni e oltre è solo la metà di quello degli Stati Uniti. Allo stesso tempo, la Svizzera presenta la seconda percentuale più alta di lavoro part-time nel confronto con gli Stati membri dell'UE.

Con incentivi finanziari, come il sovvenzionamento dell'assistenza all'infanzia esterna, l'imposizione individuale o agevolazioni fiscali per i lavoratori anziani, lo Stato svizzero potrebbe utilizzare il suo margine di manovra finanziario per sfruttare meglio il potenziale di forza lavoro a disposizione.

Una solida crescita delle esportazioni?

Negli ultimi vent'anni le esportazioni svizzere di beni hanno registrato un solido andamento nonostante la forza del franco. Le esportazioni nominali sono più che raddoppiate, passando da 127 miliardi di franchi nel 2000 a 274 miliardi di franchi nel 2023. In questo periodo anche in termini reali la crescita è stata positiva, anche se meno marcata (40 per cento). Da uno sguardo più attento ai singoli settori emerge che l'industria farmaceutica è il principale motore di questa crescita, sia in termini nominali che reali. Dal 2000, il valore delle esportazioni di prodotti farmaceutici è aumentato del 375 per cento (120 per cento in termini reali) e rappresenta ora oltre il 40 per cento delle esportazioni di beni (Figura 3).

Un ulteriore impulso alla crescita è arrivato dall'industria degli strumenti di precisione e dell'orologeria. Tra il 2000 e il 2023 le esportazioni di orologi sono aumentate del 160 per cento in termini nominali e ora rappresentano il 10 per cento delle esportazioni svizzere di beni. Sebbene dal 2000 siano stati esportati meno orologi, l'industria orologeria ha comunque registrato un aumento dei fatturati grazie all'incremento della domanda di modelli di lusso. Questo effetto di prezzo si riflette sulle esportazioni in termini nominali.

Grazie all'innovazione e alla qualità, l'industria svizzera delle esportazioni, con i suoi prodotti altamente specializzati, può quindi sfuggire in una certa misura all'intensa concorrenza sui prezzi.

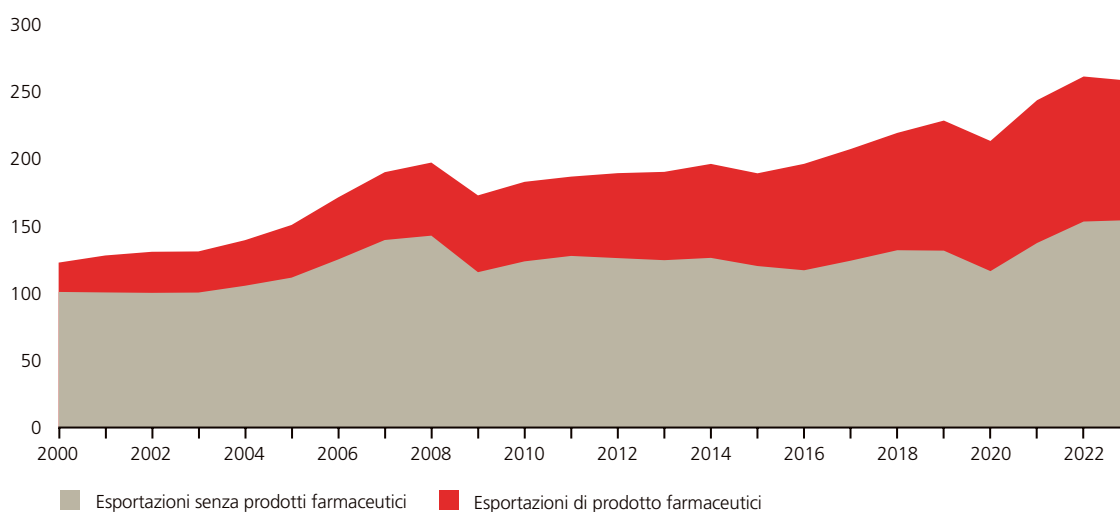
Settori stagnanti e pericoli in agguato

Tuttavia, non tutti i settori hanno registrato un andamento così positivo. Negli ultimi 20 anni circa, le esportazioni nei settori chiave dei macchinari e dell'elettronica, in particolare, sono diminuite sia in termini nominali che reali. Questo dimostra che settori come l'industria dei macchinari stanno soffrendo per la crescente concorrenza estera. Da esempi attuali, come quello dell'industria automobilistica tedesca, emerge che neanche le industrie specializzate e pionieristiche sono immuni dalla concorrenza estera: le case automobilistiche tedesche sono infatti sotto pressione per via della concorrenza cinese, in particolare nel campo della mobilità elettrica.

Figura 3

Crescita delle esportazioni trainata dall'industria

Esportazioni nominali di beni in miliardi di franchi



Fonti: Macrobond, UBS

La forte dipendenza dalle esportazioni di prodotti farmaceutici solleva interrogativi sui rischi di concentrazione per l'economia svizzera. Sebbene i produttori farmaceutici godano di un vantaggio comparativo nella concorrenza globale grazie alla loro esperienza e agli elevati standard di qualità, questo vantaggio si sta riducendo. Negli ultimi anni il mercato asiatico, in particolare la Cina, ha fornito all'industria farmaceutica svizzera un significativo impulso alla crescita e dovrebbe rimanere un mercato di sbocco importante anche in futuro. Allo stesso tempo, l'industria farmaceutica cinese ha recuperato terreno e rappresenta una seria concorrenza.

Sfruttamento del potenziale di innovazione

A causa dell'elevato livello dei costi, la Svizzera deve puntare più di altri Paesi sull'innovazione e sul vantaggio tecnologico per rimanere competitiva a livello globale. Se consideriamo la densità di start-up come misura della leadership innovativa e tecnologica, la Svizzera ottiene buoni risultati nel confronto internazionale (Figura 4). Uno dei motivi di questo risultato positivo è l'elevata capacità innovativa: nel 2023, nel Global Innovation Index (GII), la Svizzera ha conquistato per la tredicesima volta consecutiva il primo posto su 132 Paesi.

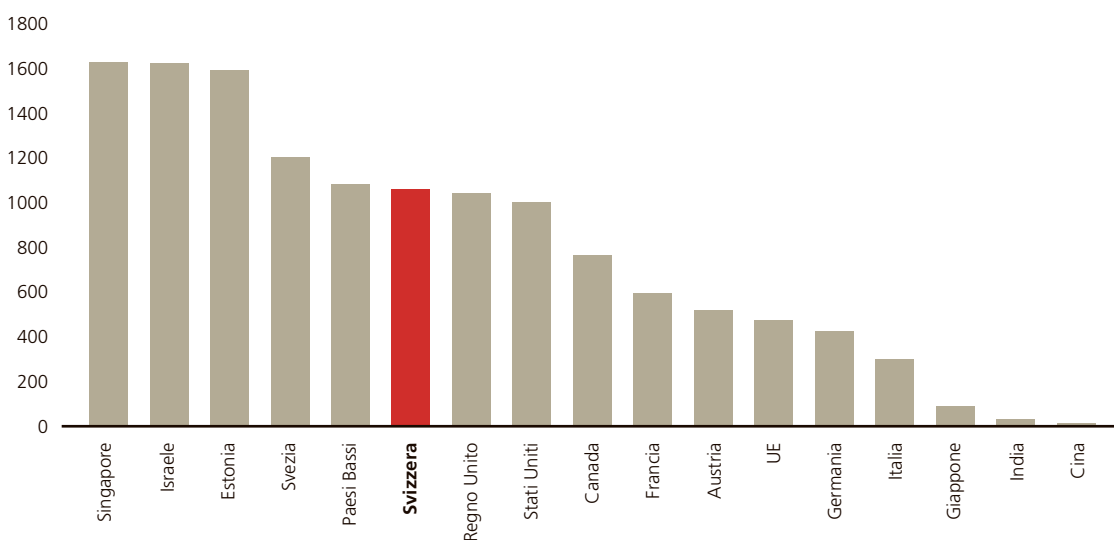
Ciononostante, c'è potenziale di miglioramento. Un problema è rappresentato dalle controversie politiche con l'UE: nel luglio 2021, la Svizzera è stata declassata allo status di "Paese terzo non associato", rendendo più difficile l'accesso dei ricercatori svizzeri al programma quadro Horizon Europe. Ciò ostacola la cooperazione e grava sulla Svizzera come centro di ricerca. Tali restrizioni sono anche fastidiose, in quanto le aziende e le start-up svizzere dipendono dall'estero in molti settori, come le vendite e i finanziamenti, a causa delle piccole dimensioni del mercato nazionale.

Secondo un rapporto di BAK Economics (2023)¹, anche le numerose normative commerciali rappresentano un ostacolo per l'industria locale. Secondo lo studio, l'elevato livello di regolamentazione si riflette talvolta nella durata relativamente lunga delle procedure, ad esempio per la costituzione di imprese e le autorizzazioni di prodotti. Le procedure lunghe e complesse indicano anche una carenza di digitalizzazione, in particolare nei servizi pubblici. Tuttavia, l'innovazione e la leadership tecnologica sono fondamentali per rafforzare le industrie esistenti e entrare in nuovi settori, riducendo così il rischio di concentrazione.

Figura 4

Densità di start-up relativamente elevata in Svizzera

Numero di start-up per milione di popolazione attiva (16-64 anni), 2023



Fonti: Dealroom.co, Nazioni Unite, UBS

¹ Si veda BAK Economics (2023): Global Industry Competitiveness Index (GICI) 2023 – Analisi della competitività dell'industria chimico-farmaceutica svizzera. Studio condotto da BAK Economics per conto di scienceindustries, associazione di categoria Chemistry Pharma Life Sciences.

Cambiamenti demografici come maggiore sfida

La Svizzera può certamente essere definita uno studente modello in termini di politica fiscale. Il rapporto debito/PIL è sceso dal 52 per cento (secondo i calcoli del Fondo monetario internazionale) nel 2000 al 39 per cento nel 2022. In questo periodo, il debito negli Stati Uniti è raddoppiato (Figura 5).

Nei prossimi anni, però, la politica fiscale della Svizzera dovrà affrontare sfide importanti, tra cui l'obiettivo di zero netto delle emissioni di gas serra e la mutata situazione geopolitica. Mentre nel 1991 era destinato alla difesa nazionale l'1,3 per cento della spesa, nel 2021 si trattava solo dello 0,7 per cento. Un aumento delle uscite per la difesa all'1% del PIL comporterebbe una spesa annua aggiuntiva di circa 2,5 miliardi di franchi. Se prendiamo come riferimento l'obiettivo della NATO del 2 per cento del PIL, la spesa aggiuntiva dovrebbe aumentare di oltre 10 miliardi di franchi all'anno.

La sfida più grande, però, è rappresentata dai cambiamenti demografici. In Svizzera vivono sempre più pensionati rispetto alla popolazione attiva e l'aspettativa di vita è in costante aumento. Il peggioramento dell'indice di dipendenza degli anziani mette sotto pressione l'AVS e l'invecchiamento della popolazione comporta un aumento della spesa nel settore sanitario (ad esempio per l'assistenza a lungo termine).

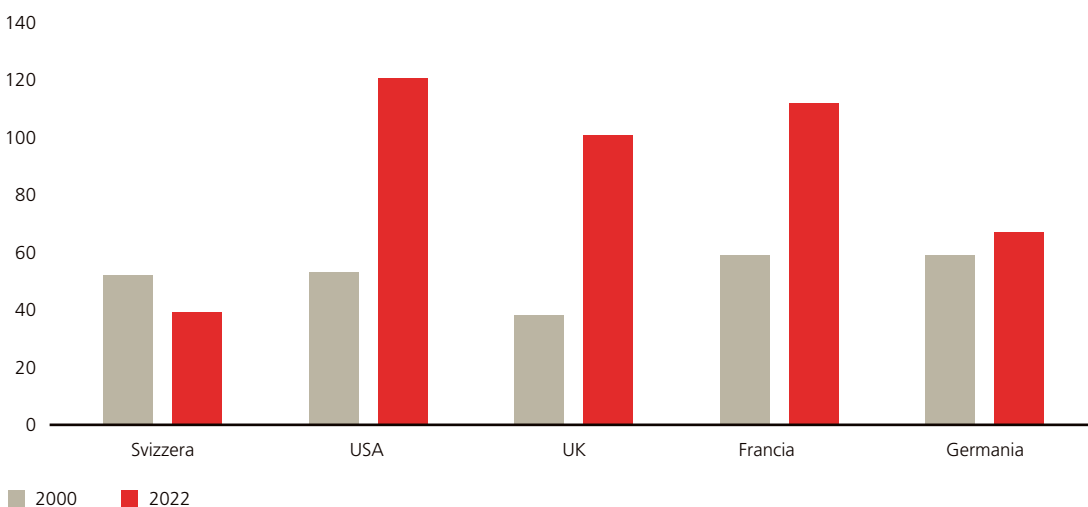
L'impatto sulle finanze federali è difficile da stimare, dato che il cambiamento demografico si realizzerà nei prossimi decenni e le stime sono quindi molto sensibili a ipotesi di fondo (ad esempio sulla crescita). Il Dipartimento federale delle finanze prevede che, in assenza di contromisure, il tasso d'indebitamento della Svizzera dovrebbe aumentare di 20 punti percentuali entro il 2060, annullando così i progressi compiuti negli ultimi 30 anni. Lo studio UBS *"Die Zukunft der AHV: Eine Frage der Perspektive"* (Il futuro dell'AVS: una questione di prospettiva) stima che i costi aggiuntivi derivanti dal cambiamento demografico nei prossimi decenni potrebbero addirittura aumentare fino a triplicare il PIL odierno.

L'adozione dell'iniziativa a favore di una 13^a rendita AVS accentua i futuri squilibri fiscali. Secondo i calcoli dell'Ufficio federale delle assicurazioni sociali, la 13^a rendita AVS comporterà un peggioramento cumulativo del risultato dell'AVS di oltre 30 miliardi di franchi solo nel periodo dal 2026 al 2033. Dopo aver percorso per molti anni la strada della virtù fiscale, la Svizzera rischia in futuro di allontanarsene.

Figura 5

L'esemplare politica fiscale svizzera degli ultimi due decenni

Debito pubblico in percentuale del PIL (secondo la definizione del Fondo Monetario Internazionale)



Fonte: Macrobond, UBS

Combinare misure per la stabilizzazione

Sono ipotizzabili misure in due direzioni se non si vuole che il livello del debito aumenti in modo massiccio: aumentare le entrate o tagliare le spese.

Secondo i calcoli di UBS, le aliquote contributive AVS dovrebbero essere aumentate di quasi 2 punti percentuali per riequilibrare il primo pilastro del nostro sistema di previdenza per la vecchiaia. A tale scopo servirebbe un aumento di 2-3 punti percentuali dell'IVA. Tuttavia, ciò non tiene conto delle proposte per il finanziamento della 13^a rendita AVS. Queste misure sul fronte delle entrate significano però anche che ai consumatori viene sottratto potere d'acquisto.

Sul fronte delle spese, un aumento dell'età pensionabile a 67 anni per entrambi i sessi prima dell'adozione della 13^a rendita AVS sarebbe stato quasi sufficiente per riportare in equilibrio il bilancio del primo pilastro. A ciò si aggiunge che l'innalzamento dell'età pensionabile aumenta anche il potenziale di forza lavoro. Una vita lavorativa più lunga non porta però a una riduzione dei costi sanitari. Ciò suggerisce una combinazione di strumenti diversi.

Misure necessarie per rimanere uno studente modello

La Svizzera può mantenere il suo status di modello europeo di politica economica se adotta le misure giuste. Sfruttare meglio il potenziale del mercato del lavoro nazionale e prolungare la vita lavorativa favorirebbe il potenziale di crescita e la sostenibilità fiscale. Ottimizzare le regolamentazioni e rafforzare la connessione con l'UE sono altre aree da affrontare.

Un maggiore sostegno da parte del governo, sia per l'innovazione che per un migliore utilizzo del mercato del lavoro, si scontra però con la sostenibilità in ambito fiscale. Inoltre ci si chiede se la spesa pubblica possa effettivamente motivare i lavoratori anziani a lavorare più a lungo o incoraggiare quelli part-time ad aumentare il loro grado di occupazione. Infine, le misure di politica industriale non sono in linea con la tradizione della politica economica liberale svizzera. In tal caso è necessaria un'attenta valutazione.

E sono chiamate in causa la politica economica e anche le imprese. Negli ultimi anni, lo Stato ha contribuito ad attutire gli shock macroeconomici (come la pandemia) per le imprese. Con un margine di manovra fiscale notevolmente ridotto, probabilmente le aziende possono sperare in questo sostegno meno di prima.

L'aumento dell'età pensionabile richiede che le aziende siano anche pronte a continuare ad assumere lavoratori anziani e a offrire loro condizioni di lavoro interessanti. Il fulminante rifiuto dell'iniziativa sulle pensioni, che ha avuto luogo contemporaneamente alla chiara accettazione della 13^a rendita AVS, ha dimostrato che oggi i lavoratori nutrono grandi riserve nei confronti di un'età pensionabile più elevata.

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 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.

Ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management

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

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

Versione B/2024. CIO82652744

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