

# UBS House View

Investor's Guide

Italia | Maggio 2019

Chief Investment Office GWM  
Ricerca in materia di investimenti



**Con soluzioni raccomandate**  
Per investitori domiciliati in Italia

## Ciclo in via di conclusione o in proseguimento?

# Indice

- 04 Preferenze tattiche
- 06 Monthly Letter
  - Ciclo in via di conclusione o in proseguimento?
- 14 Economia
- 16 Le principali dinamiche dei mercati finanziari
- 18 Asset class
  - Principali previsioni
  - Azioni
  - Obbligazioni
  - Valute
  - Materie prime e investimenti alternativi
- 26 Punto di vista
  - Dogmatismo contro pragmatismo
- 28 Idee d'investimento
  - Investimenti preferiti
  - Idee d'investimento

## **UBS House View**

Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management  
Matteo Ramenghi  
Chief Investment Officer,  
UBS WM Italy

## **Contatto**

[ubs.com/cio](http://ubs.com/cio)

## **Desktop publishing**

CIO Content Design  
UBS Switzerland AG

## **Chiusura editoriale**

25 aprile 2019

## **Se desidera abbonarsi, contatti il suo Client Advisor UBS.**

Questo rapporto è stato redatto da UBS SA, UBS Switzerland AG e UBS Financial Services Inc. La preghiamo di leggere i commenti di natura legale in coda al documento.



Per saperne di più:  
[www.ubs.com/cio](http://www.ubs.com/cio)

# Editoriale



Matteo Ramenghi  
Chief Investment Officer  
UBS WM Italy

Care lettrici, cari lettori,

dall'inizio dell'anno le borse hanno avuto ottime performance, ribaltando i crolli di fine 2018. Questi rialzi sono stati pressoché generalizzati su tutte le asset class e hanno coinciso con una costante riduzione della volatilità, che si è riportata sotto le medie storiche. Questa apparente euforia si contrappone a un ciclo economico che a livello globale è cominciato ben 10 anni fa e che molti considerano datato.

In effetti, l'economia globale sta decelerando soprattutto per via delle tensioni politiche che dissuadono molte imprese dall'impegnarsi per sviluppare nuova capacità produttiva. Se la crescita è diminuita, l'inflazione è latitante. Per i mercati non è una notizia negativa: un'inflazione contenuta consente alle banche centrali di mantenere i tassi bassi e di non dover drenare precipitosamente la liquidità immessa dal 2008 in poi.

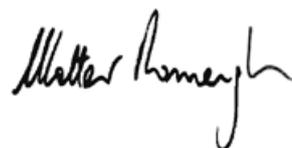
Ancora una volta, il principale rischio per l'economia globale resta la politica: protezionismo, Brexit, politica italiana ed elezioni europee. L'incertezza politica induce molte aziende a rimandare nuovi progetti di sviluppo, una voce importante del PIL delle economie avanzate. La politica pertanto ha il potenziale di far deragliare la crescita globale, anche se la probabilità che tutti questi eventi prendano direzioni pericolose ad oggi sembra bassa.

Nel breve termine non ravvisiamo veri e propri segnali di allarme. Ma, se anche fossimo sicuri di essere vicini alla fine del ciclo economico, ciò non sarebbe necessariamente una ragione per uscire dalle borse. Infatti, l'esperienza insegna che gli ultimi 6–8 mesi prima di una recessione possono produrre buoni ritorni per gli investimenti.

Comunque, in considerazione del rapido recupero dei mercati abbiamo progressivamente ridotto il sovrappeso sull'azionario, portandoci a un livello neutrale. Manteniamo inoltre diverse posizioni anticicliche che possono beneficiare di mercati difficili, magari per via della situazione politica, come un'opzione put sull'indice S&P 500 e lo yen giapponese. Tra queste abbiamo aggiunto anche un sottopeso sui BTP a due anni, per contenere gli impatti sui portafogli di possibili tensioni politiche derivanti dalle elezioni europee o dalle negoziazioni per la legge di bilancio per il 2020.

Questo mese abbiamo avviato un sovrappeso sull'azionario giapponese contro quello dell'eurozona. Il Giappone è rimasto indietro del 6% e presenta valutazioni più contenute. Inoltre, abbiamo aperto un sovrappeso sull'euro contro il franco svizzero.

Con i migliori saluti.



# Preferenze tattiche

## Asset allocation

I dati economici globali mostrano crescenti segnali di stabilizzazione. In particolare, le ultime cifre giunte dalla Cina corroborano il nostro scenario di riferimento di una nuova accelerazione dell'economia nel secondo semestre dell'anno. Apriamo alcune posizioni relative su azioni, valute e obbligazioni, alzando leggermente il livello di rischio dei nostri portafogli in un orizzonte tattico. Intanto, i mercati azionari sembrano già scontare un miglioramento del quadro congiunturale e la virata accomodante delle banche centrali da inizio anno, mentre persistono i rischi legati alle dispute commerciali globali. Manteniamo quindi un orientamento complessivamente neutrale sulle azioni rispetto alle obbligazioni.

## Azioni

Sottopesiamo le azioni svizzere, che presentano valutazioni tra le più alte su scala globale, e preferiamo invece le azioni dei mercati emergenti e del Canada. Nel nostro scenario di riferimento, la crescita mondiale si stabilizzerà intorno al tasso tendenziale a lungo termine, le quotazioni petrolifere saliranno ancora del 5–10% nei prossimi sei mesi e la disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina non si aggraverà ulteriormente. In questo contesto, le azioni emergenti e canadesi dovrebbero sovraperformare quelle elvetiche, in quanto vantano una maggiore esposizione ciclica e valutazioni più convenienti. Apriamo un sovrappeso sulle azioni giapponesi rispetto a quelle dell'eurozona. I dati sulla produzione manifatturiera dell'area dell'euro potrebbero migliorare nei prossimi mesi, ma il potenziale di rialzo delle azioni della regione appare limitato. Le previsioni di consenso sugli utili nipponici continuano a diminuire, ma dovrebbero stabilizzarsi, alla luce dell'esposizione delle aziende locali al ciclo economico asiatico. Benché non si possa ancora escludere un aumento dei dazi sulle importazioni di auto negli Stati Uniti, le azioni giapponesi potrebbero guadagnare terreno, soprattutto rispetto a quelle dell'eurozona.

## Obbligazioni

Anche se gli spread delle obbligazioni corporate investment grade in euro hanno toccato il livello più basso del nostro intervallo di previsione, nei prossimi tre mesi dovrebbero continuare a beneficiare della politica accomodante della Banca centrale europea (BCE) e del potenziale di ulteriore rafforzamento del settore bancario. Apriamo un sovrappeso sulle obbligazioni investment grade in EUR a fronte di un sottopeso sui titoli di Stato italiani a 2 anni. Questa posizione offre un premio di rendimento leggermente positivo abbinato a una buona protezione contro i ribassi, qualora i rischi legati all'Italia dovessero nuovamente aumentare. Rimaniamo in sottopeso sui titoli di Stato giapponesi (JGB) a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY. Per i prossimi sei mesi, un aumento dei tassi d'interesse globali ci sembra più probabile di una loro flessione.

## Valute

Questo mese manteniamo in sovrappeso la corona norvegese (NOK) rispetto al franco svizzero (CHF) e apriamo due nuove posizioni di sovrappeso sull'euro (EUR) rispetto al CHF e sulla NOK rispetto al dollaro canadese (CAD). La posizione lunga sull'EUR contro una corta sul CHF dovrebbe beneficiare del recupero dei dati economici europei, che cominciano a superare le modeste attese; della revisione delle aspettative circa l'orientamento della BCE, che dovrebbe procedere gradualmente verso la normalizzazione della politica monetaria; e del miglioramento della propensione al rischio, grazie al rafforzamento dei dati cinesi e ai progressi compiuti nell'ambito dei negoziati commerciali tra Cina e Stati Uniti. La posizione lunga sulla NOK contro il CAD dovrebbe beneficiare dell'attesa divergenza delle politiche monetarie di Norvegia e Canada e apporta una certa diversificazione, poiché è meno esposta alle oscillazioni del prezzo del petrolio rispetto a una posizione sul cambio NOKCHF.

## Asset allocation a più lungo termine (1–4 anni)

Sottopesiamo le azioni del Regno Unito, poiché nel post-Brexit andranno incontro a una volatilità più alta rispetto alla media storica. Deteniamo invece un sovrappeso sui titoli di Stato dei mercati emergenti denominati in dollari, che ci sembrano offrire maggiori opportunità di valore a lungo termine. Inoltre, raccomandiamo agli investitori con posizioni in azioni giapponesi di non coprire l'esposizione valutaria, poiché il JPY è nettamente sottovalutato e presenta un potenziale di apprezzamento a lungo termine rispetto a USD, EUR e CHF.

# Asset class

## Asset allocation tattica al 17/04/2019

Liquidità	sottopeso	neutrale	sovrappeso
<b>Totale</b>		⊖	
<b>Azioni<sup>1</sup></b>			
<b>Totale</b>		⊖	
Globali			+
Stati Uniti		⊖	
Eurozona		⊖	
Regno Unito*		⊖	
Svizzera		⊖	
Canada			+
Giappone**			+
Australia		⊖	
Mercati emergenti			+
<b>Obbligazioni<sup>2</sup></b>			
<b>Totale</b>		⊖	
Alto rating	⊖		
Obbligazioni corp. inv. grade			+
Obbligazioni high yield		⊖	
Titoli di Stato mercati em. (USD)*			+
Obblig. corp. mercati em. (USD)		⊖	
Obblig. mercati em. (valuta locale)		⊖	
TIPS statunitensi		⊖	
Titoli di Stato italiani a 2 anni		⊖	
<b>Valute</b>			
USD		⊖	
EUR			+
GBP		⊖	
JPY*			+
CHF	⊖		
SEK		⊖	
NOK			+
CAD		⊖	
NZD		⊖	
AUD		⊖	
BRL		⊖	
INR		⊖	
Valuta di riferimento*	⊖		
<b>Strumenti alternativi</b>			
Hedge funds		⊖	

○ Posizione precedente

<sup>1</sup> Deteniamo un'opzione put sull'S&P 500 per dotare di parziale protezione l'asset allocation tattica.

<sup>2</sup> Nel reddito fisso, raccomandiamo di sottopesare i titoli di Stato giapponesi a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY.

\* Il sottopeso sulle azioni del Regno Unito rispetto ai titoli di Stato dei mercati emergenti (in USD) e il sovrappeso sul JPY rispetto alla valuta di riferimento sono posizioni cicliche con un orizzonte d'investimento a 1-4 anni. Tutte le altre posizioni hanno un orizzonte d'investimento massimo di 12 mesi.

\*\* L'esposizione valutaria associata alle azioni giapponesi non è coperta.

**+** **Sovrappeso:** indicazione tattica di detenere un maggior quantitativo dell'asset class rispetto a quanto specificato nell'asset allocation strategica.

**⊖** **Neutrale:** indicazione tattica di detenere un quantitativo dell'asset class in linea con il suo peso nell'asset allocation strategica.

**⊖** **Sottopeso:** indicazione tattica di detenere un minor quantitativo dell'asset class rispetto a quanto specificato nell'asset allocation strategica.

# Ciclo in via di conclusione o in proseguimento?

## Ciclo giovane o maturo?

In caso di proseguimento della crescita e inflazione ancora contenuta, il ciclo economico potrebbe dimostrare di essere più giovane di quanto sembri.

## Stretta eccessiva e troppo precoce?

I mercati obbligazionari sembrano ritenere che la Fed abbia operato una stretta eccessiva. Non siamo d'accordo, ma cercheremo conferme in base all'andamento delle condizioni del credito, della crescita e dei mercati del lavoro.

## Pausa prematura?

Se i mercati ritenessero che la Fed stesse «scivolando dietro la curva», ovvero che fosse in ritardo rispetto all'inflazione, potrebbero scontare la ripartenza della stretta monetaria, con un impatto negativo sugli strumenti rischiosi.

## Asset allocation

Abbiamo aperto posizioni che dovrebbero beneficiare del proseguimento dell'attuale contesto favorevole, ma deteniamo anche posizioni volte a mitigare eventuali ribassi.



### Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

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

 **Seguitemi su Twitter**  
[twitter.com/UBS\\_CIO](https://twitter.com/UBS_CIO)

Qual è la vera età del ciclo economico? Potremmo porci la stessa domanda sulla donna nell'immagine sottostante. Questa famosa illusione ottica, che pare risalga a una cartolina tedesca del 1888, ritrae una giovane donna oppure una vecchia signora, a seconda della percezione di chi guarda.

Figura 1

### Una famosa illusione ottica



Fonte: illustrazione di W.E. Hill, 1915 (adattamento di un'immagine che risale almeno a una cartolina tedesca del 1888)

Dopo 10 anni, l'attuale ciclo economico può sembrare ormai maturo agli economisti; ma potrebbero sbagliarsi, se il ciclo d'inasprimento monetario della Federal Reserve si fosse già concluso?

La dinamica tipica del ciclo economico è nota a tutti. Un'economia in espansione finisce per esaurire le risorse necessarie per soddisfare la domanda, i prezzi salgono, le banche centrali alzano i tassi per contenere l'inflazione e l'economia rallenta. Quindi le pressioni inflazionistiche si attenuano, le banche centrali tagliano i tassi, la domanda aumenta e ha inizio un nuovo ciclo.

Da questa prospettiva, sarebbe facile concludere che l'attuale ciclo economico stia entrando in una fase ormai avanzata. In un quadro di bassa disoccupazione e retribuzioni in aumento, la Fed ha cominciato ad alzare i tassi a dicembre 2015 e la crescita ha iniziato a rallentare alla fine del 2018. In un simile contesto, i mercati obbligazionari sembrano aspettarsi un deterioramento congiunturale e l'avvio di un ciclo di allentamento monetario.

La Fed ha effettuato una serie di rialzi dei tassi d'interesse, ma solo al fine di normalizzare la politica monetaria e riportarla verso livelli «neutrali».

Tuttavia, l'analisi degli stessi dati può anche portare a conclusioni diverse. È vero che la Fed ha effettuato una serie di rialzi dei tassi d'interesse, ma solo al fine di normalizzare la politica monetaria e riportarla verso livelli «neutrali». In assenza di marcate spinte inflazionistiche, la Fed non ha validi motivi per cercare di contenere la domanda. Da questa prospettiva, potrebbero volerci mesi o anni prima che l'economia esaurisca le risorse, costringendo la Fed (o altre banche centrali) a operare nuovi rialzi dei tassi. È possibile che il calo dei rendimenti obbligazionari a lunga scadenza non segnali un'imminente recessione, bensì rifletta una nuova percezione del livello dei tassi d'interesse necessario per mantenere stabile l'inflazione a lungo termine.

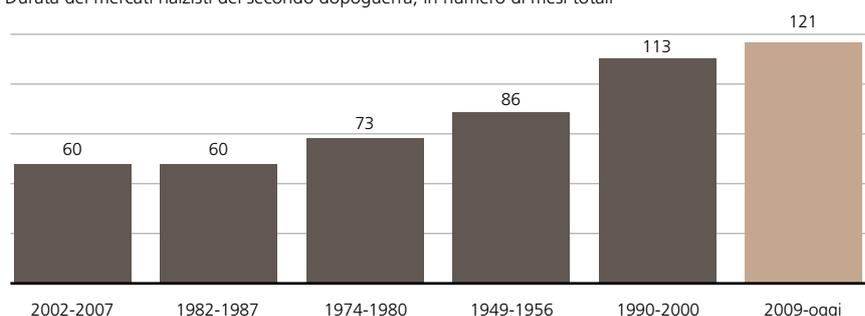
Nel nostro scenario di riferimento, l'inflazione dovrebbe salire solo a ritmo modesto, senza quindi interrompere il quadro di crescita stabile e tassi contenuti che prevale ormai da diversi anni. Tuttavia, poiché l'aumento delle valutazioni riduce il potenziale di rendimento degli investimenti e il timore che vengano commessi errori di politica monetaria può generare volatilità, manteniamo un'esposizione più bilanciata agli strumenti rischiosi e utilizziamo coperture ove opportuno.

Nella nostra asset allocation tattica, abbiamo aperto alcune posizioni che dovrebbero beneficiare del proseguimento dell'attuale contesto favorevole. Tra queste figurano un sovrappeso sull'euro rispetto al franco svizzero e sulla corona norvegese rispetto al dollaro canadese. Abbiamo anche assunto un sovrappeso sulle azioni giapponesi rispetto a quelle dell'eurozona. Alla luce dei fattori di rischio, continuiamo però a

Figura 2

### L'attuale mercato rialzista è il più lungo della storia moderna...

Durata dei mercati rialzisti del secondo dopoguerra, in numero di mesi totali

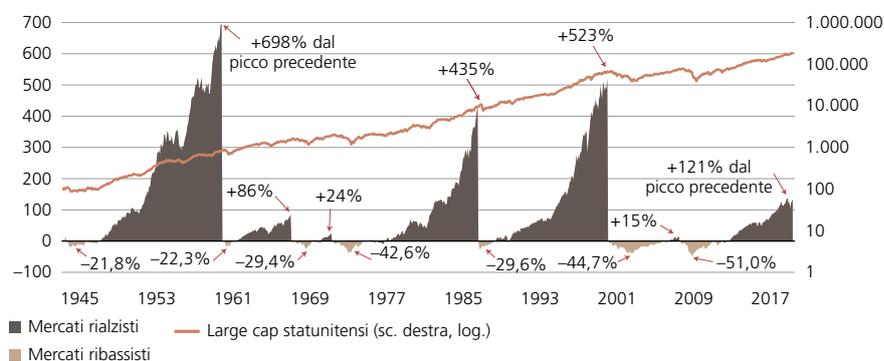


Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 1° aprile 2019

Figura 3

### ...ma i rendimenti indicano che il rialzo potrebbe proseguire più a lungo del previsto

Rendimento cumulato dal picco del precedente mercato rialzista, large cap statunitensi



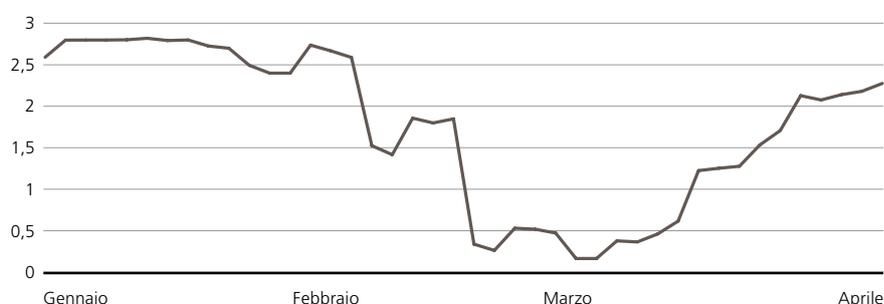
Fonte: Morningstar Direct, R: PerformanceAnalytics, UBS, dati al 31 marzo 2019

detenere anche varie posizioni volte a mitigare eventuali ribassi. Il nostro modesto sovrappeso sull'azionario globale è coperto da un'opzione put sull'S&P 500. Deteniamo un'esposizione lunga allo yen giapponese, che di solito si apprezza nei periodi di avversione al rischio. Abbiamo anche aperto una posizione corta sui titoli di Stato italiani a 2 anni e sulle obbligazioni e i titoli di Stato con rating elevato rispetto ai titoli investment grade in euro. Questa posizione dovrebbe generare un profitto in caso di deterioramento del bilancio italiano, aumento dei rischi politici o peggioramento della situazione economica dell'eurozona.

Figura 4

### Le aspettative sul PIL statunitense si sono riprese rispetto ai recenti minimi

Stima corrente GDPNow della Fed di Atlanta, in %



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 9 aprile 2019

I mercati obbligazionari sembrano ritenere che la Fed abbia alzato i tassi a breve termine in misura eccessiva, ma i mercati azionari continuano a registrare andamenti brillanti.

#### La Fed ha già operato una stretta eccessiva?

I mercati obbligazionari sembrano ritenere che la Fed abbia alzato i tassi a breve termine in misura eccessiva, ma i mercati azionari continuano a registrare andamenti brillanti. A nostro avviso, l'appiattimento della curva dei rendimenti è dovuto più all'adeguamento delle aspettative sull'inflazione a lungo termine che all'attesa di un rallentamento dell'economia, ma nei prossimi mesi cercheremo conferme di questa tesi.

- **Condizioni del credito.** Le condizioni finanziarie si sono inasprite a fronte del ribasso dei mercati azionari e creditizi del quarto trimestre, ma con la recente virata accomodante della banca centrale americana si sono nuovamente allentate e oggi si attestano ai livelli più favorevoli dal 1994, secondo l'indice della Fed di Chicago. Attendiamo di sapere se questa dinamica si trasmetterà anche al sondaggio della Fed presso i Senior Loan Officer del primo trimestre, un indicatore prospettico dei prestiti bancari che in passato si è dimostrato più efficace dell'inversione della curva dei rendimenti nel segnalare un imminente ribasso dei mercati azionari.

In questo momento, il mercato obbligazionario sembra dare indicazioni sulle aspettative d'inflazione, più che sulle probabilità di recessione.

### Cosa indicano i rendimenti obbligazionari?

In questo momento, il mercato obbligazionario sembra dare indicazioni sulle aspettative d'inflazione, più che sulle probabilità di recessione.

Il ribasso azionario di dicembre è stato in parte innescato dai timori che, con il rallentamento della crescita, la Fed avrebbe mantenuto in funzione il «pilota automatico». Oltre alla flessione dei mercati azionari, a inizio anno i tassi d'inflazione di breakeven statunitensi a 10 anni, che esprimono le aspettative inflazionistiche, sono scesi di circa 30 punti base (pb) a un minimo dell'1,67%, ben al di sotto dell'obiettivo del 2% della Fed.

Figura 5

### Le aspettative d'inflazione sono risalite, mentre i tassi reali continuano a scendere



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 12 aprile 2019

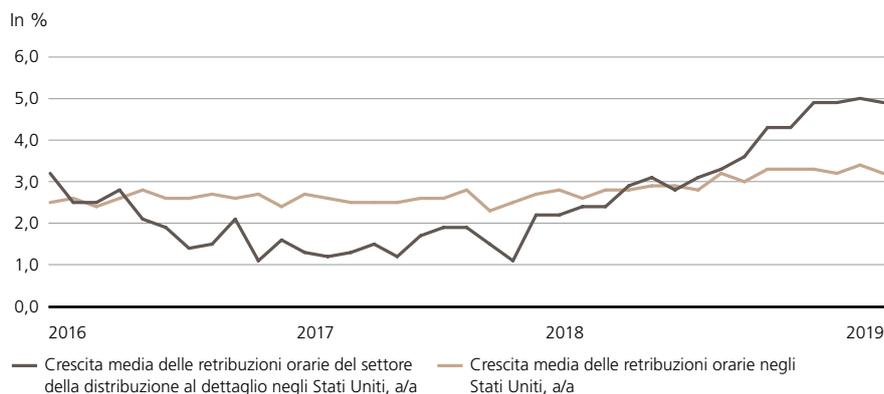
Ma, con il passaggio della Fed a un orientamento neutrale e «paziente» nel primo trimestre, i timori di una stretta eccessiva sembrano diminuiti sui mercati obbligazionari e le aspettative d'inflazione sono risalite all'1,9%. Gli obbligazionisti sembrano quindi pensare che l'attuale atteggiamento della Fed sia adeguato per raggiungere l'obiettivo d'inflazione del 2%.

Nel frattempo, l'altro elemento dei rendimenti a 10 anni, il tasso reale, è diminuito di 40 pb da inizio anno. Pertanto, se da un lato gli investitori obbligazionari ritengono che l'attuale orientamento della Fed sia appropriato per raggiungere il suo obiettivo d'inflazione, dall'altro credono anche che i tassi non debbano più raggiungere gli elevati livelli del passato.

- **Crescita.** I recenti dati sull'espansione economica sono stati positivi: l'indice ISM statunitense si è attestato in territorio ampiamente espansivo e la stima corrente del PIL della Fed di Atlanta (GDPNow) è salita al 2,3%, da meno dello 0,5% all'inizio di marzo (si veda la figura 4). Monitoreremo con attenzione gli indicatori ad alta frequenza e le indicazioni delle aziende per cogliere eventuali segnali di ripresa della crescita.
- **Mercato del lavoro.** Dopo il debole rapporto sull'occupazione statunitense di febbraio, valuteremo attentamente eventuali segnali di rallentamento del ritmo complessivo delle nuove assunzioni. Tuttavia, alla luce del recupero di marzo e della disoccupazione inferiore al 4%, il mercato del lavoro non sembra risentire di un livello troppo alto dei tassi d'interesse; al contrario, appare più a rischio di surriscaldamento.

Figura 6

### La crescita delle retribuzioni statunitensi accelera



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 15 aprile 2019

Siamo consapevoli che la decisione di lasciare invariati i tassi accresce i rischi a medio termine.

### Oppure la Fed ha commesso un errore interrompendo la stretta monetaria?

I dati in uscita dovrebbero confermare che la Fed non ha operato una stretta monetaria eccessiva, ma siamo anche consapevoli che la decisione di lasciare invariati i tassi accresce i rischi a medio termine.

A fronte di un incremento delle retribuzioni del 3,2% l'anno (e di quasi il 5% nel settore della distribuzione al dettaglio – si veda la figura 6), cercheremo di capire se il maggiore costo del lavoro venga trasmesso ai prezzi finali. Questo fenomeno non dovrebbe verificarsi nei prossimi mesi, ma se i mercati ritenessero che la Fed stesse «scivolando dietro la curva», ovvero che fosse in ritardo rispetto all'inflazione, potrebbero scontare la ripartenza della stretta monetaria, con un impatto negativo sugli strumenti finanziari.

Nel frattempo, il recente calo dei costi di finanziamento dovrebbe favorire un'ulteriore crescita dell'indebitamento aziendale. In base all'indice ICE BAML, il valore del mercato delle obbligazioni corporate investment grade in USD è oggi pari a 6400 miliardi di dollari, il doppio rispetto ai livelli di 10 anni fa, e nello stesso periodo il valore dei titoli con rating BBB è quadruplicato a quota 3200 miliardi di dollari. A nostro parere, l'aumento dell'indebitamento aziendale non basterà di per sé a innescare una recessione, ma fa salire il rischio che, nell'eventualità di un rallentamento economico, il mercato delle obbligazioni high yield si trovi di fronte a uno squilibrio tra l'offerta che deve assorbire e il numero di acquirenti che vogliono e possono investire.

Sono emersi segnali di stabilizzazione dell'economia mondiale e la sospensione della stretta monetaria della Fed ha dato una boccata d'ossigeno agli strumenti rischiosi nel breve termine.

### Asset allocation tattica

Nel breve termine, la sospensione della stretta monetaria della Fed ha dato una boccata d'ossigeno agli strumenti rischiosi, che sono stati sostenuti anche dagli incoraggianti segnali di stabilizzazione dell'economia mondiale. A quota 50,5, l'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero cinese ha superato le attese a marzo, dopo tre mesi in area di contrazione sotto 50 punti. La crescita della produzione industriale dell'eurozona, pari a -0,3% su base annua all'ultima rilevazione, appare a sua volta in via di stabilizzazione. Inoltre, i dati statunitensi sono stati complessivamente inferiori alle attese, ma il livello della crescita rimane discreto e il robusto andamento dell'occupazione a marzo conferma la buona salute del mercato del lavoro americano.

Abbiamo aperto alcune posizioni che dovrebbero beneficiare del proseguimento di questa tendenza positiva. Tra queste figurano un sovrappeso sull'euro rispetto al franco svizzero e sulla corona norvegese rispetto al dollaro canadese. Sovrappesiamo anche le azioni giapponesi rispetto a quelle dell'eurozona.

Ma, dato che l'aumento delle valutazioni e la minore crescita degli utili riducono il potenziale di rialzo e che la volatilità dovrebbe fare ritorno sui mercati, continuiamo a detenere varie posizioni volte a mitigare eventuali ribassi. Il nostro modesto

sovrappeso sulle azioni globali è coperto da un'opzione put sull'S&P 500 con uno strike di 2700, circa il 6,5% al di sotto dell'attuale livello del mercato. In ottica strategica, deteniamo un'esposizione lunga allo yen giapponese, che di solito si apprezza nei periodi di avversione al rischio. Infine, abbiamo aperto una posizione corta sui titoli di Stato italiani a 2 anni e sulle obbligazioni con rating elevato rispetto ai titoli investment grade in euro.

Nel complesso, i nostri portafogli presentano ora il seguente posizionamento.

Sovrappesiamo le azioni globali, ma copriamo l'esposizione con un'opzione put sull'S&P 500.

**Sovrappesiamo le azioni globali rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato, ma copriamo l'esposizione con un'opzione put sull'S&P 500.**

Dopo il rialzo del 15% registrato da inizio anno, i mercati azionari globali sono ormai vicini ai massimi di fine 2018. Nell'ipotesi che gli scenari di rischio da noi monitorati non si realizzino, crediamo che le azioni possano continuare a salire, anche se a un ritmo più moderato. A seguito del calo dei rendimenti obbligazionari, il premio al rischio azionario è rimasto stabile al 5,3%, nonostante il rialzo delle quotazioni azionarie. La flessione dei tassi obbligazionari restringe leggermente il campo delle alternative all'azionario.

Sovrappesiamo le azioni emergenti e canadesi rispetto a quelle svizzere.

**Sovrappesiamo le azioni emergenti e canadesi rispetto a quelle svizzere.**

I mercati azionari emergenti scambiano con un rapporto prezzo/utigli (P/E) passati a 12 mesi di 12,4x, inferiore del 20% alla media a 30 anni. Le valutazioni azionarie svizzere sono invece poco convenienti su base relativa, poiché il P/E effettivo a 12 mesi, pari a 18,2x, è superiore alla media sia ventennale che trentennale. Le azioni elvetiche risultano più costose anche rispetto a quelle canadesi (+23%) sulla base del P/E passato a 12 mesi. Ci aspettiamo che questo divario venga colmato, grazie al contesto economico più robusto in Nord America che in Europa.

Sovrappesiamo le azioni giapponesi rispetto a quelle dell'eurozona.

**Sovrappesiamo le azioni giapponesi rispetto a quelle dell'eurozona.**

Crediamo che il Giappone sia destinato a recuperare terreno, dopo essersi attestato tra i mercati azionari più deboli di quest'anno. Infatti, dall'inizio del 2019 è salito solo del 9%, mentre le piazze globali e dell'eurozona hanno guadagnato oltre il 15%. Negli ultimi sei mesi il listino nipponico ha sottoperformato quello europeo dell'11%, segnando il peggior risultato relativo dal 2016. Pertanto, benché entrambe le aree geografiche presentino un'elevata esposizione al ciclo globale, le quotazioni dell'eurozona scontano già il recente miglioramento dei dati economici – soprattutto in Cina – e quelle giapponesi no. Le azioni dell'area dell'euro appaiono costose rispetto a quelle nipponiche. In Europa il P/E supera di circa il 6% la media decennale, mentre il rendimento da dividendi relativo è vicino ai livelli più bassi da vari decenni.

Sovrappesiamo il debito sovrano emergente denominato in dollari rispetto alle azioni del Regno Unito.

**Sovrappesiamo il debito sovrano emergente denominato in dollari rispetto alle azioni del Regno Unito.**

Le valutazioni del mercato azionario britannico risultano sempre più convenienti, con un rendimento da dividendi del 5,2%, ma la volatilità della sterlina britannica riduce l'attrattiva della borsa locale nel breve periodo e le prospettive di rischio/rendimento delle azioni del Regno Unito a lungo termine sono incerte, poiché la Brexit non si è ancora risolta. Il debito sovrano dei mercati emergenti denominato in dollari presenta un profilo di rischio/rendimento più favorevole a lungo termine, con uno spread di 341 pb rispetto ai Treasury statunitensi.

Sovrappesiamo le obbligazioni investment grade in euro rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato e ai titoli di Stato italiani a 2 anni.

**Sovrappesiamo le obbligazioni investment grade in euro rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato e ai titoli di Stato italiani a 2 anni.**

Nei prossimi mesi, le obbligazioni corporate di fascia alta dell'area dell'euro dovrebbero continuare a beneficiare della politica accomodante della Banca centrale europea (BCE) e del potenziale di ulteriore rafforzamento del settore bancario. Questa posizione dovrebbe generare un profitto in caso di deterioramento del bilancio italiano, aumento dei rischi politici o peggioramento della situazione economica dell'eurozona. Monitoreremo con attenzione le prossime elezioni del Parlamento europeo.

**Prepariamoci: pianificazione, protezione e crescita.**

Nel nostro recente studio *Be prepared: Plan, Protect, and Grow.*, illustriamo alcune misure che gli investitori possono adottare per dotarsi di un posizionamento adeguato all'attuale contesto.

**Pianificazione:** molti investitori commettono gli errori più costosi durante i periodi d'incertezza. Il ribasso degli strumenti rischiosi di dicembre è stato visto da alcuni come un'opportunità per acquistare posizioni e da altri come una minaccia che li ha indotti a vendere. Sappiamo che molti investitori hanno effettuato vendite eccessive e non sono più rientrati sul mercato, rischiando così di distruggere la performance dell'intero esercizio. L'elaborazione di un piano chiaro può ridurre il rischio di cadere vittima di decisioni alquanto dannose. Il nostro approccio alla gestione patrimoniale basato su Liquidità. Longevità. Lascito.\* cerca di aiutare gli investitori a disporre di capitali liquidi sufficienti a soddisfare gli impegni finanziari di breve termine e al contempo investire per realizzare gli obiettivi di lungo termine.

**Protezione:** il rischio che la Fed commetta un errore di politica monetaria a medio termine è solo uno dei motivi per cui gli investitori devono riflettere attentamente su come proteggersi dalle perdite di portafoglio. Uno strumento essenziale in questo ambito è la diversificazione, sia a livello geografico che di asset class. Tra i metodi per controllare il rischio di portafoglio figurano anche l'utilizzo di strategie quantitative per ridurre le posizioni azionarie nelle fasi di elevata volatilità e l'assunzione di protezione a basso costo contro i ribassi del mercato approfittando degli attuali livelli relativamente modesti della volatilità implicita.

**Crescita:** gli investitori devono inoltre assicurarsi che i loro portafogli siano in grado di produrre i rendimenti composti a lungo termine necessari per raggiungere i loro obiettivi finanziari. Con tutta probabilità, i tassi d'interesse resteranno bassi nel prossimo futuro. Sottolineiamo quindi l'importanza di limitare le posizioni in liquidità, adottando al contempo strategie di ottimizzazione delle performance per migliorare il potenziale di generazione di rendimenti composti nel tempo. Illustriamo i titoli e i settori che sono rimasti indietro durante il recupero del primo trimestre e presentano ancora fondamentali robusti. Inoltre, individuamo le aziende esposte a tendenze durature di lungo periodo e alle nostre idee d'investimento a più forte convinzione in ciascuna delle principali regioni economiche.

Per maggiori dettagli si rimanda allo studio.

\* 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.

Sottopesiamo i titoli di Stato giapponesi a 10 anni e non deteniamo più una copertura valutaria sull'esposizione strategica alle azioni nipponiche.

**Sottopesiamo i titoli di Stato giapponesi a 10 anni e non deteniamo più una copertura valutaria sull'esposizione strategica alle azioni nipponiche.** Espriamo le nostre attese circa il futuro inasprimento monetario della Bank of Japan attraverso un sottopeso sui JGB, una posizione che frutta un carry leggermente positivo in base al rendimento del decennale di appena -0,02%. Inoltre, poiché riteniamo che lo yen sia la valuta più sottovalutata del mondo in base ai fondamentali tra quelle principali, ci posizioniamo in vista di un suo apprezzamento a lungo termine evitando di coprire l'esposizione strategica alle azioni giapponesi. Il sovrappeso sullo yen ha il vantaggio aggiuntivo di fungere da protezione contro i ribassi del portafoglio, poiché dovrebbe apprezzarsi in un contesto di avversione al rischio globale.

Sovrappesiamo l'euro rispetto al franco svizzero.

**Sovrappesiamo l'euro rispetto al franco svizzero.** La fase di debolezza dell'eurozona è durata più a lungo del previsto, ma per la seconda metà dell'anno ci aspettiamo una ripresa della crescita europea. Le probabilità di una Brexit senza accordo sono diminuite e quindi le pressioni sugli investimenti aziendali dovrebbero calare. Inoltre, la Banca centrale europea sembra intenzionata a normalizzare la politica monetaria mediante la riduzione del proprio bilancio. Questi fattori dovrebbero avvantaggiare l'euro rispetto al franco svizzero e riteniamo che il valore equo in base alla parità del potere di acquisto sia pari a 1.20, contro l'attuale livello di 1.13. La debolezza del franco svizzero sembra destinata a proseguire, poiché la Banca nazionale svizzera attende ancora che la BCE alzi i tassi, eventualità che dovrebbe verificarsi solo nel primo trimestre del 2020. A questo punto, riteniamo che un calo dell'incertezza politica e della preoccupazione per la crescita dovrebbe ridurre gli afflussi verso le valute rifugio come il franco. Tra i rischi ai quali è esposta la nostra posizione vi sono una profonda recessione dell'eurozona, le tariffe statunitensi sulle auto importate, una Brexit senza accordo e un ulteriore allentamento della BCE.

Sovrappesiamo la corona norvegese rispetto al franco svizzero e al dollaro canadese.

**Sovrappesiamo la corona norvegese rispetto al franco svizzero e al dollaro canadese.** A fronte dell'aumento dell'inflazione in Norvegia e del vigore dei prezzi del petrolio, ci aspettiamo che la Norges Bank mantenga un orientamento relativamente restrittivo, dopo aver segnalato l'intenzione di operare un altro rialzo dei tassi a giugno. Al contrario, l'eurozona registra un calo dell'inflazione e a nostro avviso la Banca nazionale svizzera alzerà i tassi di riferimento solo dopo la BCE. Siamo cauti anche sulle prospettive del dollaro canadese, alla luce della perdurante debolezza del mercato immobiliare nazionale e del contesto d'inflazione debole in Nord America. Ci aspettiamo che la Bank of Canada lasci invariati i tassi d'interesse.



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## Spunti dall'UBS Investor Forum

In occasione dell'UBS Investor Forum di questo mese, abbiamo invitato vari esperti esterni a mettere alla prova il nostro giudizio sull'economia e gli investimenti. In linea con l'incertezza che avvolge le prospettive future, abbiamo raccolto opinioni variegata e in alcuni casi discordanti.

- I partecipanti hanno mostrato un cauto ottimismo nei confronti del contesto macroeconomico globale, in virtù del vigore della spesa per consumi. Le dispute commerciali sono state viste sia come fonte d'incertezza che come potenziale fattore positivo in caso di risoluzione.
- I nostri ospiti sono apparsi divisi nei confronti dei mercati del credito. Alcuni invitati guardano con preoccupazione ai rischi legati al mercato statunitense dei leveraged loan e sottopesano le obbligazioni high yield.
- È inoltre emerso un certo disaccordo circa l'efficacia della recente comunicazione della Fed sulla politica monetaria e un partecipante in particolare ritiene che il mercato stia sottovalutando il rischio di un ulteriore rialzo dei tassi entro l'anno.

# Economia

## Eurozona

### Stabilizzazione della crescita dopo una fase di debolezza

#### House view

**Probabilità: 60%\***

Ricardo Garcia, Chief Economist eurozona

Dopo il calo della produzione di automobili della scorsa estate, dovuto ai nuovi standard sulle emissioni inquinanti, l'attività economica dovrebbe stabilizzarsi nell'1S19, sulla scia dell'aumento del reddito disponibile reale e di alcune misure di stimolo fiscale. La BCE mantiene un atteggiamento attendista, dato che il mercato del lavoro continua a riprendersi e sono ancora presenti vari rischi di rilievo. Secondo le nostre attese, l'istituto comincerà ad alzare i tassi a marzo 2020.

In Germania, l'atteso recupero della produzione di automobili, il calo dei prezzi dell'energia e gli interventi di stimolo fiscale contribuiranno probabilmente a stabilizzare l'economia. In Francia, le riforme del Presidente Emmanuel Macron e gli stimoli fiscali dovrebbero favorire il riequilibrio della crescita del PIL.

La crescita italiana potrebbe assestarsi grazie alla risoluzione dello scontro con la Commissione europea sulla legge di bilancio e alla stabilizzazione dell'economia regionale. La Spagna registra ancora una solida espansione, che però dovrebbe continuare a normalizzarsi.

Crescita mondiale prevista per il 2019: **3,6%**

	Crescita del PIL reale, in %			Inflazione, in %		
	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>	2020P <sup>1</sup>	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>	2020P <sup>1</sup>
Stati Uniti	2,9	2,4	2,0	2,4	1,8	2,1
Cina	6,6	6,4	6,1	2,1	2,3	1,9
Eurozona	1,8	1,3	1,3	1,8	1,2	1,4
Germania	1,5	1,0	1,3	1,9	1,2	1,6
Francia	1,6	1,3	1,4	2,1	1,2	1,3
Italia	0,8	0,3	0,8	1,2	0,6	0,6
Spagna	2,6	2,2	2,0	1,7	0,9	1,4
Regno Unito	1,4	1,5	1,2	2,5	2,1	2,2
Svizzera	2,5	0,9	1,6	0,9	0,6	1,0
Russia	2,3	1,5	2,1	2,9	4,9	3,9
Mondo	3,8	3,6	3,7	3,0	2,9	2,8

Fonti: Reuters EcoWin, FMI, UBS; dati al 24 aprile 2019  
<sup>1</sup> Previsioni UBS

## Stati Uniti

### Crescita moderata

#### House view

**Probabilità: 60%\***

Brian Rose, economista

L'aumento dei redditi da lavoro e la robusta fiducia dei consumatori dovrebbero favorire una solida espansione della spesa al consumo.

Gli investimenti aziendali sono attesi in ulteriore aumento, grazie al vigore degli utili e alla scarsità di manodopera, ma saranno frenati dall'incertezza politica, soprattutto sul fronte del commercio.

La produzione manifatturiera crescerà probabilmente a un ritmo moderato.

Dopo un periodo di continue sorprese negative, i recenti dati sul mercato immobiliare hanno indicato una certa stabilità. I tassi ipotecari sono diminuiti rispetto ai massimi e la domanda di abitazioni dovrebbe essere sostenuta dalla forza del mercato del lavoro, che riduce i rischi di ribasso.

Lo stimolo fornito all'economia dai tagli delle imposte e dalla maggiore spesa pubblica si sta esaurendo. La deregulation avrà probabilmente un certo impatto positivo sulla crescita nel corso del tempo.

L'inflazione «core», che esclude i prezzi di generi alimentari ed energia, è rallentata negli ultimi tempi, ma dovrebbe rimanere vicina al target del 2% della Fed.

L'obiettivo della banca centrale è portare i tassi d'interesse a un livello neutrale. Nel nostro scenario di riferimento, ci aspettiamo che il costo del denaro non venga modificato nel corso di quest'anno.

Con il venir meno degli stimoli fiscali e monetari, un'escalation delle dispute commerciali o un altro shutdown del governo federale potrebbero rappresentare un pericolo più serio per la ripresa.

Nell'elaborare le previsioni economiche del CIO GWM, gli economisti del CIO GWM hanno collaborato con gli economisti di UBS Investment Research. Le previsioni e le stime possono cambiare senza preavviso.

\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

# Le politiche pubbliche sostengono l'economia

## House view

**Probabilità: 80%\***

Yifan Hu, economista, e Kathy Li, analista

La crescita del PIL nell'1T19 ha superato le attese, a quota +6,4% a/a, trainata essenzialmente dall'aumento delle esportazioni nette. Nell'1T19 gli investimenti fissi sono ulteriormente saliti del 6,3% a/a, grazie alla spesa per la costruzione di infrastrutture e immobili, mentre le vendite al dettaglio sono aumentate dell'8,3%, sospinte da apparecchi elettronici e beni di consumo primari. Ci aspettiamo che le autorità continuino ad attuare politiche espansive, ma non sarà più necessario effettuare ingenti interventi di stimolo se proseguirà la ripresa macroeconomica.

L'inflazione al consumo potrebbe registrare un'accelerazione a causa dell'impennata del prezzo del maiale. A marzo l'IPC è salito al 2,3% a/a, dopo essere calato per quattro mesi consecutivi. L'incremento è dovuto principalmente al rincaro della carne suina e degli ortaggi. Il trend ascendente dei prezzi del maiale è destinato a rafforzarsi, poiché a febbraio il numero di capi è diminuito di quasi il 20% a/a. L'IPC dovrebbe raggiungere il 2,5%, a fronte di un aumento atteso del prezzo del maiale del 30% per l'intero esercizio. L'inflazione dei prodotti non alimentari dovrebbe invece mantenersi sotto il 2%. Ci aspettiamo che le politiche fiscali e monetarie rimangano espansive, dato che la stabilità della crescita è tuttora la massima priorità del governo e che l'inflazione si attesta ancora al di sotto del target del 3%.

La politica monetaria resterà probabilmente accomodante. Dopo la riduzione di 100 punti base (pb) dei coefficienti di riserva obbligatoria delle banche a gennaio, ci aspettiamo altri tagli per 100–200 pb, accompagnati da strumenti di nuova creazione quali i finanziamenti agevolati. Nell'1T19 il credito è aumentato del 10,6% a/a, sospinto dal vigore dei prestiti bancari e delle emissioni obbligazionarie.

La politica fiscale dovrebbe rimanere proattiva, con ulteriori riduzioni di imposte e tariffe, nonché interventi di supporto alla costruzione di infrastrutture. Le amministrazioni locali sono state autorizzate a emettere obbligazioni a partire da gennaio, anziché ad aprile come previsto in precedenza, e nell'1T19 le nuove emissioni nette sono salite a 1000 miliardi di yuan. Il Ministero delle Finanze vuole che gli enti locali raggiungano la quota annuale di 3100 miliardi di yuan entro settembre.

Le tensioni tra Stati Uniti e Cina potrebbero concludersi con un'intesa parziale che preveda la sospensione degli aumenti dei dazi in cambio di un incremento delle importazioni di prodotti americani in Cina, un accesso più ampio al mercato cinese, il rafforzamento delle norme per la protezione della proprietà intellettuale e una serie di impegni strutturali.

# Rallentamento della crescita atteso nel 2019

## House view

**Probabilità: 60%\***

Alessandro Bee e Sibille Duss, economisti

Nel 4T18 il PIL ha registrato una crescita dello 0,2% t/t e dell'1,5% a/a, segnando un leggero recupero (ma più modesto del previsto) rispetto alla contrazione dello 0,3% t/t del 3T18. Nell'1S18 la Svizzera aveva segnato una solida espansione, sostenuta dall'indebolimento del franco e dal vigore dell'economia mondiale.

Le cifre del 4T18 hanno invece evidenziato un brusco rallentamento nel 2S18. Questa dinamica dovrebbe proseguire nell'1S19, poiché le condizioni economiche rimangono incerte. La debolezza dell'economia europea nell'1S19 e i rischi politici dovrebbero pesare sui piani d'investimento delle aziende della Confederazione. Abbiamo abbassato la nostra previsione per la crescita del PIL svizzero nel 2019 dall'1,5% allo 0,9%.

Ci aspettiamo poi un'accelerazione nel 2S19, trainata dalla ripresa europea e dal deprezzamento del franco.

Il PMI manifatturiero svizzero è sceso da 55,4 punti a febbraio a 50,3 a marzo, principalmente a causa degli indicatori dell'occupazione e della produzione. Di contro, il barometro economico KOF è salito da quota 92,4 a 97,4. Tuttavia, entrambi gli indicatori sono ancora al di sotto della media di lungo periodo e segnalano che l'economia rimane fragile.

L'inflazione è leggermente salita dallo 0,6% a/a di febbraio allo 0,7% a/a di marzo, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi di abbigliamento, calzature e prodotti per il tempo libero. Ci aspettiamo che l'IPC svizzero si attesti allo 0,6% nel 2019.

Nell'attesa che prosegua l'attuale clima d'incertezza globale, riteniamo probabile che la BNS non effettui il primo rialzo dei tassi fino all'1T20, dopo che la BCE avrà dato inizio alla stretta monetaria nell'eurozona. A nostro avviso, la BNS interverrà sul mercato dei cambi solo se il rapporto EURCHF scenderà sotto 1.10.

# Le principali dinamiche dei mercati finanziari

## Politica monetaria

### House view

**Probabilità: 70%\***

Brian Rose, economista  
Ricardo Garcia, Chief Economist eurozona  
Paul Donovan, Global Chief Economist UBS GWM

Alla riunione del FOMC di marzo, la Fed ha indicato chiaramente che intende lasciare invariati i tassi fino a quando non avrà concluso il processo di riduzione del suo bilancio il prossimo settembre. A nostro avviso, le aspettative del mercato di un taglio dei tassi nel 2020 andranno deluse. Nel nostro scenario di riferimento, l'istituto non ritoccherà il costo del denaro sino alla fine dell'anno prossimo. Le probabilità di ulteriori interventi restrittivi aumenteranno se l'inflazione PCE «core» supererà l'obiettivo del 2% della Fed. La banca centrale proseguirà il quantitative tightening organico, dato che nel 2020 il suo bilancio continuerà a contrarsi in proporzione al PIL.

Il mercato si attende che il primo rialzo dei tassi nell'eurozona venga effettuato dopo la fine del mandato del Presidente Draghi. In base al verbale dell'ultima riunione della BCE, è ancora possibile che venga operato un intervento restrittivo entro la fine del 2019. I toni usati indicano che i mercati sono troppo ottimisti circa il futuro andamento della politica monetaria.

Le banche centrali ci sembrano ancora più orientate a un inasprimento che a un allentamento, fatta eccezione forse per Australia e Giappone; tuttavia, le dichiarazioni degli istituti di emissione appaiono più accomodanti, a seguito delle turbolenze economiche causate dai rischi politici. Le autorità monetarie sembrano infatti attente a non aggiungere un'altra fonte d'incertezza in grado di amplificare questi rischi.

Le banche centrali non hanno alcuna intenzione di frenare la crescita economica o l'inflazione, per le quali l'obiettivo è che si mantengano intorno ai livelli attuali. I cicli restrittivi del passato miravano invece espressamente a ridurre il potere di determinazione dei prezzi delle aziende e contenere l'inflazione, due effetti che attualmente non rientrano tra gli obiettivi di politica monetaria.

## Rischi politici

### House view

**Probabilità: 70%\***

Paul Donovan, Global Chief Economist UBS GWM

Negli Stati Uniti, l'attenzione degli investitori sarà rivolta al tetto del debito (che diventa un problema a partire dal secondo trimestre) e alla legge finanziaria di settembre. I candidati preferiti del Presidente Trump per i due posti vacanti di governatori della Fed sollevano il dubbio che sia in atto un processo di politicizzazione della banca centrale.

I danni arrecati al mercato dai dazi doganali (che possono essere interpretati essenzialmente come una tassa sulle azioni) sono stati riconosciuti in ambito politico e sembrano favorire il raggiungimento di un accordo commerciale di portata limitata volto ad arginare le attuali tensioni tra Cina e Stati Uniti. Difficilmente verranno approvate modifiche sostanziali e durature, ma è possibile che le dimensioni della disputa tornino ai livelli più modesti dell'inizio del 2018.

La separazione tra Unione europea (UE) e Regno Unito è stata rimandata. Nel nostro scenario di riferimento, alla fine verrà raggiunto un accordo, ma il rinvio dei termini della Brexit apre una nuova serie di possibilità, tra cui la convocazione di nuove elezioni.

I movimenti nazionalisti e antipolitici hanno guadagnato terreno in alcune regioni europee, un fattore che continuerà periodicamente ad attirare l'attenzione dei mercati (poiché rende più imprevedibili gli sviluppi politici). Le proteste in Francia evidenziano la volatilità che viene spesso generata da singole questioni politiche. In questo contesto, le elezioni del Parlamento europeo di maggio potrebbero assumere un'importanza fuori dal comune.

# Pausa degli utili, senza crollo

## House view

**Probabilità: 60%\***

Jeremy Zirin, strategist  
David Lefkowitz, strategist

La crescita degli utili statunitensi è rallentata, a causa del graduale riassorbimento dell'impatto straordinario dei tagli delle imposte e della decelerazione della crescita negli Stati Uniti e all'estero; tuttavia, ci sembra improbabile che i profitti aziendali subiscano una netta flessione. Gli indicatori anticipatori, come i dati sull'accesso al capitale, la fiducia delle imprese e le nuove richieste di sussidi di disoccupazione, continuano a tracciare un quadro positivo. La nostra stima per l'EPS delle società statunitensi nel 2019 è di 168 dollari (+3%).

La crescita degli utili dovrebbe tornare ad accelerare nel 2019 e all'inizio del 2020, a fronte del proseguimento dell'espansione economica, dei confronti favorevoli nel settore dell'energia e della stabilizzazione dei mercati tecnologici, soprattutto nel comparto dei semiconduttori. Per il 2020 ci attendiamo quindi un EPS di circa 179 dollari (+7%) per le società dell'S&P 500.

Le stime bottom-up per l'1T19 sono diminuite a seguito del netto deterioramento delle prospettive per il settore dell'energia, Apple e i semiconduttori. Inoltre, alcune mega cap vanno incontro a un confronto difficile su base annua. La crescita degli utili nell'1S19 potrebbe quindi risultare relativamente piatta. La debolezza non è però generalizzata e le società dell'S&P 500 dovrebbero registrare un'espansione mediana degli utili intorno al 4%. Gli episodi passati di pause simili nel ritmo di crescita non hanno creato problemi a livello di performance dei mercati azionari.

Per il 2019 prevediamo un modesto calo dei margini di profitto, intorno allo 0,4%. Non ci aspettiamo comunque che la riduzione dei margini prosegua su base sostenuta. La debolezza di quest'anno è ascrivibile al rallentamento dei ricavi e a fattori specifici relativi a vari settori, come la spesa per investimenti nei servizi di comunicazione e l'impatto sfavorevole dei cambi sui beni di consumo primari e i prodotti tecnologici. Le pressioni sono dovute solo in minima parte all'aumento delle retribuzioni. Le società di beni di consumo discrezionali ad alta intensità di manodopera sono le più esposte all'incremento del costo del lavoro, ma in media dovrebbero riuscire a compensare gli aumenti delle retribuzioni tramite il miglioramento della produttività e gli incrementi dei prezzi mirati. Inoltre, in genere gli aumenti salariali si traducono in un'accelerazione della spesa al consumo.

## Date principali

3 maggio 2019

Stati Uniti

**Rapporto sull'occupazione**

15 maggio 2019

Stati Uniti

**Rapporto sul settore industriale**

# Asset class

# Principali previsioni

Asset class	TAA <sup>1</sup>	Benchmark	Previsioni a 6 mesi			
			House view	Scenario positivo	Scenario negativo	
<b>Azioni</b>						
Stati Uniti	11.04.19	⊖	S&P 500	<b>2950</b>	3225	2375
Eurozona	10.04.19	⊖	Euro Stoxx	<b>360</b>	390	300
Regno Unito	10.04.19	⊖	FTSE 100	<b>7500</b>	7900	6500
Giappone	16.04.19	⊕	TOPIX	<b>1750</b>	1870	1400
Svizzera	10.04.19	⊖	SMI	<b>9200</b>	9940	8180
Mercati emergenti	16.04.19	⊕	MSCI EM	<b>1160</b>	1200	910
Titoli immobiliari quotati	16.04.19		RUGL	<b>5025</b>	5500	4600

## Obbligazioni 16.04.19

Duration in USD	⊖	Rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni	<b>2,80 (rendimento)</b>	2,30 (rendimento)	3,30 (rendimento)
Duration in Europa	⊖	Rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni	<b>0,30 (rendimento)</b>	-0,30 (rendimento)	0,70 (rendimento)
Corporate bond statunitensi	⊖	Spread Bloomberg Barclays US Int. Corp.	<b>90-110 pb</b>	75 pb	200-250 pb
Corporate bond eurozona	⊕	Spread Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate	<b>120-140 pb</b>	100 pb	200 pb
Obbligazioni high yield Stati Uniti	⊖	Spread ICE BAML US High Yield	<b>470-510 pb</b>	300 pb	800 pb
Obbligazioni high yield eurozona	⊖	Spread ICE BAML Euro High Yield	<b>400-440 pb</b>	300 pb	900 pb
Debito sovrano mercati emergenti in USD	⊖	EMBI Diversified	<b>330-350 pb</b>	290 pb	450 pb
Corporate bond mercati emergenti in USD	⊖	CEMBI Diversified	<b>310-330 pb</b>	270 pb	520 pb

## Investimenti alternativi 16.04.19

Oro	USD/oncia oro (6 mesi)	<b>USD 1350/oncia</b>	USD 1450/oncia	USD 1250/oncia
Petrolio	USD/barile greggio Brent (6 mesi)	<b>USD 75/barile</b>	USD 100/barile	USD 50/barile

## Valute 24.04.19

		Coppie di valute	
USD	⊖	USDCHF	<b>1.00</b>
		USDJPY	<b>107</b>
		EURUSD	<b>1.15</b>
EUR	⊕	EURCHF	<b>1.15</b>
		EURGBP	<b>0.87</b>
		GBPUSD	<b>1.32</b>
GBP	⊖	GBPCHF	<b>1.32</b>

- ⊕ Sovrappeso
- ⊖ Neutrale
- ⊖ Sottopeso

Fonte: UBS, Bloomberg  
<sup>1</sup> TAA = Asset allocation tattica

Le performance del passato non sono indicative dei rendimenti futuri.  
 Le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future.

# Azioni

## Stati Uniti

### ☰ Neutrale

Dopo la forte ripresa registrata da inizio anno rispetto alla flessione del 4T18, le valutazioni dei mercati azionari si avvicinano a livelli più equi. Tuttavia, i listini azionari dovrebbero continuare a salire nei prossimi 6–12 mesi, con il graduale rientro della persistente preoccupazione circa l'entità del rallentamento globale. La crescita degli Stati Uniti sta decelerando a causa del venir meno degli stimoli economici e dell'impatto dell'aumento dei tassi d'interesse, ma per quest'anno il rischio di recessione appare basso, stando ad alcuni indicatori anticipatori come l'accesso al capitale e la fiducia delle imprese. Ci aspettiamo un'espansione degli utili del 3% nel 2019 e un'accelerazione al 7% nel 2020, con l'attenuarsi delle pressioni legate ai prezzi delle materie prime e al settore tecnologico. Alla luce delle modeste spinte inflazionistiche, è improbabile che a breve termine la Fed riprenda il suo inasprimento monetario.

David Lefkowitz, strategist  
Jeremy Zirin, strategist  
Edmund Tran, strategist

### S&P 500

All'11 aprile 2019: 2888 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>2950</b>
↗ Scenario positivo	3225
↘ Scenario negativo	2375

### + Sovrappeso

Indicazione tattica di detenere un maggiore quantitativo dell'asset class rispetto a quanto specificato nell'asset allocation strategica

### ☰ Neutrale

Indicazione tattica di detenere un quantitativo dell'asset class in linea con il suo peso nell'asset allocation strategica

### – Sottopeso

Indicazione tattica di detenere un minore quantitativo dell'asset class rispetto a quanto specificato nell'asset allocation strategica

# Eurozona

### – Sottopeso

Sottopesiamo le azioni dell'eurozona. L'attività economica della regione si è indebolita. A marzo gli indici PMI del settore manifatturiero sono scesi ai minimi dal 2013, mentre quelli dei servizi hanno continuato a migliorare. Lo scarto tra i due indicatori ha quindi raggiunto il livello più elevato dal 2002. La solidità dei dati sul comparto dei servizi, nel contesto del miglioramento dei PMI cinesi, dovrebbe sostenere gli indici dell'eurozona nei prossimi mesi, contribuendo a invertire la recente tendenza negativa. Tuttavia, le azioni dell'eurozona sembrano scontare già questo scenario, dato che hanno recuperato il 15% da inizio anno. Persistono inoltre vari rischi di matrice estera, come quelli legati alla disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e alla Brexit, che potrebbero pesare sul sentiment. Altri mercati ciclici, come quelli del Giappone e dei Paesi emergenti, offrono a nostro avviso maggiori opportunità di valore e un potenziale di rialzo più consistente. I nostri settori preferiti nell'eurozona sono energia, informatica e utility.

Wolf von Rotberg, strategist  
Bert Jansen, analista

### Euro Stoxx

Al 10 aprile 2019: 375 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>360</b>
↗ Scenario positivo	390
↘ Scenario negativo	300

## Regno Unito

### ☰ Neutrale

Le azioni britanniche offrono valutazioni convenienti, con un P/E di 12,8x in base agli utili prospettici a 12 mesi e un rendimento da dividendi di quasi il 5%. Siamo tuttavia neutrali sul Regno Unito, per via dei rischi legati alla Brexit e dell'incertezza che pesa su sterlina e petrolio. Nel 2019 la crescita degli utili potrebbe attestarsi su valori bassi a una cifra, ma continuerà a dipendere dalle prospettive dei settori delle materie prime. Un aumento delle quotazioni petrolifere permetterebbe di superare tale soglia. Invece, un rafforzamento della sterlina penalizzerebbe il mercato. La direzione del cambio è legata a doppio filo all'esito della Brexit. A seguito dell'uscita del Regno Unito dalla UE, alcuni titoli potrebbero registrare variazioni più consistenti rispetto al mercato nel suo complesso, anche se in questo momento le azioni locali presentano uno sconto di appena il 7% rispetto a quelle globali. Siamo neutrali sull'azionario britannico nel nostro orizzonte tattico. Le valutazioni appaiono convenienti, ma persistono varie fonti d'incertezza. Sottopesiamo le azioni del Regno Unito in un orizzonte di 1–4 anni. I titoli di Stato dei mercati emergenti denominati in dollari ci sembrano offrire maggiori opportunità a lungo termine.

Caroline Simmons, strategist

### FTSE 100

Al 10 aprile 2019: 7420 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>7500</b>
↗ Scenario positivo	7900
↘ Scenario negativo	6500

# Svizzera

## – Sottopeso

Sottopesiamo le azioni svizzere nel nostro portafoglio globale. Le valutazioni risultano elevate rispetto ad altri mercati. Il rendimento da dividendi appare favorevole, ma nel complesso i multipli del listino svizzero non ci sembrano particolarmente convenienti. In Europa, il premio valutativo delle azioni elvetiche è ampiamente superiore alla media a 10 anni. Per quest'anno ci aspettiamo una progressione degli utili robusta, anche se in rallentamento, in un quadro di crescita più lenta ma ancora discreta dei ricavi su base organica, controllo dei costi nel settore finanziario, aumento delle vendite delle società di beni di consumo discrezionali e di altri settori e normalizzazione del rapporto costi/premi delle compagnie assicurative. Ci attendiamo un ulteriore incremento dei dividendi nel corso di quest'anno. A nostro avviso, gli effetti cambio su base annua avranno un impatto neutrale.

Stefan R. Meyer, analista

### Swiss Market Index

Al 10 aprile 2019: 9556 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>9200</b>
↗ Scenario positivo	9940
↘ Scenario negativo	8180

# Mercati emergenti

## + Sovrappeso

I mercati azionari emergenti hanno registrato buone performance nel corso dell'ultimo mese, grazie agli sviluppi più positivi sul fronte della disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e ai primi segnali di nuova accelerazione dell'economia cinese. Poiché l'indice MSCI EM ha superato il nostro obiettivo a sei mesi (1080), abbiamo fissato il nuovo target a sei mesi a quota 1160. Tuttavia, nei prossimi mesi sarà necessaria una ripresa visibile delle regioni emergenti per contrastare i rischi negativi locali in Africa, Russia, Turchia e Brasile. Con un P/E di 13,3x in base agli utili passati a 12 mesi, i listini azionari emergenti mostrano valutazioni più convenienti rispetto alle piazze sviluppate (16,5x). Il PMI manifatturiero aggregato è salito a 50,9 a marzo, da 50,5 a febbraio, principalmente grazie al miglioramento dei dati in Cina e Russia. Per quanto riguarda il complesso degli indicatori economici, gli ultimi dati sono stati nuovamente inferiori alle attese, ma in misura più modesta. Siamo ottimisti nei confronti di Cina e Taiwan, che registrano un miglioramento del quadro macroeconomico. Rimaniamo pessimisti sulla Malaysia e abbiamo un giudizio negativo sulla Thailandia, a causa dell'incertezza politica e del rallentamento della crescita.

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets  
Xingchen Yu, strategist

### MSCI EM

Al 16 aprile 2019: 1093 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>1160</b>
↗ Scenario positivo	1200
↘ Scenario negativo	910

# Giappone

## + Sovrappeso

Passiamo a un sovrappeso sulle azioni giapponesi, che hanno sottoperformato gli altri mercati ciclici da inizio anno e dovrebbero rivalutarsi grazie al rafforzamento dei dati macro. Abbiamo alzato la previsione per i profitti aziendali nell'esercizio fiscale 2019 (che termina a marzo 2020) dall'1% al 3% a/a. Ci aspettiamo che le stime di consenso sugli utili continuino a rallentare ancora per un certo tempo, per poi segnare una ripresa a partire dal 2019. Dato che i multipli si attestano notevolmente al di sotto della media storica, alcune società giapponesi di qualità ci sembrano offrire buone opportunità. Puntiamo su questi «fallen angels», sulle imprese in grado di beneficiare della crescente diffusione dei pagamenti digitali in Giappone e sulle società dotate di una solida strategia ESG.

Toru Ibayashi, analista  
Chisa Kobayashi, analista

### TOPIX

Al 16 aprile 2019: 1626 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>1750</b>
↗ Scenario positivo	1870
↘ Scenario negativo	1400

# Titoli immobiliari quotati

Grazie alla crescita interna e all'inversione dei canoni debole ma positiva, gli utili dovrebbero registrare un'espansione del 5,4% nel 2019–2020 (mercati emergenti esclusi). Le società si concentrano sull'ottimizzazione dei portafogli, le estensioni e il riposizionamento. Quelle che contano su una situazione finanziaria robusta possono ancora ottimizzare leggermente i costi di finanziamento e consolidare i bilanci, ma sempre più società registrano un aumento degli spread di rischio nel quadro della decelerazione congiunturale. I volumi di compravendita hanno segnato un nuovo massimo nel 3T18, ma prosegue il rallentamento dei tassi di crescita del valore del capitale, cominciato nel 2015. Il ciclo di compressione dei tassi di capitalizzazione è terminato. A livello locale, il loro aumento penalizza il valore degli immobili, in assenza di un'accelerazione dei canoni di affitto. Fatta eccezione per l'impennata dei prezzi di gennaio, dall'inizio del 2015 i titoli immobiliari quotati globali non hanno prodotto pressoché alcun guadagno sulle quotazioni. La performance continuerà a giungere dal rendimento da dividendi del 3,6% l'anno. Il comparto quota con uno sconto poco appetibile del 6% sul valore patrimoniale netto. Il valore degli immobili sottostanti diminuisce gradualmente.

Thomas Veraguth, analista  
Sandra Wiedmer, analista  
Maciej Skoczek, analista

### RUGL

Al 16 aprile 2019: 5368 Obiettivo a sei mesi

<b>House view</b>	<b>5025</b>
↗ Scenario positivo	5500
↘ Scenario negativo	4600

# Obbligazioni

## Duration in USD

☰ Neutrale

Ad aprile il rendimento dei Treasury a 10 anni si è aggirato intorno al 2,5%, dopo essere sceso temporaneamente sotto il 2,4% verso fine marzo. I tassi si mantengono bassi nonostante il notevole recupero dei mercati creditizi e azionari, favorito dall'orientamento accomodante assunto dalla Fed e dall'atteggiamento meno aggressivo dell'amministrazione Trump sul fronte del commercio. L'inflazione rimane vicina, ma leggermente inferiore, al target del 2% della banca centrale americana. A nostro avviso, la ridotta capacità disponibile e la ripresa della crescita economica dopo il recente rallentamento causato dalle tariffe faranno lentamente salire l'inflazione. La Fed ha indicato l'intenzione di sospendere il ciclo restrittivo. Crediamo che i tassi resteranno invariati finché non saranno emersi chiari segnali di una graduale risalita dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Poiché difficilmente questo scenario si realizzerà nell'anno in corso, abbiamo abbassato leggermente le nostre previsioni. Con l'avanzare del ciclo, ci aspettiamo ancora un lieve aumento dei tassi su tutte le scadenze e un ulteriore appiattimento della curva.

Douglas S. Rothstein, strategist

### Rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni

Al 16 aprile 2019: 2,59 (rendimento) Obiettivo a sei mesi

House view	2,80 (rendimento)
↗ Scenario positivo	2,30 (rendimento)
↘ Scenario negativo	3,30 (rendimento)

## Corporate bond eurozona

⊕ Sovrappeso

Lo scorso mese le obbligazioni corporate in EUR hanno beneficiato del calo degli spread creditizi, mentre i rendimenti dei Bund si sono stabilizzati su livelli contenuti. Nell'1T19 il comparto ha registrato uno dei migliori risultati trimestrali di tutti i tempi, con una performance del 3,2%. Anche se gli spread hanno toccato il livello più basso del nostro intervallo di previsione, nei prossimi tre mesi dovrebbero continuare a beneficiare della politica accomodante della BCE e del potenziale di ulteriore rafforzamento del settore bancario. Apriamo un sovrappeso sulle obbligazioni investment grade in EUR a fronte di un sottopeso sui titoli di Stato italiani a 2 anni. Questa posizione offre un premio di rendimento leggermente positivo abbinato a una buona protezione contro i ribassi, qualora i rischi legati all'Italia dovessero nuovamente aumentare. In un orizzonte di sei mesi ci aspettiamo una stabilizzazione della crescita della regione e non ci attendiamo un'escalation delle dispute commerciali globali. Poiché gli spread ci sembrano già scontare prospettive piuttosto positive, dovrebbero mantenersi stabili.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

### Spread Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate

Al 16 aprile 2019: 112 pb Obiettivo a sei mesi

House view	120-140 pb
↗ Scenario positivo	100 pb
↘ Scenario negativo	200 pb

## Duration in Europa

☰ Neutrale

Dopo essere calato per buona parte di marzo, il rendimento dei Bund tedeschi decennali si è stabilizzato in prossimità dello 0%. Le indicazioni della BCE e i dati economici ancora modesti mettono sotto pressione i tassi obbligazionari. La BCE continua a individuare rischi di ribasso e ha segnalato che, oltre a non alzare il costo del denaro prima della fine dell'anno, valuterà l'opportunità di mitigare gli effetti collaterali dei tassi negativi, una decisione che potrebbe condurre a ulteriori tagli dei tassi. Abbiamo abbassato le nostre previsioni in un orizzonte tattico a sei mesi, ma ci aspettiamo tuttora un aumento dei rendimenti, trainato dalla conclusione del programma di acquisto di obbligazioni della BCE, dalle aspettative di rialzi dei tassi e dal lento aumento delle spinte inflazionistiche. L'inclinazione della curva, la domanda di strumenti risk-free e il livello ancora negativo delle emissioni nette sostengono i Bund, mentre la modesta inflazione sottostante costringe la BCE a mantenere un orientamento accomodante. È improbabile che la BNS effettui un intervento restrittivo prima che la BCE abbia operato il suo primo rialzo, che non dovrebbe avvenire fino al 2020.

Douglas S. Rothstein, strategist

### Rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni

Al 16 aprile 2019: 0,07 (rendimento) Obiettivo a sei mesi

House view	0,30 (rendimento)
↗ Scenario positivo	-0,30 (rendimento)
↘ Scenario negativo	0,70 (rendimento)

## Corporate bond Stati Uniti

☰ Neutrale

Dopo l'eccellente risultato dell'1T19 (+3,8%), le obbligazioni corporate investment grade in USD hanno registrato un andamento laterale. Gli spread sono scesi sotto 90 pb, ma i rendimenti dei Treasury hanno ricominciato a salire, penalizzando le performance. L'orientamento ancora accomodante delle banche centrali e la stabilizzazione dell'economia da noi attesa per il 2S19 dovrebbero continuare a sostenere i corporate bond. Tuttavia, poiché è improbabile che gli spread registrino una contrazione sostanziale rispetto agli attuali livelli e il rischio di duration è aumentato, manteniamo una posizione neutrale in chiave tattica. La leva aziendale risulta elevata, ma è rimasta sotto controllo grazie alla buona crescita degli utili degli ultimi trimestri, e il contesto economico attuale è abbastanza solido da consentire un livello stabile o un miglioramento della qualità del credito (in base alle variazioni dei rating su base aggregata). Per il momento i rischi di credito non appaiono eccessivi, ma una forte decelerazione della crescita colpirebbe in particolare l'ampio segmento con rating BBB.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

### Spread Bloomberg Barclays US Int. Corp.

Al 16 aprile 2019: 86 pb Obiettivo a sei mesi

House view	90-110 pb
↗ Scenario positivo	75 pb
↘ Scenario negativo	200-250 pb

# Obbligazioni high yield Stati Uniti

☰ Neutrale

Gli spread delle obbligazioni high yield in USD si sono ristretti di 28 pb nell'ultimo mese, portando i rendimenti totali all'1,5%. A marzo le emissioni si sono mantenute sopra 20 miliardi di dollari, principalmente a scopi di rifinanziamento, e sono state trainate dal segmento B. Il graduale inasprimento delle condizioni finanziarie e il comportamento più aggressivo delle aziende nel quadro della progressiva maturazione del ciclo economico dovrebbero determinare un allargamento degli spread. Non ci aspettiamo però che il ciclo del credito si concluda quest'anno, poiché l'economia statunitense dovrebbe rallentare solo fino a riportarsi in linea con il tasso tendenziale e i fondamentali degli emittenti non mostrano segnali di allarme. A nostro avviso, i rendimenti dei Treasury saliranno a fronte della riaccelerazione della crescita americana nel 2019. A marzo il tasso d'insolvenza effettivo a 12 mesi ponderato per gli emittenti è sceso all'1% e nei prossimi 12 mesi dovrebbe gradualmente portarsi attorno al 3%.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

## Spread ICE BAML US High Yield

Al 16 aprile 2019: 364 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	470–510 pb
↗ Scenario positivo	300 pb
↘ Scenario negativo	800 pb

# Corporate bond mercati emergenti in USD

☰ Neutrale

Le obbligazioni corporate dei mercati emergenti registrano un rialzo del 5,7% da inizio anno, trainato dal restringimento degli spread e, in misura minore, dal calo dei rendimenti dei Treasury. Il tono più accomodante delle dichiarazioni della Fed, i progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, gli ulteriori stimoli varati dalle autorità cinesi e l'aumento dei prezzi del petrolio sono stati tra i fattori che hanno favorito il comparto. Ci aspettiamo un leggero aumento dei differenziali nei prossimi sei mesi, con una performance più o meno piatta per l'asset class. Poiché gli spread creditizi si attestano al di sotto della media storica, il potenziale di rialzo del comparto risulta ridotto, a seguito della brillante performance registrata da inizio anno. Tuttavia, a breve termine questi titoli verrebbero favoriti da un miglioramento dei dati macroeconomici globali e dalla firma di un'intesa parziale tra Stati Uniti e Cina in campo commerciale. Consigliamo agli investitori di mantenere una posizione neutrale sulle obbligazioni corporate emergenti. Rimane essenziale selezionare attentamente gli investimenti, come dimostrano le posizioni attive assunte nel nostro portafoglio modello.

Michael Bolliger e Jérôme Audran, analisti.  
Carolina Corvalan, strategist

## CEMBI Diversified

Al 16 aprile 2019: 300 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	310–330 pb
↗ Scenario positivo	270 pb
↘ Scenario negativo	520 pb

# Obbligazioni high yield eurozona

☰ Neutrale

Le obbligazioni high yield in euro hanno sovraperformato quelle statunitensi su base mensile e hanno registrato un rendimento totale dell'1,7%, sostenuto dalla contrazione di 36 pb degli spread. L'indagine della BCE sui prestiti bancari nell'1T19 ha mostrato un leggero allentamento su base netta dei criteri di concessione dei finanziamenti aziendali e conferma la buona disponibilità di credito a favore delle imprese dell'eurozona. Per i prossimi sei mesi ci aspettiamo un leggero ampliamento degli spread dagli attuali livelli, a fronte di un graduale aumento dei rendimenti dei Bund. La tenuta dell'economia interna e la pazienza della BCE dovrebbero sostenere i titoli high yield, mentre i persistenti timori sull'Italia e le incerte prospettive per il commercio globale potrebbero generare picchi di volatilità. A marzo il tasso d'insolvenza effettivo a 12 mesi ponderato per gli emittenti si è attestato allo 0,2%. Nei prossimi 12 mesi i default dovrebbero mantenersi sotto il 2%, grazie ai solidi fondamentali creditizi, all'agevole accesso ai finanziamenti e alla crescita dell'eurozona attorno al tendenziale.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

## Spread ICE BAML Euro High Yield

Al 16 aprile 2019: 351 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	400–440 pb
↗ Scenario positivo	300 pb
↘ Scenario negativo	900 pb

# Debito sovrano mercati emergenti in USD

☰ Neutrale

Il debito sovrano in USD dei mercati emergenti ha registrato un rialzo di circa il 7% da inizio anno, grazie alla contrazione degli spread e al calo dei rendimenti dei Treasury statunitensi. L'orientamento più accomodante della Fed, i progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, gli ulteriori stimoli varati dalle autorità cinesi e l'aumento dei prezzi del petrolio sono stati tra i fattori che hanno favorito il comparto. Il nostro scenario di riferimento prevede un andamento laterale degli spread dei mercati emergenti nei prossimi sei mesi. I rischi principali sono ancora legati a un rallentamento più marcato del previsto della crescita mondiale, una riduzione della liquidità in dollari e una riacutizzazione delle tensioni tra Stati Uniti e Cina. Manteniamo un approccio selettivo, privilegiando gli emittenti che quotano con uno sconto significativo o quelli di Paesi e settori esposti a prospettive di crescita favorevoli o a programmi di riforma. Sottopesiamo le azioni britanniche in un orizzonte di 1–4 anni, perché in futuro dovrebbero registrare una volatilità più alta rispetto alla media storica. I titoli di Stato dei mercati emergenti denominati in USD ci sembrano offrire maggiori opportunità di valore a lungo termine.

Michael Bolliger e Jérôme Audran, analisti. Alejo Czerwonko, strategist

## EMBI Diversified

Al 16 aprile 2019: 336 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	330–350 pb
↗ Scenario positivo	290 pb
↘ Scenario negativo	450 pb

# Valute

Thomas Flury, Head FX Strategy  
Daniel Trum, strategist  
Wayne Gordon, strategist

**EURUSD:** la volatilità bassa su base storica non è un'indicazione per il futuro. Nel nostro scenario di riferimento, che prevede un rafforzamento dell'economia europea e una normalizzazione della politica monetaria della BCE, ci aspettiamo un lento apprezzamento dell'euro. Nell'eventualità di una decelerazione più decisa dell'economia mondiale, l'EUR dovrebbe registrare un forte rialzo, poiché la Fed dispone di un maggiore margine di allentamento rispetto alla BCE. Se invece proseguisse il quadro di crescita modesta, il cambio EURUSD si manterrebbe probabilmente intorno ai livelli attuali.

**USDCHF:** rischi orientati a un ribasso. Le due valute rifugio sono gemelli diversi che da anni registrano un movimento laterale e dovrebbero continuare a farlo anche nel prossimo futuro. Tuttavia, poiché le forze fondamentali continuano a pesare sul dollaro, i rischi a più lungo termine sono orientati a un ribasso. Inoltre, i nostri scenari di rischio a breve termine segnalano un notevole potenziale di ribasso per il biglietto verde rispetto al franco.

**EURCHF:** prospettive positive a lungo termine. I dati europei hanno deluso le attese negli ultimi trimestri e il livello dell'euro sconta adesso una crescita economica più debole. Crediamo che questo ciclo sia ormai giunto al termine e che si aprano prospettive più positive per la moneta unica. La BNS mantiene un orientamento di politica monetaria flessibile, poiché il CHF è esposto a rialzi improvvisi. Ci aspettiamo che la BCE cominci ad alzare i tassi nel 2020, dando sostegno all'euro.

**GBPUSD:** la calma dopo la tempesta può trarre in inganno. Il rinvio del termine della Brexit a fine ottobre ha ridotto i rischi di ribasso della sterlina nel breve periodo, ma i rischi a più lungo termine restano significativi, soprattutto in prossimità della scadenza di ottobre. È però molto probabile che prima di tale data si tengano nuove elezioni nel Regno Unito. A causa della paralisi politica, nei prossimi sei mesi la sterlina dovrebbe rimanere volatile in area 1.32 contro il dollaro.

**USDJPY:** vendere nelle fasi di rialzo. Nel breve termine, consigliamo di sfruttare eventuali rialzi sopra quota 111 per assumere posizioni corte sul dollaro contro lo yen. La conclusione del ciclo restrittivo della Fed limita il potenziale di apprezzamento del dollaro. Tuttavia, sarà necessario un netto consolidamento della crescita e dell'inflazione del Giappone perché la BoJ possa consentire un rafforzamento sostenuto dello yen.

**USDCAD:** la BoC manterrà i tassi sotto il livello neutrale. La crescita economica del Canada è rallentata e tarderà a ripartirsi sopra il tendenziale, in un quadro di ridotte esportazioni di petrolio, difficoltà del mercato immobiliare, elevato indebita-

mento delle famiglie e incertezza legata al commercio con gli Stati Uniti. È probabile che la Bank of Canada lasci invariati i tassi ufficiali nel corso di quest'anno, in linea con la Federal Reserve. Ci attendiamo che il cambio USDCAD si mantenga stabile attorno a quota 1.33 nei prossimi sei mesi.

**AUDUSD:** aggiustare il tiro. A seguito del calo del tasso di disoccupazione al 4,9% e degli effetti positivi degli stimoli varati in Cina e nella stessa Australia, aumenta la probabilità che la Reserve Bank of Australia (RBA) lasci invariati i tassi ufficiali per un periodo più lungo. Tenendo conto anche dei toni apertamente accomodanti assunti dalla Fed, ci aspettiamo che il cambio AUDUSD si mantenga intorno a 0.71 a tre mesi per poi scendere a 0.68 a sei mesi, in vista di un ulteriore deterioramento della crescita interna e di due tagli dei tassi australiani di 25 pb ciascuno entro l'anno, come previsto dal nostro scenario di riferimento.

**EURNOK:** stella polare. La corona norvegese rimane l'unica valuta del G10 esposta a un ciclo monetario restrittivo. Questo contesto atipico dovrebbe continuare a spingere il cambio EUR-NOK verso quota 9.20 nei prossimi sei mesi. È possibile che negli ultimi tempi la NOK abbia risentito dei timori legati ai rischi politici in Europa e al calo dei prezzi del gas, ma questa situazione dovrebbe cambiare. La crescita e l'inflazione superiori alla media in Norvegia potrebbero innescare nuovi rialzi dei tassi.

**EURSEK:** ancora cautela sulla corona. La BCE e la Riksbank sono alla finestra e il rapporto EURSEK dovrebbe quindi mantenersi attorno a 10.5 nei prossimi 12 mesi. Poiché la banca centrale svedese non ha ancora assunto un orientamento espansivo come la BCE, non escludiamo un'impennata del cambio EURSEK verso quota 11.

## Previsioni per i tassi di cambio

	24.04.19	3M	6M	12M	PPA
EURUSD	1.122	1.15	1.15	1.20	1.29
USDJPY	111.8	107	107	105	75
USDCAD	1.344	1.33	1.33	1.30	1.20
AUDUSD	0.704	0.71	0.68	0.68	0.68
GBPUSD	1.293	1.32	1.32	1.38	1.58
NZDUSD	0.663	0.68	0.68	0.68	0.58
USDCHF	1.018	1.00	1.00	1.00	0.93
EURCHF	1.142	1.15	1.15	1.20	1.20
GBPCHF	1.317	1.32	1.32	1.38	1.46
EURJPY	125.4	123	123	126	96
EURGBP	0.867	0.87	0.87	0.87	0.82
EURSEK	10.492	10.50	10.50	10.50	9.69
EURNOK	9.608	9.40	9.20	9.20	10.55

Fonti: Reuters EcoWin, FMI, UBS; dati al 24 aprile 2019  
PPA = parità del potere d'acquisto

# Materie prime e investimenti alternativi

## Materie prime

### Oro

L'andamento dell'oro continua a dipendere principalmente dal dollaro, dai tassi d'interesse reali americani, dai rischi politici e dalla volatilità dei mercati azionari. A nostro avviso, tutti questi fattori dovrebbero sostenere i prezzi nei prossimi 12 mesi. Con l'arrivo delle fasi finali del ciclo, continuiamo ad apprezzare le caratteristiche di bene rifugio dell'oro in un contesto di portafoglio. Le quotazioni aurifere dovrebbero attestarsi a 1350 dollari l'oncia a 6 mesi e 1400 dollari l'oncia a 12 mesi.

Wayne Gordon, strategist  
Giovanni Staunovo, analista  
Dominic Schnider, analista

### Oro (6 mesi)

Al 16 aprile 2019: USD 1277/oncia Obiettivo a sei mesi

House view	USD 1350/oncia
↗ Scenario positivo	USD 1450/oncia
↘ Scenario negativo	USD 1250/oncia

### Petrolio

La brusca contrazione delle forniture globali di greggio di circa 2,3 mbg dal 4T18 all'1T19 ha creato tensioni sui mercati petroliferi, spingendo le quotazioni in rialzo del 30% circa da inizio anno. I principali fattori alla base del calo dell'offerta sono stati i tagli volontari alla produzione stabiliti dall'OPEC e dai suoi alleati (OPEC+) e la riduzione involontaria avvenuta nei Paesi esenti (Venezuela e Iran). Su base trimestrale, la produzione di greggio dell'OPEC è scesa di circa 1,6 mbg a 30,6 mbg. A fronte del rafforzamento stagionale della domanda e delle attese di produzione invariata nel 2T19 rispetto all'1T19, la scarsità di petrolio potrebbe aggravarsi e sospingere ulteriormente i prezzi. Nei prossimi mesi ci aspettiamo quindi che il Brent si stabilizzi in area 70–80 dollari il barile.

### Greggio Brent (6 mesi)

Al 16 aprile 2019: USD 72/barile Obiettivo a sei mesi

House view	USD 75/barile
↗ Scenario positivo	USD 100/barile
↘ Scenario negativo	USD 50/barile

## Hedge fund

Gli hedge fund sono un'importante fonte di rendimento e stabilità per i portafogli multi-asset, soprattutto nelle fasi di volatilità dei mercati. Presentano migliori caratteristiche di rischio/rendimento rispetto a molte altre asset class e offrono accesso a opportunità d'investimento decorrelate, con vantaggi sia in termini di protezione dai ribassi che di diversificazione. Con l'arrivo di tempi potenzialmente più difficili, consigliamo agli investitori di detenere posizioni in questa asset class. La maggiore dispersione dei rendimenti azionari, la volatilità, l'aumento dei tassi d'interesse e la fase sempre più avanzata del ciclo economico dovrebbero favorire il comparto in generale. Ci aspettiamo performance del 3–6% l'anno (in USD) per il complesso degli hedge fund in un orizzonte di diversi anni.

Karim Cherif, strategist  
Georg Weidlich, strategist

# Dogmatismo contro pragmatismo

Matteo Ramenghi, Chief Investment Officer, UBS WM Italy

Abbiamo pubblicato una ricerca dal titolo ambizioso, «Il futuro dell'Europa», che ipotizza diversi scenari economici per l'eurozona e offre numerosi spunti di riflessione.

Da molti punti di vista, l'eurozona è un'area economica più sana degli Stati Uniti. L'area dell'euro ha un debito pubblico medio di poco superiore all'85% del PIL, contro quasi il 100% degli Stati Uniti, e le famiglie europee sono molto meno indebitate di quelle americane. Quest'anno l'eurozona riporterà un deficit del bilancio pubblico di circa l'1% del PIL, che si confronta con oltre il 4% d'oltreoceano. C'è un altro indicatore che ci vede più virtuosi: la nostra bilancia commerciale è positiva per oltre il 3% del PIL, rispetto a un deficit americano di oltre il 2%.

«Trend demografici deboli e polarizzazione della società limitano il potenziale di crescita dell'economia europea. Per aumentarlo servono scelte coraggiose di politica economica: sarà questa la sfida per la prossima generazione di leader europei»

Nonostante tutto ciò, negli ultimi 10 anni gli Stati Uniti sono cresciuti quasi il triplo rispetto a noi. La maggior flessibilità dell'economia, un modello più concentrato sulla domanda interna, una più ampia esposizione alle nuove tecnologie e un migliore accesso al mercato dei capitali spiegano solo una parte di questo differenziale di crescita.

Infatti, gli Stati Uniti hanno saputo prendere decisioni molto rapide per uscire dalla crisi del 2008, mentre l'eurozona ha perso tempo prezioso. Già all'inizio del 2009, sull'altra sponda dell'oceano si stanziavano somme ingenti per ricapitalizzare il settore bancario e la Federal Reserve avviava il *quantitative easing*, le immissioni di liquidità sui mercati.

Al contrario, la Commissione europea ha tenuto un approccio prevalentemente dogmatico sin dall'inizio della crisi, talvolta tollerando eccezioni ma quasi mai dimostrando iniziativa nella gestione delle emergenze. La BCE ha addirittura alzato i tassi nel 2008 e non ha varato misure di sostegno tangibile fino al famoso «whatever it takes» di Mario Draghi nel 2012. Un vero e proprio programma d'immissione di liquidità è stato iniziato solo nel 2015. Di fatto, la ripresa da noi è cominciata nel 2013, non nel 2009 come per gli Stati Uniti, e la debolezza economica non è quindi stata pienamente riassorbita.

Come è ben noto, le ragioni di tali ritardi vanno ricercate nella difficoltà di concordare soluzioni accettabili per tutti i Paesi membri dell'Unione europea e nella mancanza di un'unione fiscale, bancaria e del mercato dei capitali.

La decelerazione economica in corso ci obbliga a prendere in considerazione diversi scenari per l'economia dell'eurozona e a interrogarci su cosa succederebbe al sopraggiungere della prossima recessione globale, che potrebbe anche essere scatenata dall'incertezza politica dovuta da elementi esterni all'Europa.

In questo momento, il sostegno dell'opinione pubblica all'euro è ai massimi storici, ma una recessione sarebbe terreno fertile per le forze politiche populiste, che già hanno sfruttato la crisi degli scorsi anni e le ondate migratorie. Il futuro dell'euro dipenderà quindi dalla nuova generazione di leader che presto si insedieranno al timone delle principali istituzioni europee. Più che mai le elezioni europee, la composizione della nuova Commissione e la successione alla Presidenza della BCE saranno delle pietre miliari nel processo d'integrazione.

Per quanto riguarda l'Italia, il raggiungimento di un accordo sulla legge di bilancio con la Commissione europea ha ridotto il rischio politico percepito dai mercati e ha consentito una riduzione dello spread. L'Italia resta però su un sentiero stretto: in assenza di riforme e di continua disciplina fiscale, la prossima recessione globale potrebbe portare a ulteriori riduzioni dei rating creditizi, creando condizioni tali da richiedere nuovi sacrifici fiscali. La riduzione dello spread è quindi essenziale per proteggere redditi e patrimoni.

# Investimenti preferiti

## Strumenti preferiti

### Azioni

- Azioni globali
- Azioni mercati emergenti
- Azioni Canada
- Azioni Giappone 
- Smart beta Stati Uniti
- Trovare valore nei ME
- Parziale protezione tramite opzioni put su azioni statunitensi

### Obbligazioni

- Debito sovrano mercati emergenti in USD (orizzonte 1–4 anni)
- Obbligazioni corporate investment grade eurozona 
- Green bond globali 
- «Mind the gap»: obbligazioni corporate che potrebbero diventare «rising stars» 

### Valute

- NOK contro...
- EUR vs... 
- NOK vs... 
- Yen giapponese (orizzonte di 1–4 anni)

## Strumenti meno preferiti

- Azioni Svizzera
- Azioni Regno Unito (orizzonte di 1–4 anni)
- Azioni eurozona 

- Obbligazioni e titoli di Stato con rating elevato dei mercati sviluppati 
- JGB a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY
- Obbligazioni più «sfruttate»
- Titoli di Stato italiani a 2 anni 
- «Mind the gap»: obbligazioni corporate che potrebbero diventare «fallen angels» 

- ...CHF
- ...CHF 
- ...CAD 
- ...valuta di riferimento\*

\* il sovrappeso sul JPY rispetto alla valuta di riferimento è una posizione ciclica con un orizzonte d'investimento a 1–4 anni. Tutte le altre posizioni hanno un orizzonte d'investimento massimo di 12 mesi.

 Upgrade recenti  
 Downgrade recenti

 Investimenti sostenibili

# Smart beta statunitensi

Smart beta è uno degli stili di investimento in più rapida crescita. Offre un'esposizione a basso costo alle strategie tradizionali di premio di rischio riconosciute a livello accademico e storicamente di successo.

Karim Cherif, strategist



## Orizzonte temporale

A lungo termine >12 mesi

## Asset class

Azioni

### Che cosa significa smart beta?

Nelle azioni lo smart beta rappresenta una strategia semi-passiva che prende un normale indice di capitalizzazione di mercato (come l'MSCI USA) e rovescia la composizione dei titoli per sfruttare il comportamento degli investitori e cogliere i tradizionali premi di rischio.

### Quali smart beta consigliate?

I fattori smart beta più frequentemente citati e che hanno offerto i migliori risultati in passato sono momentum, quality, small capitalization, risk-weighted, value e yield. Tutti e sei hanno sovraperformato nel lungo termine gli indici ponderati per la capitalizzazione di mercato, ma singolarmente possono registrare periodi di sottoperformance. Per le azioni statunitensi consigliamo di combinare i fattori smart beta per migliorare la performance.

### Che cosa ha decretato la sovraperformance storica degli smart beta?

Ogni fattore smart beta presenta driver diversi, quindi offre diversificazione. Per esempio, value (reso famoso da Benjamin Graham e Warren Buffet) sfrutta l'avversione al rischio degli investitori in merito a titoli «poco onerosi». Momentum ha generato uno stile di hedge fund da circa USD 300 miliardi e sfrutta la tendenza degli investitori ad acquistare ciò che ha già registrato un aumento. Small capitalization è ancora più semplice: le società di piccole dimensioni sono più rischiose poiché sono meno diversificate, e per compensare tale situazione offrono rendimenti eccedenti.

### Come è stata la performance della strategia?

Secondo un test retrospettivo a partire dal 2001, un portafoglio equamente ponderato dei sei fattori smart beta statunitensi più frequentemente citati ha sovraperformato l'MSCI USA di 1,9 punti percentuali all'anno. Inoltre investire in smart beta comporta commissioni inferiori rispetto alla gestione attiva.

### Recenti sviluppi

Il mercato azionario statunitense ha continuato a crescere a marzo, chiudendo il mese in rialzo. L'indice di capitalizzazione del mercato e il portafoglio di fattori a parità di ponderazione hanno guadagnato rispettivamente l'1,8% e l'1,0% su base mensile.



A solo scopo di marketing

## Raccomandazioni d'investimento Maggio 2019

### Asset class

Azioni

Tutte le raccomandazioni d'investimento in questa pagina provengono interamente da entità al di fuori di UBS Chief Investment Office WM. Queste entità non sono soggette alle disposizioni legali che disciplinano l'indipendenza della ricerca finanziaria. Di conseguenza è possibile che le soluzioni raccomandate non riflettano pienamente le opinioni di UBS Chief Investment Office WM. Per maggiori informazioni o la documentazione completa su questi prodotti si prega di consultare UBS Quotes o di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

### Smart beta statunitensi

ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
IE00BDGV0746	UBS MSCI USA SEL.FACT.MIX	EUR H	16.99	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

**Perf. YTD:** performance da inizio anno; **Perf 1/3/5y:** performance a 1/3/5 anni; **Vola 3y:** volatilità a 3 anni

Bloomberg dati al 23/04/2019

Le informazioni relative ad O.I.C.R. contenute in questa sezione sono fornite esclusivamente a scopi pubblicitari e promozionali e non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o un'analisi finanziaria, in quanto non soddisfano i requisiti di indipendenza previsti dalla normativa di settore per la ricerca e l'analisi finanziaria. Le informazioni sono fornite da Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, banca di diritto italiano, soggetta alla vigilanza di Banca d'Italia e Consob. I dati di rendimento indicati nella suindicata tabella si riferiscono al passato e i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Tutti gli investimenti comportano rischi in particolar modo relativamente alle variazioni di valore e di rendimento. In caso di O.I.C.R. in valuta diversa da quella dello Stato nel quale l'investitore è residente, il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio. I dati relativi alle performance non considerano l'importo delle commissioni, competenze e/o altri oneri. La fonte dei dati di performance è Bloomberg che viene ritenuta attendibile, tuttavia Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, non garantisce sulla loro accuratezza o completezza. I suggerimenti di investimento non sono stati personalizzati e pertanto devono essere sempre considerati in un contesto di portafoglio tenendo conto dello specifico profilo rischio/rendimento di ciascun cliente. Prima dell'adesione gli investitori sono invitati a leggere attentamente il prospetto informativo.

# Trovare valore nei ME

Negli ultimi anni i titoli value sono stati gli sfavoriti nei mercati emergenti (ME). Dal 2012 l'MSCI EM Value Index ha sottoperformato la controparte growth del 25%. È giusto quindi investire nei titoli value dei ME? A nostro parere sì.

Michael Bolliger, analista



## Orizzonte temporale

A lungo termine >12 mesi

## Asset class

Azioni

### Conclusione dell'investimento

Dopo che nel 2017 i titoli value dei ME hanno sottoperformato quelli growth del 20%, principalmente a causa del rally tecnologico globale, l'anno scorso la situazione è cambiata: i titoli value hanno superato i growth di quasi il 7%. La forte correzione nei settori growth sovraperformati, come IT, beni al consumo e sanità, è stata la causa principale di questa disparità, sebbene anche i pesi massimi dei titoli value, come energia, servizi di pubblica utilità e finanziari, abbiano sovraperformato.

Dall'inizio del 2019, i titoli value dei ME hanno sottoperformato quelli growth di quasi l'1%. Riteniamo che si tratti di un rally tecnico a breve termine nei settori della tecnologia e dei beni di consumo, aiutato dalle aspettative di una tregua commerciale tra Stati Uniti e Cina, da una riduzione delle aspettative sui tassi di interesse e da una rotazione dall'energia (il settore con le migliori performance lo scorso anno).

Ma prevediamo che i titoli value dei ME tornino a sovraperformare in quanto i driver fondamentali, il sostanzioso

sconto di valutazione, la migliore dinamica degli utili e l'aumento dei prezzi del petrolio e delle materie prime continuano a favorire i principali settori value (finanziari, energia e materiali). Riteniamo che vi sia un'interessante opportunità di ingresso per gli investitori nell'indice value attraverso soluzioni ampiamente diversificate.

### Divario di crescita e rialzo delle materie prime alla base della ripresa dei titoli value dei ME

In un contesto economico stagnante, i titoli value tendono a sottoperformare, mentre i titoli growth solitamente brillano a causa del loro valore di rarità. Al contrario, in periodi di crescita abbondante, i titoli value tendono a prosperare poiché gli investitori si rivolgono a società che sono state ignorate.

In base alle previsioni dell'FMI, il divario di crescita tra economie emergenti e sviluppate passerà da 2,3 punti percentuali nel 2018 a 2,6–3,2 punti percentuali nei prossimi due anni. Secondo le stime dell'FMI, la crescita del PIL nei mercati emergenti rimarrà stabile a quasi il 4,7% quest'anno, mentre nei mercati sviluppati rallenterà al 2,1% dal 2,4% dell'anno scorso.

A fine gennaio 2019, la crescita dell'EPS trailing per l'indice value dei ME, pari all'11% su base annua, ha ampiamente superato quella dei titoli growth al 5%. Tuttavia, i titoli value scambiano con uno

sconto più ampio dei titoli growth rispetto alla loro media storica. Nel frattempo, il prezzo/valore contabile trailing dell'indice value, pari a 1,1x, presenta uno sconto del 60% rispetto all'indice growth, contro una media decennale del 50%. L'MSCI EM Value Index offre inoltre un rendimento da dividendo maggiore del 4% rispetto al 2% dell'MSCI EM Growth.

### Recenti sviluppi

L'indice value è fortemente orientato verso settori ciclici come finanziari, energia e materiali, che rappresentano il 60% del benchmark. La ripresa degli utili nel settore finanziario è appena iniziata e, a nostro avviso, offre esposizione alla crescita superiore del credito nei ME con valutazioni ancora al di sotto delle medie storiche. I titoli di energia e materie prime offrono all'indice un'elevata esposizione ai prezzi delle materie prime, il che dovrebbe essere positivo se il prezzo del petrolio nei prossimi 6–12 mesi, come ci aspettiamo, tenderà a raggiungere USD 70–80/barile. Le principali sottoperformazioni dei titoli value sono i settori IT e al consumo. Uno dei rischi per questo tema è rappresentato da un rally tecnologico nei ME alimentato da una soluzione credibile delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, dalla debolezza dei prezzi delle materie prime e da condizioni di liquidità globale molto più rigorose che fanno deragliare la ripresa dei ME. Ciò spiega anche la più recente sottoperformance.

A solo scopo di marketing

## Raccomandazioni d'investimento Maggio 2019

**Asset class**  
Azioni

Tutte le raccomandazioni d'investimento in questa pagina provengono interamente da entità al di fuori di UBS Chief Investment Office WM. Queste entità non sono soggette alle disposizioni legali che disciplinano l'indipendenza della ricerca finanziaria. Di conseguenza è possibile che le soluzioni raccomandate non riflettano pienamente le opinioni di UBS Chief Investment Office WM. Per maggiori informazioni o la documentazione completa su questi prodotti si prega di consultare UBS Quotes o di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

### Trovare valore nei ME

ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
LU0067412154	UBS EQUITY CHINA OPPORTUNITY	USD	30.14	6.01	21.74	15.34	19.70

**Perf. YTD:** performance da inizio anno; **Perf 1/3/5y:** performance a 1/3/5 anni; **Vola 3y:** volatilità a 3 anni

Bloomberg dati al 23/04/2019

Le informazioni relative ad O.I.C.R. contenute in questa sezione sono fornite esclusivamente a scopi pubblicitari e promozionali e non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o un'analisi finanziaria, in quanto non soddisfano i requisiti di indipendenza previsti dalla normativa di settore per la ricerca e l'analisi finanziaria. Le informazioni sono fornite da Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, banca di diritto italiano, soggetta alla vigilanza di Banca d'Italia e Consob. I dati di rendimento indicati nella suindicata tabella si riferiscono al passato e i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Tutti gli investimenti comportano rischi in particolar modo relativamente alle variazioni di valore e di rendimento. In caso di O.I.C.R. in valuta diversa da quella dello Stato nel quale l'investitore è residente, il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio. I dati relativi alle performance non considerano l'importo delle commissioni, competenze e/o altri oneri. La fonte dei dati di performance è Bloomberg che viene ritenuta attendibile, tuttavia Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, non garantisce sulla loro accuratezza o completezza. I suggerimenti di investimento non sono stati personalizzati e pertanto devono essere sempre considerati in un contesto di portafoglio tenendo conto dello specifico profilo rischio/rendimento di ciascun cliente. Prima dell'adesione gli investitori sono invitati a leggere attentamente il prospetto informativo.

# Sostituire le obbligazioni usurate

I rendimenti in alcuni dei principali mercati sono prossimi o al di sotto dello zero. Per gli investitori è ora di sostituire alcune obbligazioni «usurate», che a nostro parere potrebbero registrare perdite in futuro, con alternative più interessanti.

Thomas Wacker, analista



## Orizzonte temporale

A medio termine 6–12 mesi

## Asset class

Obbligazioni

### Perché i total return negativi sono più probabili dei guadagni

I rendimenti delle obbligazioni europee sono tornati recentemente verso la parte centrale della loro gamma di negoziazione. La graduale riduzione degli acquisti di attivi da parte della Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbe comportare un aumento dei tassi d'interesse e degli spread, per cui la volatilità rimarrà probabilmente elevata. Riteniamo che i rendimenti a breve termine delle obbligazioni high grade in EUR e CHF aumenteranno, ma rimarranno negativi per più tempo. I total return delle obbligazioni con rendimenti estremamente negativi dovrebbero rimanere negativi nei prossimi sei mesi e quasi sicuramente fino alla scadenza.

## Nel contesto di un portafoglio

Gli investitori dovrebbero mantenere la loro asset allocation strategica, che nella maggior parte dei casi include obbligazioni di elevata qualità. Ma questo approccio non si traduce nella necessità di detenere strumenti che hanno una probabilità molto alta, in alcuni casi quasi certa, di produrre ingenti perdite. Persino all'interno delle obbligazioni high grade esistono alternative più interessanti, alcune delle quali sono presenti nella nostra Bond Top List.

## Recenti sviluppi

I rendimenti dei Bund tedeschi sono al momento negativi per scadenze prossime ai dieci anni e scambiano al di sotto della nostra soglia di rendimento del  $-0,5\%$  per scadenze oltre i tre anni. Il 30% dei titoli di Stato dei mercati sviluppati globali scambia con rendimenti negativi. Nell'Eurozona il dato è del 44%, in Giappone del 73% e in Svizzera del 69%. Inoltre circa il 50% delle obbligazioni garantite in EUR e degli agency bond da noi coperti scambia con rendimenti negativi. Lo stesso vale per il 20% delle obbligazioni societarie senior.



A solo scopo di marketing

## Raccomandazioni d'investimento Maggio 2019

**Asset class**  
Obbligazioni

Tutte le raccomandazioni d'investimento in questa pagina provengono interamente da entità al di fuori di UBS Chief Investment Office WM. Queste entità non sono soggette alle disposizioni legali che disciplinano l'indipendenza della ricerca finanziaria. Di conseguenza è possibile che le soluzioni raccomandate non riflettano pienamente le opinioni di UBS Chief Investment Office WM. Per maggiori informazioni o la documentazione completa su questi prodotti si prega di consultare UBS Quotes o di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

### Sostituire le obbligazioni usurate

ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
LU0891672056	UBS Bond Global Dynamic EUR hed	EUR H	2.48	2.3	2.9	1.3	3.2

**Perf. YTD:** performance da inizio anno; **Perf 1/3/5y:** performance a 1/3/5 anni; **Vola 3y:** volatilità a 3 anni

Bloomberg dati al 23/04/2019

Le informazioni relative ad O.I.C.R. contenute in questa sezione sono fornite esclusivamente a scopi pubblicitari e promozionali e non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o un'analisi finanziaria, in quanto non soddisfano i requisiti di indipendenza previsti dalla normativa di settore per la ricerca e l'analisi finanziaria. Le informazioni sono fornite da Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, banca di diritto italiano, soggetta alla vigilanza di Banca d'Italia e Consob. I dati di rendimento indicati nella suindicata tabella si riferiscono al passato e i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Tutti gli investimenti comportano rischi in particolar modo relativamente alle variazioni di valore e di rendimento. In caso di O.I.C.R. in valuta diversa da quella dello Stato nel quale l'investitore è residente, il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio. I dati relativi alle performance non considerano l'importo delle commissioni, competenze e/o altri oneri. La fonte dei dati di performance è Bloomberg che viene ritenuta attendibile, tuttavia Europe SE, Succursale Italia dal 1° Dicembre 2016, non garantisce sulla loro accuratezza o completezza. I suggerimenti di investimento non sono stati personalizzati e pertanto devono essere sempre considerati in un contesto di portafoglio tenendo conto dello specifico profilo rischio/rendimento di ciascun cliente. Prima dell'adesione gli investitori sono invitati a leggere attentamente il prospetto informativo.

# Un ricco catalogo.



**UBS House View Weekly**

Una pubblicazione settimanale che contiene aggiornamenti sull'evoluzione dei mercati e offre spunti tempestivi sugli ultimi sviluppi e sulle loro implicazioni per gli investimenti.

Frequenza: settimanale  
Formato: digitale

**UBS House View Monthly Letter**

Una lettera personale del nostro Global Chief Investment Officer che analizza tutte le principali tendenze dell'economia e dei mercati nell'ultimo mese e illustra le eventuali modifiche alle nostre posizioni d'investimento a sei mesi.

Frequenza: mensile  
Formato: digitale

**UBS House View Investor's Guide**

Un'istantanea mensile delle opinioni globali del CIO corredata da approfondimenti regionali e idee d'investimento mirate, per aiutare i clienti a implementare in modo ottimale le raccomandazioni del CIO nella propria strategia d'investimento.

Frequenza: mensile  
Formato: cartaceo e digitale

**UBS House View Year Ahead 2019**

La pubblicazione flagship che esplora i principali fattori che determineranno l'andamento delle economie, dei mercati e dei portafogli nel corso del prossimo anno. Contiene le nostre previsioni e le idee migliori per sfruttare le opportunità d'investimento e mitigare i rischi per il patrimonio.

Frequenza: annuale  
Formato: cartaceo e digitale

Se desidera ricevere opinioni d'investimento ancora più approfondite, la gamma completa di pubblicazioni del CIO è a sua disposizione.\*



\* In qualità di cliente UBS può richiedere la versione cartacea di UBS House View: Year Ahead 2018 al suo Client Advisor o alla mailbox Printed & Branded Products: sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com. Può anche richiedere la versione digitale nella sezione Investment Views della piattaforma e-banking di UBS.

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»).

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 (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.

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 a una 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](http://www.ubs.com/research). 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:** l'inclusione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) o delle considerazioni alla base degli investimenti sostenibili può impedire al gestore di partecipare a certe opportunità d'investimento che altrimenti sarebbero in linea con il suo obiettivo d'investimento e con altre strategie d'investimento tradizionali. I rendimenti di un portafoglio composto essenzialmente da investimenti che rispondono ai criteri ESG o da investimenti sostenibili possono essere inferiori a quelli di un portafoglio che non tiene conto di questi fattori. Dato che i criteri della sostenibilità possono escludere determinati investimenti, i portafogli potrebbero non avere accesso alle stesse opportunità o tendenze di mercato disponibili se non si applicano questi parametri. Le società possono non soddisfare necessariamente elevati standard di performance per tutti gli aspetti ESG o tutti i temi degli investimenti sostenibili; inoltre, non si garantisce che le società soddisfino le aspettative negli ambiti della responsabilità aziendale, della sostenibilità e/o della performance in termini d'impatto.

Distribuito a soggetti statunitensi 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 Mobiliários Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. **UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico è una consociata di UBS Financial Services Inc. 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.**

**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. **Austria:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con sede in Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), a cui la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione è distribuita da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. e/o da UBS Consenso Investimentos Ltda., entità regolamentate dalla Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **Cina:** il presente documento è redatto da UBS SA o da una sua succursale o affiliata offshore (collettivamente, «UBS Offshore»). UBS Offshore è costituita al di fuori della Cina e non è autorizzata né soggetta alla vigi-

lanza o alla regolamentazione in Cina per lo svolgimento di attività bancarie o relative a titoli. Il destinatario non deve contattare gli analisti o l'entità UBS Offshore che hanno allestito il presente documento per richiedere la loro consulenza, in quanto non sono autorizzati a fornire consulenza d'investimento in titoli in Cina. UBS Investment Bank (inclusa l'area Research) produce ricerche e opinioni proprie del tutto indipendenti, che a volte possono discostarsi dalle opinioni di UBS Global Wealth Management. Questo documento non deve essere inteso come un'analisi relativa a titoli specifici. Il destinatario non deve utilizzarlo o fare altrimenti affidamento sulle informazioni ivi contenute per assumere decisioni d'investimento e UBS declina qualsiasi responsabilità al riguardo. **Danimarca:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto danese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con sede in Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Danimarca, iscritta alla Danish Commerce and Companies Agency con il numero 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria danese (Finanstilsynet), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **EAU:** UBS non è autorizzata negli EAU dalla Central Bank of the UAE né dalla Securities and Commodities Authority. UBS AG, Dubai Branch è una società autorizzata nel DIFC dalla Dubai Financial Services Authority. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme francese con un capitale sociale di € 132 975 556, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Francoforte sul Meno, un'entità soggetta alla vigilanza del Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Grecia:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate come banca o istituto finanziario ai sensi della legislazione greca e non forniscono servizi bancari e finanziari in Grecia. Di conseguenza, UBS fornisce questi servizi solamente da filiali al di fuori della Grecia. Il presente documento non può essere considerato un'offerta pubblica rivolta o da rivolgere a persone residenti in Grecia. **Hong Kong:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG, Hong Kong Branch da UBS AG, Hong Kong Branch, banca autorizzata ai sensi della Hong Kong Banking Ordinance e istituto registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. **India:** la presente pubblicazione è distribuita da UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefono: +912261556000. Numeri di registrazione SEBI: NSE (segmento mercato dei capitali): INB230951431, NSE (segmento F&O) INF230951431, BSE (segmento mercato dei capitali) INB010951437. **Indonesia, Malaysia, Filippine, Thailandia:** questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Ogni consulenza fornita e/o transazione eseguita da UBS ai sensi del materiale sarà stata fornita solamente dietro sua specifica richiesta o eseguita dietro sua specifica istruzione, a seconda del caso, e potrà essere ritenuta tale da UBS e da lei. Il materiale potrebbe non essere stato vagliato, approvato, rifiutato o supportato da alcuna autorità finanziaria o di regolamentazione nella sua giurisdizione. Gli investimenti saranno soggetti a restrizioni e obblighi in materia di trasferimento, come indicato nel materiale. Mediante la ricezione del materiale, lei si impegna a rispettare integralmente tali restrizioni e obblighi. La invitiamo a leggere con attenzione e accertarsi di comprendere il materiale e ad esercitare la dovuta perizia e cura nel valutare il suo obiettivo d'investimento, la sua propensione al rischio e la sua situazione personale rispetto al rischio dell'investimento. In caso di dubbi le consigliamo di ricorrere a una consulenza professionale indipendente. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di UBS Europe SE, una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a prestare servizi finanziari, sottoposta alla vigilanza sia della BaFin che della Consob. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. Qualora i servizi vengano forniti al di fuori di Jersey, non saranno coperti dal quadro regolamentare di Jersey. UBS AG, Jersey Branch è una filiale di UBS AG, una società per azioni quotata in borsa costituita in Svizzera e avente sede legale in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basilea e Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurigo. La sede principale di UBS AG, Jersey Branch è in 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto lussemburghese ma a scopo informativo può essere distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con sede in 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo. UBS Europe SE, Luxembourg Branch è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza lussemburghese (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** le presenti informazioni sono state distribuite da UBS Asesores México, S.A. de C.V. (UBS Asesores), un'affiliata di UBS Switzerland AG, costituita come società di consulenza d'investimento non indipendente ai sensi della legge del mercato dei valori in virtù della sua relazione con una banca estera. UBS Asesores è un'entità regolamentata ed è soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), che disciplina UBS Asesores esclusivamente per quanto riguarda i servizi di gestione di portafoglio e di consulenza d'investimento in valori mobiliari, l'analisi e l'emissione di raccomandazioni d'investimento individuali, cosicché la CNBV non ha né può avere facoltà di vigilanza su qualsiasi altro servizio fornito da UBS Asesores. UBS Asesores è registrata presso la CNBV con il numero di registro 30060. Le è stata fornita la presente pubblicazione o il presente materiale UBS poiché ha comunicato a UBS Asesores di essere un investitore qualificato sofisticato con sede in Messico. Il compenso dell'analista/degli analisti che ha/hanno allestito il presente rapporto è determinato esclusivamente dal research management e dal senior management dell'entità del Gruppo UBS presso la quale tale/i analista/i presta/prestano servizio. **Nigeria:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate, soggette a vigilanza o regolamentate in Nigeria dalla Central Bank of Nigeria (CBN) né dalla Securities and Exchange Commission (SEC) della Nigeria e non svolgono attività bancarie o d'investimento in Nigeria. **Portogallo:** UBS Switzerland AG non è autorizzata a svolgere attività bancarie e finanziarie in Portogallo e non è sottoposta alla vigilanza delle autorità di regolamentazione portoghesi (Banco de Portugal e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários). **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS Switzerland AG, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS Switzerland AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. Informazioni dettagliate sulla portata della regolamentazione da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti retail di UBS London nel Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **Repubblica Ceca:** UBS non è una banca autorizzata nella Repubblica Ceca e pertanto non le è consentito fornire servizi bancari o d'investimento regolamentati nella Repubblica Ceca. Si prega di informare UBS qualora non si desidera più ricevere alcuna corrispondenza. **Singapore:** questo materiale le è stato fornito dietro richiesta pervenuta a UBS da parte sua e/o di persone autorizzate a effettuare tale richiesta per conto suo. Qualora abbia ricevuto il materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, la preghiamo di contattare UBS AG, Singapore Branch, un Exempt Financial Adviser ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) e banca wholesale autorizzata ai sensi del Singapore Banking Act (Cap. 19) e disciplinata dalla Monetary Authority of Singapore. **Spagna:** questa pubblicazione è distribuita ai propri clienti da UBS Europe SE, Sucursal en España, con sede legale in Calle María de Molina 4, 28006, Madrid, soggetta alla vigilanza della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e del Banco de España, ai quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. È inoltre autorizzata a fornire servizi d'investimento in titoli e strumenti finanziari, in relazione ai quali è anche soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato e disciplinato dalla BaFin. **Svezia:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto svedese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, con sede in Regeringsgatan 38, 11153 Stoccolma, Svezia, iscritta allo Swedish Companies Registration Office con il numero 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria svedese (Finansinspektionen), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziali o dietro loro richiesta.



