

# UBS House view

Monthly Base **Ottobre 2018**

**Chief Investment Office GWM**

La presente pubblicazione è stata redatta da UBS SA.

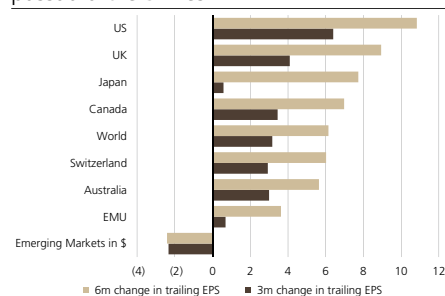
Si vedano le note legali riportate in calce al documento.

Il presente documento rappresenta un'istantanea. Se sopraggiungono variazioni, aggiorniamo l'asset allocation tattica e la rinviemo agli abbonati. Per tutte le altre previsioni e informazioni, siete pregati di controllare la sezione Investment Views nel vostro conto E-Banking o in Quotes.

# Prospettive dei mercati finanziari a breve termine

## La progressione degli utili sostiene le quotazioni azionarie

Variazione degli utili per azione (EPS) passati a 6 e 3 mesi



Fonte: Thomson Reuters, UBS, dati a settembre 2018

## Le azioni canadesi sono sottovalutate rispetto a quelle australiane

Rapporto prezzo/utigli prospettici a 12 mesi, Canada e Australia



Fonte: Thomson Reuters, UBS, dati al 17 settembre 2018

## Asset allocation tattica globale

### ● Asset allocation

La questione degli scambi commerciali rimane al centro dell'attenzione, dopo che il governo Trump ha varato una nuova serie di dazi su importazioni dalla Cina per 200 miliardi di dollari e ha minacciato di imporre ulteriori tasse doganali su prodotti cinesi del valore di 267 miliardi di dollari. Tuttavia, la modesta reazione alle tariffe recentemente annunciate mostra che il mercato ha già in parte assorbito le preoccupazioni relative al commercio. Le valutazioni azionarie non sono particolarmente alte, con un rendimento degli utili di circa il 6% su scala globale. La crescita mondiale procede a ritmo sostenuto e l'inflazione rimane bassa. Gli indicatori anticipatori statunitensi segnalano ancora una robusta dinamica economica e l'indice ISM dei responsabili degli acquisti ha toccato il livello più alto del ciclo in corso, mentre i PMI dell'eurozona e dei mercati emergenti si sono complessivamente stabilizzati. La Federal Reserve (Fed) dovrebbe alzare i tassi d'interesse a fine settembre, continuando a operare una stretta monetaria graduale. La Banca centrale europea (BCE) ha annunciato la probabile conclusione del programma di quantitative easing (QE) entro fine anno e ci aspettiamo che effettui il primo intervento restrittivo a settembre 2019. Manteniamo un moderato sovrappeso sulle azioni globali rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato.

### ● Azioni

Come previsto, Stati Uniti e Cina hanno varato nuovi dazi reciproci. È probabile che queste misure facciano lievitare i costi per le imprese, con un impatto sui profitti aziendali, ma nel complesso la generazione di utili appare robusta. Manteniamo quindi un modesto sovrappeso sulle azioni globali. Apriamo un sovrappeso sull'azionario canadese a fronte di un sottopeso su quello australiano. Le azioni del Canada presentano valutazioni più convenienti rispetto a quelle dell'Australia e mostrano una dinamica degli utili più vitale. Pur non trattandosi del nostro scenario di riferimento, l'eventuale fallimento della rinegoziazione del NAFTA rappresenta un rischio per questa posizione.

### ● Obbligazioni

Chiudiamo il sottopeso sulle obbligazioni high yield dell'eurozona. Gli spread si sono ampliati di 70 pb da inizio anno a causa dell'incertezza politica in Italia e della moderazione della crescita economica dell'eurozona, ma i rischi collegati a questi fattori si sono ormai attenuati. Incrementiamo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti in USD rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato. I fondamentali dei Paesi emergenti e il buon rendimento del 6,6% sostengono la posizione. Sovrappesiamo i Treasury americani a 10 anni rispetto alla liquidità in USD, poiché questo segmento ci sembra già scontare gran parte del ciclo di rialzo dei tassi e offre un buon carry. Sottopesiamo i titoli di Stato giapponesi a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY. A nostro avviso, la Bank of Japan consentirà ai rendimenti dei titoli di Stato di salire ancora, a fronte dell'accelerazione dell'inflazione.

### ● Valute

Sovrappesiamo lo yen giapponese (JPY) rispetto al dollaro di Taiwan (TWD). La posizione lunga sul JPY dovrebbe beneficiare di un rialzo dell'inflazione giapponese tale da convincere la BoJ a consentire un ulteriore aumento dei rendimenti oppure di una flessione dei mercati finanziari globali che stimolerebbe la domanda di yen quale valuta rifugio. Invece, l'economia di Taiwan è esposta ai rischi legati alle dispute degli Stati Uniti in ambito commerciale.

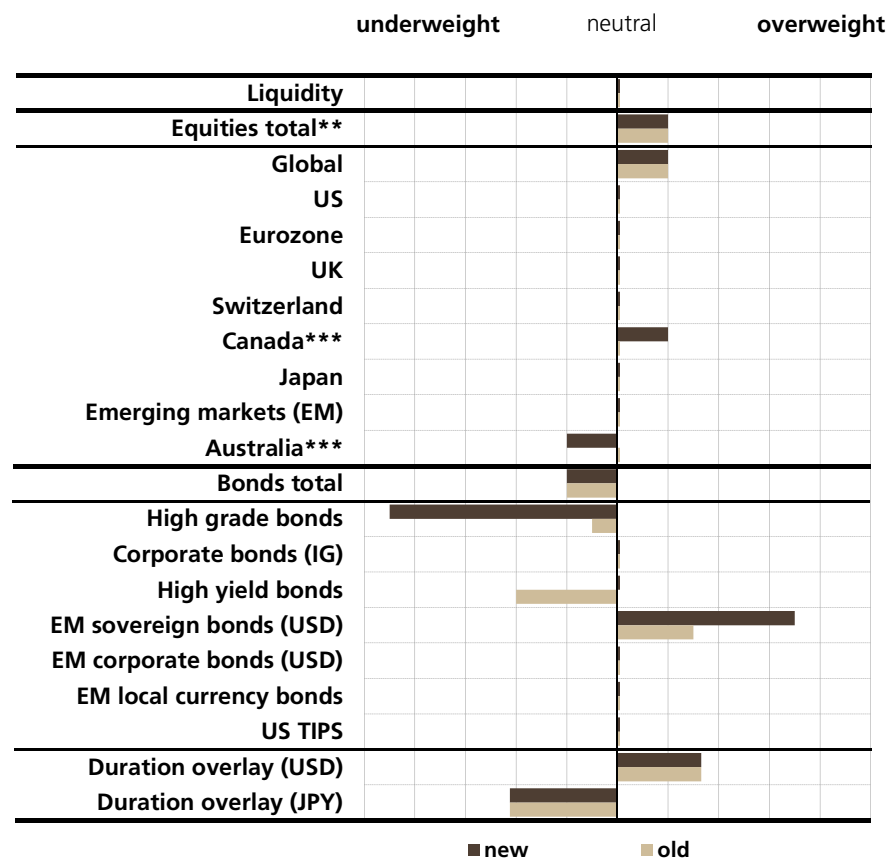
# Preferenze d'investimento

	Posizioni preferite	Posizioni meno preferite
Equities	<ul style="list-style-type: none"><li>● Azioni globali</li><li>● Azioni Canada ( ↗ )</li><li>● Azioni di qualità globali</li><li>● Smart beta Stati Uniti</li><li>● Strategia «buy-write» su azioni statunitensi</li><li>● Parziale protezione tramite opzioni put su azioni statunitensi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Azioni Australia ( ↘ )</li></ul>
Bonds	<ul style="list-style-type: none"><li>● Debito sovrano mercati emergenti in USD ( ↗ )</li><li>● Obbligazioni emergenti selezionate</li><li>● Leveraged loan europei</li><li>● Treasury a 10 anni rispetto alla liquidità in USD</li><li>● Obbligazioni e titoli di Stato con rating elevato in USD a lunga scadenza</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Obbligazioni e titoli di Stato con rating elevato dei mercati sviluppati ( ↘ )</li><li>● JGB a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY</li><li>● Obbligazioni più «sfruttate»</li></ul>
Foreign exchange	<ul style="list-style-type: none"><li>● Yen giapponese contro...</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● ...dollaro di Taiwan</li></ul>
Hedge Funds	<ul style="list-style-type: none"><li>● Gestire i rischi legati ai tassi americani con gli hedge fund</li></ul>	
Precious Metals & Commodities		

↗ Recenti upgrade   ↘ Recenti downgrade

# Asset allocation tattica globale

Deviazioni dell'asset allocation tattica dal benchmark \*



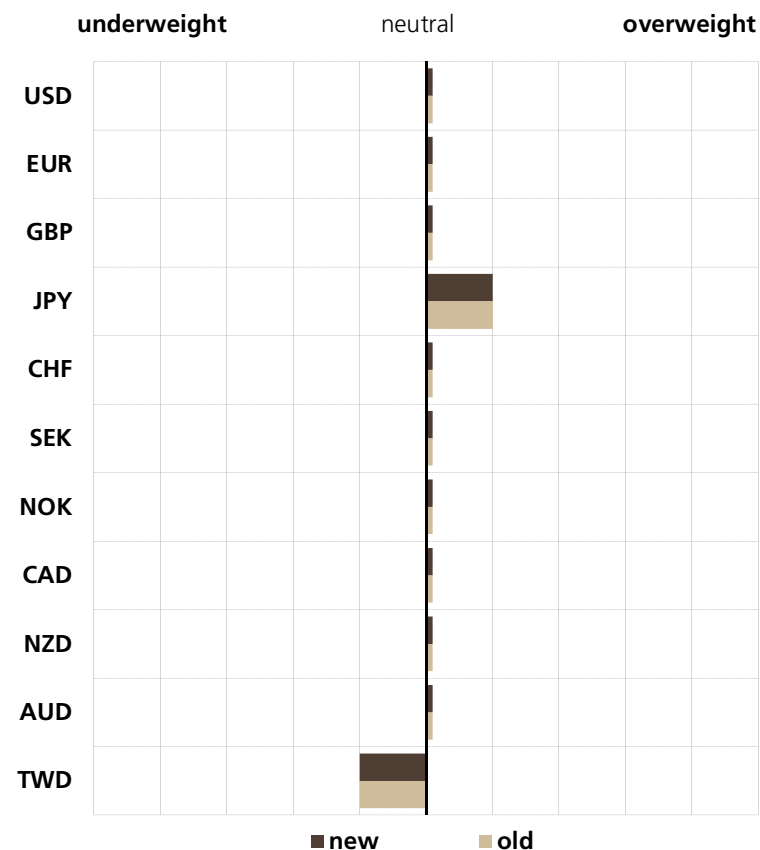
Fonte: UBS, dati al 20 settembre 2018

\* Si noti che i grafici a barre illustrano le preferenze del portafoglio nel suo complesso e possono essere interpretati come lo scostamento raccomandato dal relativo benchmark per una data asset class e sub-asset class.

\*\* Deteniamo un'opzione put sull'S&P 500 per dotare di parziale protezione l'asset allocation tattica.

\*\*\* Nota: solo per il profilo di rischio azionario.

Esposizione valutaria



Fonte: UBS, dati al 20 settembre 2018

# I principali catalizzatori dei mercati finanziari 1 - *Politica monetaria*

## Punti salienti

- La prospettiva di un rialzo dei tassi d'interesse americani a dicembre appare ora meno certa. La portata dei dazi doganali applicati dagli Stati Uniti e le loro ricadute sulla crescita americana potrebbero indurre la Federal Reserve a modificare il ritmo della stretta monetaria, finora scandita da rialzi alternati a pause. Le posizioni detenute dalla Fed in obbligazioni, che rappresentano una forma di offerta di liquidità, dovrebbero continuare a diminuire, auspicabilmente in linea con il calo della domanda di liquidità nell'economia.
- Si prevede ancora che la Banca centrale europea (BCE) interrompa il suo programma di QE e i relativi acquisti di obbligazioni verso la fine dell'anno. I mercati si aspettano che la BCE cominci ad alzare i tassi nel 2019.
- È improbabile che la Banca nazionale svizzera (BNS) operi un intervento restrittivo prima del 2019, date le crescenti incertezze su scala globale (e il potenziale di afflussi verso il franco in qualità di valuta rifugio). Il Governatore della Bank of England rimarrà in carica più a lungo del previsto per dare stabilità al Regno Unito durante il divorzio dalla UE.

## Opinione del CIO (Probability: 75%\*)

### Graduale stretta monetaria

- In base al ritmo regolare seguito dall'inasprimento monetario americano, a settembre la Fed dovrebbe nuovamente alzare i tassi d'interesse. È però possibile che i timori per il commercio le impediscano di effettuare un altro intervento restrittivo a dicembre, poiché la stretta fiscale derivante dalle tariffe frenerebbe l'economia americana. Le politiche protezionistiche potrebbero avere ripercussioni più serie sulla crescita che sull'inflazione. La Fed continua a ridurre l'offerta di liquidità, con l'intenzione di mantenerla in linea con i livelli discendenti della domanda nell'economia. Lo stimolo fiscale del governo americano, finanziato tramite disavanzo pubblico in un contesto di piena occupazione, genera dubbi circa le prospettive dei tassi a medio termine.
- La BCE ha leggermente ridotto le sue proiezioni per la crescita nel 2019, ma continua a trasmettere il messaggio che il programma di quantitative easing si concluderà alla fine di quest'anno, a meno che si verifichi un importante shock economico. Gli acquisti mensili effettuati nell'ambito del QE per un volume di 30 miliardi di euro scenderanno a ottobre a 15 miliardi.
- Le banche centrali hanno espresso una maggiore inclinazione verso un approccio più restrittivo che espansivo; a nostro avviso, questa coerenza di intenti rispecchia più il miglioramento generalizzato dell'economia mondiale che un'azione concertata.
- L'inasprimento della politica monetaria segna un cambiamento rispetto ai cicli precedenti. Questa volta 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 espressamente a ridurre il potere di determinazione dei prezzi delle aziende e contenere l'inflazione.

## Scenario positivo (Probability: 10%\*)

### Deterioramento del quadro macro

- La Fed rimane ancora più indietro rispetto alla curva, a fronte dell'inattesa accelerazione dell'inflazione e del calo più rapido dei tassi d'interesse reali negli Stati Uniti. La BCE cambia tono e segnala che potrebbe effettuare nuovi interventi espansivi.

## Scenario negativo (Probability: 15%\*)

### Diminuiscono i rischi macro e le banche centrali cercano di contenere il potere di determinazione dei prezzi

- L'effetto inflazionistico della scarsità di manodopera e dello stimolo fiscale negli Stati Uniti costringe la Fed a operare una stretta più decisa, dando luogo a una combinazione di politica monetaria restrittiva e politica fiscale accomodante. L'incremento dei costi del lavoro e le pressioni sui prezzi delle materie prime fanno salire l'inflazione in Europa, costringendo la BCE ad accorciare i tempi della stretta monetaria.

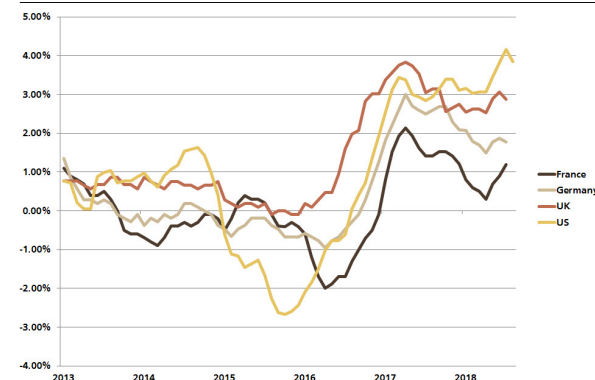
\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

## Date principali

Oct 2	Discorso del Presidente della Fed Jerome Powell
Oct 17	Verbale della riunione della Fed di settembre
Oct 24	Decisione di politica monetaria della Riksbank svedese
Oct 25	Decisione di politica monetaria della BCE

## Forte potere di determinazione dei prezzi

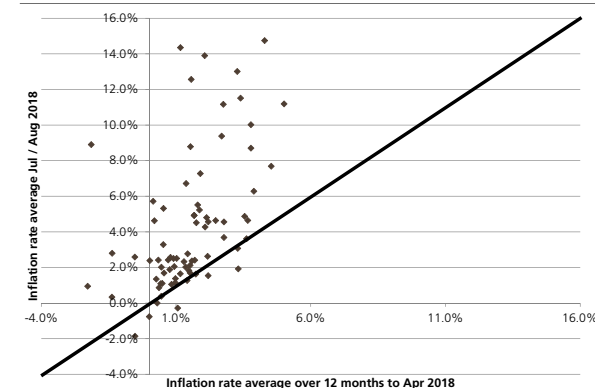
Inflazione dei prezzi alla produzione (al netto dell'energia), % a/a, per alcuni mercati



Fonte: Haver, UBS, dati al 14 settembre 2018

## Le tasse doganali applicate negli Stati Uniti vengono ribaltate sui clienti

Le società americane che usano acciaio e alluminio alzano i prezzi dei propri prodotti a un ritmo più rapido rispetto a prima del varo delle tariffe



Fonte: Haver, calcoli UBS, dati al 14 settembre 2018

# I principali catalizzatori dei mercati finanziari 2 - *Rischi politici*

## Punti salienti

- Il volume del rumore politico è aumentato, ma in generale i mercati continuano a non curarsene, anche se alcuni eventi specifici potrebbero generare volatilità a breve termine. Nel breve periodo, gli investitori si concentreranno su temi quali le dispute commerciali, i negoziati per la Brexit, la legge di bilancio in Italia, le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e le elezioni in Brasile.
- Non siamo ancora arrivati allo scoppio di una guerra commerciale (intesa come un calo dei volumi degli scambi globali in proporzione al PIL mondiale in termini reali). Tuttavia, i rischi in questo senso sono aumentati a seguito delle continue minacce provenienti da Washington. Un'ulteriore escalation finirebbe per isolare gli Stati Uniti dal sistema commerciale globale, mentre il resto del mondo continuerebbe a scambiare merci e servizi nel quadro del diritto internazionale.
- Nell'ambito del divorzio tra Regno Unito e UE, a novembre dovrebbe tenersi un vertice dei capi di Stato e di governo. La ratifica di un eventuale accordo farebbe aumentare l'incertezza. A ottobre l'Italia deve inviare la bozza della legge di bilancio alla Commissione europea.

## Opinione del CIO (Probability: 70%\*)

- L'incertezza politica genera una forte eco mediatica, ma ha un impatto relativamente limitato sui mercati finanziari, che sembrano aver sviluppato una certa immunità su questo fronte. L'indagine Mueller in corso negli Stati Uniti colpirebbe i mercati finanziari solo se fosse ritenuta in grado di influenzare le politiche governative.
- Per ora le famiglie americane non hanno risentito in modo particolare delle mosse protezionistiche. I dazi statunitensi varati finora non hanno inciso sul volume complessivo dei flussi commerciali globali. Il passo dalla protezione del commercio a una guerra commerciale imporrebbe una tassa più evidente sui consumatori statunitensi.
- Lo scenario di riferimento per le elezioni di medio termine americane consiste in una maggioranza democratica alla Camera dei Rappresentanti, ma non al Senato. Questa situazione porterebbe alla paralisi delle decisioni di governo e sfocerebbe in un approfondimento dell'indagine nei confronti di Donald Trump. Non ci aspettiamo conseguenze di rilievo per i mercati.
- Nel nostro scenario di riferimento, verrà raggiunto un accordo per la separazione del Regno Unito dall'Unione europea (UE); tuttavia, l'obbligo di ratifica da parte del Parlamento britannico accresce l'incertezza.
- Le recenti turbolenze sui mercati turchi sono per lo più di natura locale. I collegamenti della Turchia con l'economia globale non sono abbastanza stretti da scatenare ripercussioni sull'attività economica mondiale. Tuttavia, questa situazione mette in luce i rischi corsi da altri Paesi emergenti fragili con un elevato disavanzo delle partite correnti, che dipendono in larga misura dai finanziamenti esteri, quali Sudafrica, Argentina e Indonesia.

## ➤ Scenario positivo (Probability: 10%\*)

- Il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro per la manodopera poco qualificata si traduce in aumenti salariali più rapidi; si riducono così le disuguaglianze in termini di redditi e consumi. Il costo delle misure protezionistiche diventa più evidente per i cittadini americani a causa delle reazioni delle imprese e il governo fa marcia indietro sul suo programma isolazionista.

## ⬇ Scenario negativo (Probability: 20%\*)

- I movimenti politici che puntano su una sola questione («single issue») e i social media fomentano le spinte nazionalistiche. I partiti tradizionali non riescono a soddisfare le richieste di importanti gruppi di elettori. I risultati politici sono sempre meno prevedibili, poiché i sondaggi non offrono indicazioni attendibili. Prosegue l'escalation delle misure protezionistiche. Il tenore di vita dei cittadini a più basso reddito risente delle politiche populiste e del rincaro dei prezzi, esacerbando a sua volta le spinte verso cambiamenti drastici e imprevedibili.

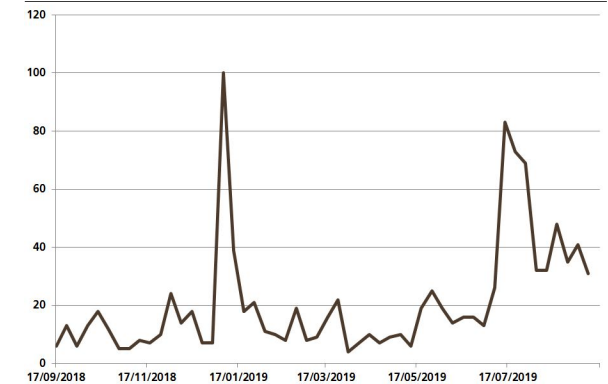
\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

## Date principali

Oct 7	Elezioni brasiliane
Oct 15	Scadenza per l'invio della bozza di bilancio italiana alla Commissione europea

## Diminuisce l'interesse per un nuovo referendum sulla Brexit

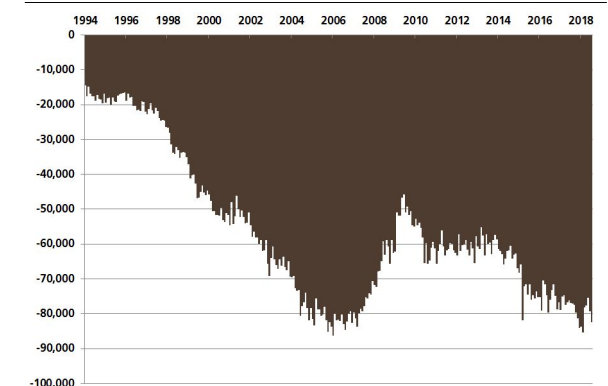
Ricerche in Google del termine «secondo referendum» nel Regno Unito (sotto forma di indice)



Fonte: Google Trends, UBS, dati al 16 settembre 2018

## La bilancia commerciale americana non accenna a migliorare

Bilancia commerciale in termini reali in milioni di USD (in dollari a valori concatenati con base 2012)



Fonte: Haver, UBS, dati al 16 settembre 2018

# I principali catalizzatori dei mercati finanziari 3 - *Forte crescita degli utili statunitensi*

## Punti salienti

- Il vigore dell'economia e la riforma fiscale favoriscono una forte crescita dei profitti statunitensi.
- Ci aspettiamo un'espansione degli utili del 19% nel 2018.
- Per il 2019 ci aspettiamo un calo verso valori in linea con il tendenziale (previsione del CIO: 6%).

## Opinione del CIO (Probability: 60%\*)

### Forte crescita degli utili

- Le prospettive degli utili statunitensi si mantengono solide, grazie alla robusta spesa al consumo, ai fattori di crescita strutturale nel settore tecnologico, al continuo recupero dell'attività manifatturiera, al rincaro petrolifero (che sostiene il comparto dell'energia), all'impennata della spesa in conto capitale e al contesto più favorevole per il settore finanziario.
- Gli indicatori anticipatori degli utili, come i dati sui prestiti bancari e i piani di spesa in conto capitale, continuano a tracciare un quadro positivo. La riforma tributaria dell'anno scorso, cilegna sulla torta di questo scenario favorevole, potrebbe far salire i profitti aziendali dell'8% nell'intero esercizio. Anche l'accelerazione della crescita economica legata ai tagli delle imposte potrebbe dare impulso agli utili.
- Nel 2T18 le società dell'S&P 500 hanno registrato ottimi risultati, con un aumento dei ricavi del 9% e una crescita degli utili del 26%. I profitti hanno superato le attese di 6 punti percentuali (pp), sulla scia dei robusti fatturati, che hanno battuto le aspettative di 1 pp. Anche le prime indicazioni per il 3T18 appaiono favorevoli, con un incremento atteso di circa il 25%, e le stime di consenso vengono continuamente riviste al rialzo.
- Ci aspettiamo una crescita del 19% dell'EPS delle società dell'S&P 500 a 158 dollari nel 2018. L'anno prossimo questo ritmo dovrebbe rallentare, poiché verrà meno lo stimolo fiscale straordinario. Per il 2019 ci attendiamo quindi un EPS di circa 167 dollari (+6%). Dato che le nostre stime scontano un'escalation degli attriti commerciali, potremmo rivederle al rialzo in caso di risoluzione delle attuali tensioni.
- Le dispute commerciali si stanno intensificando, ma per il momento restano di entità piuttosto contenuta. L'impatto diretto delle tariffe già in vigore sugli utili dell'S&P 500 sarà inferiore al 2% su base annua. Se il 1° gennaio 2019 i dazi americani sulle importazioni dalla Cina saliranno al 25%, il loro impatto aumenterà al 3% circa.
- I timori di un'imminente contrazione degli elevati margini di profitto appaiono eccessivi. I margini non sono più alti del consueto, a eccezione del settore tecnologico, dove i livelli più sostenuti sono ascrivibili alle società che detengono una quota di mercato dominante. Altri fattori di lungo periodo, come il consolidamento settoriale e il calo strutturale delle aliquote fiscali, spingono i margini su livelli stabilmente superiori alla media. Inoltre, in genere i margini diminuiscono solo nelle fasi di recessione. Infine, è improbabile che i previsti aumenti delle retribuzioni erodano queste prospettive, poiché l'inflazione del costo del lavoro non presenta una correlazione significativa con la crescita degli utili, dato che l'incremento dei redditi delle famiglie si traduce solitamente in un aumento della spesa al consumo.

## ➤ Scenario positivo (Probability: 20%\*)

### La politica fiscale dà più slancio del previsto agli utili

- La riforma delle imposte sulle imprese e l'aumento della spesa pubblica generano una crescita degli utili ancora più elevata del previsto. I profitti delle società finanziarie beneficiano inoltre dell'aumento dei tassi d'interesse e della deregulation. La spesa per investimenti torna ad accelerare.

## ⚡ Scenario negativo (Probability: 20%\*)

### Deterioramento del clima di fiducia

- Le tensioni commerciali e geopolitiche si riacutizzano, penalizzando la fiducia delle imprese e dei consumatori. In assenza di un incremento della domanda per consumi e investimenti, le pressioni salariali comprimono i margini di profitto e il tasso di crescita degli utili. Il calo dei tassi d'interesse a lungo termine erode i profitti del settore finanziario.

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

## Date principali

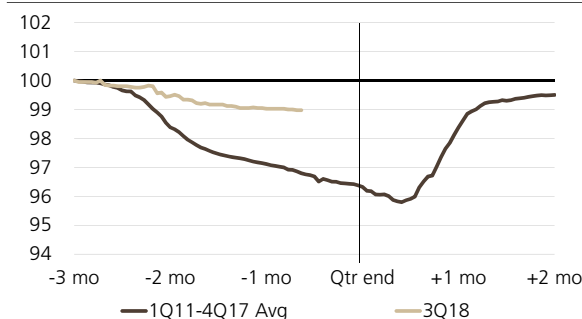
Oct 12

Inizia la stagione degli utili del terzo trimestre



## Le revisioni delle stime di consenso per gli utili del 3T18 sono state migliori del previsto

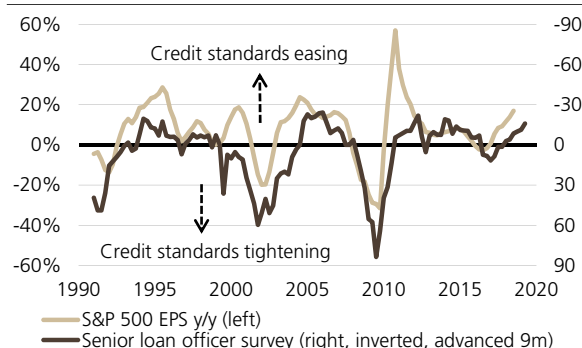
Stime di consenso bottom-up sull'EPS dell'S&P 500, dati ribasati a 100



Fonte: FactSet, UBS, dati al 13 settembre 2018

## Gli indicatori anticipatori segnalano un'ulteriore crescita degli utili

Criteri di concessione dei prestiti e crescita dell'EPS dell'S&P 500



Fonte: Bloomberg, FactSet, UBS, dati al 13 settembre 2018

# Economia mondiale - *Summary*

## Key points

- Il vigore dei mercati del lavoro sostiene la spesa al consumo, a vantaggio dell'economia mondiale. La crescita globale dovrebbe rimanere vicina al tendenziale. Finora la tassazione dei consumatori americani tramite i dazi ha avuto impatti modesti, ma le tensioni hanno fatto salire leggermente i rischi per la crescita.
- Per le società diventa più semplice alzare i prezzi. I prezzi alla produzione (IPP) al netto dell'energia di Stati Uniti e Regno Unito sono a livelli elevati. I prezzi al consumo sono affetti da rumore, ma quasi tutti gli indici IPC negli Stati Uniti e in Europa si attestano intorno alla media a 20 anni.
- La prospettiva di un rialzo dei tassi d'interesse americani a dicembre appare ora meno certa e dipenderà dalla gravità di un eventuale rallentamento dell'economia causato dai dazi doganali. La BCE ha illustrato con chiarezza la sua strategia monetaria per l'intero anno.

## CIO view (Probability: 70%\*)

### Solida crescita mondiale, in linea con il tendenziale

- L'economia mondiale continua a registrare un andamento solido. Il trend economico punta a un'espansione annuale in linea con quella del 2017. Nei Paesi avanzati, il vigore dei mercati del lavoro comporta un graduale aumento dei salari. Il maggiore reddito disponibile viene speso. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, le vendite al dettaglio registrano un'accelerazione rispetto all'anno scorso in termini di volumi. In Europa, la crescita dei volumi mostra nel complesso un leggero calo, ma rimane solida. Circa un terzo dello stimolo fiscale americano dovrebbe essere speso in importazioni, ampliando così il deficit commerciale. I dazi doganali statunitensi (nuove tasse) approvati finora dovrebbero redistribuire i flussi commerciali globali, più che ridurli.
- Sembra che le aziende americane stiano rinviando gli investimenti a causa delle tensioni commerciali, che nei prossimi mesi potrebbero far rallentare la crescita degli Stati Uniti. Tuttavia, i risparmi delle famiglie americane sono più elevati di quanto si pensasse e quindi il potere d'acquisto potenziale risulta più alto.
- Per le società diventa più semplice alzare i prezzi. L'IPP è più alto che nel recente passato. Le tasse doganali applicate negli Stati Uniti (sui metalli e sulle lavatrici) vengono ribaltate sui clienti. La crescita delle retribuzioni negli Stati Uniti e in Europa è in linea con un lieve aumento dell'inflazione dei prezzi. In genere i costi del lavoro rappresentano circa il 70% dell'inflazione delle economie avanzate.

## Scenario positivo (Probability: 15%\*)

### La crescita supera le attese

- L'economia europea si rivela più solida del previsto, grazie al miglioramento dei mercati del lavoro e al rafforzamento della domanda interna. Gli indicatori congiunturali statunitensi vengono continuamente rivisti al rialzo e la scarsità di manodopera disponibile fa aumentare i redditi delle famiglie e la domanda al consumo a un ritmo più rapido del previsto. Lo stimolo fiscale imprime slancio all'attività economica e i dazi doganali vengono annullati.
- La domanda interna si mantiene stabile nei Paesi emergenti. I governi dei Paesi colpiti da volatilità implementano politiche di sostegno ai mercati. L'agenda politica statunitense è guidata da forze favorevoli alle aziende, che producono cambiamenti normativi e legislativi a sostegno della crescita.

## Scenario negativo (Probability: 15%\*)

### La politica danneggia la crescita

- Il varo di nuovi stimoli fiscali negli Stati Uniti in un contesto di piena occupazione fa surriscaldare l'economia, che nel 2019 entra in recessione. Lo scoppio di una vera guerra commerciale (che avviene quando le politiche commerciali fanno scendere il rapporto commercio/PIL in termini reali) riduce la spesa al consumo e fa salire la disoccupazione negli Stati Uniti nel 2019. Il rallentamento della crescita americana si traduce in una minore domanda globale e la debolezza dei mercati emergenti si allarga a macchia d'olio.
- La crescita del credito risente dell'interruzione dei flussi di capitali e l'incertezza penalizza i prestiti bancari.

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

## Date principali

Oct 15	Scadenza per l'invio della bozza di bilancio italiana alla Commissione europea
Oct 17	Verbale della riunione della Federal Reserve

## Crescita in linea con il tendenziale, inflazione normale

### Stime e previsioni UBS

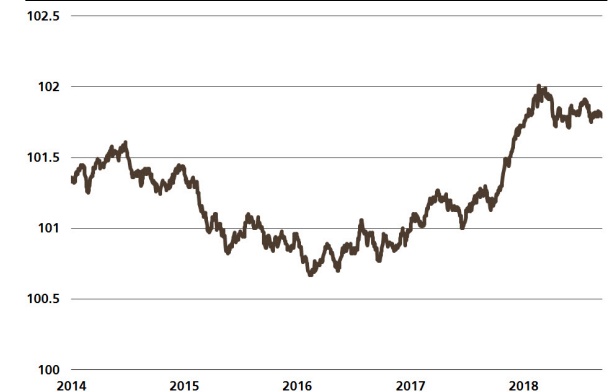
	Real GDP growth in %					Inflation in %				
	2015	2016	2017	2018F	2019F	2015	2016	2017	2018F	2019F
Americas										
US	2.9	1.6	2.2	2.8	2.4	0.1	1.3	2.1	2.5	2.4
Canada	1.0	1.4	3.0	3.2	3.7	1.1	1.4	1.6	2.2	2.2
Brazil	-3.5	-3.5	0.9	1.5	2.5	9.0	8.7	3.4	3.7	4.3
Asia/Pacific										
Japan	1.4	1.0	1.7	1.2	1.3	0.8	-0.1	0.5	1.0	2.0
Australia	2.5	2.6	2.2	3.3	2.8	1.5	1.3	1.9	2.0	2.1
China	6.9	6.7	6.9	6.5	6.0	1.4	2.0	1.6	2.2	1.9
India	8.2	7.1	6.7	7.5	7.4	4.9	4.5	3.6	4.6	4.8
Europe										
Eurozone	1.9	1.8	2.5	2.1	1.8	0.0	0.2	1.5	1.8	1.6
Germany	1.5	2.2	2.5	2.0	1.8	0.1	0.4	1.7	1.8	1.5
France	1.0	1.1	2.3	1.7	1.8	0.1	0.3	1.2	2.2	1.7
Italy	0.8	1.0	1.6	1.2	1.1	0.1	0.0	1.3	1.3	1.0
Spain	3.4	3.3	3.0	2.7	2.3	-0.6	-0.3	2.0	1.8	1.4
UK	2.3	1.9	1.8	1.4	1.2	0.0	0.7	2.7	2.4	2.3
Switzerland	1.3	1.6	1.7	2.9	1.6	-1.1	-0.4	0.5	1.0	1.0
Russia	-2.5	-0.2	1.5	1.7	1.6	15.5	7.0	3.7	2.9	5.2
World	3.6	3.2	3.9	4.0	3.7	2.6	2.6	2.7	3.1	3.2

Fonte: UBS, dati al 20 settembre 2018

Le previsioni e le stime si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e possono cambiare senza preavviso.

## I dati sulla crescita mondiale non sorprendono i mercati

### UBS Weighted Global Growth Surprise Index



Fonte: UBS, dati al 14 settembre 2018. I pesi dell'indice rispecchiano l'importanza attribuita dai mercati ai vari dati. Un andamento stabile dell'indice segnala che i dati sulla crescita sono generalmente coerenti con le previsioni di consenso per l'economia. Un rialzo dell'indice segnala che i dati sono superiori alle previsioni di consenso, ma non indica se i dati siano in aumento o in calo.



# Economia Stati Uniti - *Crescita moderata*

## Punti salienti

- Ci aspettiamo una crescita moderata dell'economia statunitense, anche se le dispute commerciali costituiscono un rischio per questa stima.
- L'inflazione tenderà progressivamente al rialzo, poiché lo stimolo fiscale causerà un leggero surriscaldamento.
- La Fed continuerà ad alzare i tassi d'interesse e ridurre il suo bilancio a un ritmo graduale.

## Opinione del CIO (Probability: 60%\*)

Crescita moderata

- Ci aspettiamo che la spesa al consumo si mantenga robusta, sospinta dalla forza del mercato del lavoro e dai tagli delle imposte sul reddito.
- Gli investimenti aziendali dovrebbero continuare ad aumentare, grazie al vigore degli utili e alla carenza di manodopera, ma saranno frenati dalle dispute commerciali.
- Le condizioni del settore manifatturiero sono migliorate e probabilmente la produzione crescerà a un ritmo moderato.
- I recenti dati del mercato immobiliare sono stati più deboli del previsto, ma i nuovi cantieri di edilizia residenziale e i prezzi delle case continueranno ad aumentare gradualmente.
- La riforma fiscale e l'espansione della spesa pubblica forniscono un notevole stimolo alla crescita. La deregulation avrà probabilmente un certo impatto positivo sull'economia nel corso del tempo.
- Il 24 settembre entreranno in vigore le nuove tariffe su prodotti cinesi per 200 miliardi di dollari e Pechino ha promesso rappresaglie, che potrebbero pesare sulla crescita di breve termine.
- L'inflazione ha raggiunto il target del 2% della Federal Reserve (Fed) e dovrebbe aumentare ancora leggermente, mentre l'economia comincia a surriscaldarsi e i dazi doganali fanno salire i prezzi all'importazione. Tuttavia, ci aspettiamo che l'indice «core» si mantenga su livelli tollerabili per la Fed, che continuerà quindi ad alzare i tassi d'interesse e a ridurre il suo bilancio a un ritmo graduale, tornando in posizione neutrale entro fine 2019.

## ➤ Scenario positivo (Probability: 25%\*)

Crescita vigorosa

- Il PIL reale statunitense registra una crescita superiore al 3% grazie alla politica monetaria accomodante, all'allentamento della politica fiscale, alla vivace spesa delle famiglie e ai progressi sul fronte dei negoziati commerciali. L'inflazione supera l'obiettivo del 2% della Fed e potrebbe costringere la banca centrale ad alzare i tassi a un ritmo più rapido.

## ➤ Scenario negativo (Probability: 15%\*)

Crescita recessiva

- La crescita statunitense vacilla. Le dispute commerciali, l'incertezza politica e l'inasprimento delle condizioni finanziarie pesano sulla spesa per consumi e investimenti. La Fed non interviene.

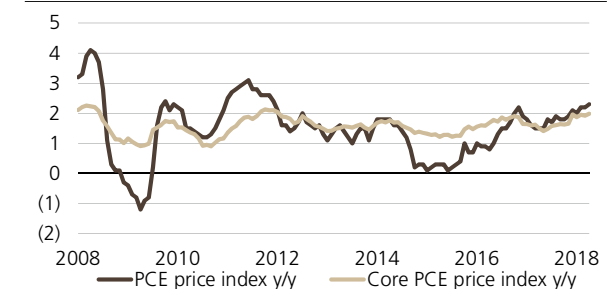
\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

## Date principali

Sep 26	Decisione del FOMC sui tassi
Sep 28	Reddito personale e spesa privata di agosto
Oct 3	ISM non manifatturiero di settembre
Oct 5	Rapporto sull'occupazione di settembre

## Inflazione vicina al target del 2% della Fed

Tasso PCE e PCE «core», in %

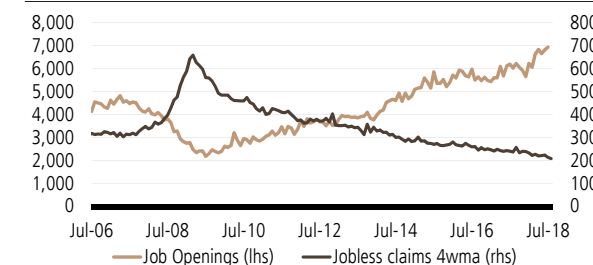


Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 12 settembre 2018

PCE = spesa per consumi personali

## Mercato del lavoro vicino alla piena occupazione

Offerte di lavoro e nuove richieste di sussidi di disoccupazione (media mobile a 4 settimane), in migliaia



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 12 settembre 2018

# Economia eurozona - *Crescita stabile in vista*

## Punti salienti

- Ci aspettiamo che la crescita economica proceda a ritmo stabile finché i rischi macro non saranno rientrati.
- L'inflazione dovrebbe mantenersi intorno al target della BCE,
- che a nostro avviso comincerà ad alzare i tassi a settembre 2019.

## Opinione del CIO (Probability: 60%\*)

### Stabilizzazione della crescita a livelli solidi

- Ci aspettiamo che la crescita dell'eurozona proceda a ritmo piuttosto stabile finché non si risolveranno le incertezze legate al protezionismo globale, alla Brexit e all'Italia. La BCE mantiene un atteggiamento attendista, dato che l'inflazione si mantiene intorno al target e sono ancora presenti vari rischi di rilievo. Secondo le nostre attese, l'istituto comincerà ad alzare i tassi a settembre 2019.
- La Germania mostra ancora fondamentali robusti, ad esempio sul fronte della fiducia dei consumatori, degli aumenti salariali e delle costruzioni, che mitigano le ricadute del protezionismo globale. In Francia, le riforme di Macron dovrebbero iniziare a sostenere la crescita del PIL.
- L'Italia va probabilmente incontro a una stabilizzazione della crescita su livelli moderati, poiché si prevede che il governo adempia alle regole di bilancio di Bruxelles. La Spagna registra ancora una solida espansione, che però dovrebbe continuare a normalizzarsi. Nelle nostre proiezioni, la Catalogna continuerà a far parte della Spagna.

## ➤ Scenario positivo (Probability: 15%\*)

### Crescita superiore alle attese

- L'economia mondiale continua ad accelerare e l'euro si indebolisce. La domanda di prestiti e l'economia dell'eurozona acquistano slancio. I rischi politici si attenuano.

## ⚠ Scenario negativo (Probability: 25%\*)

### Battuta d'arresto disinflazionistica

- L'eurozona subisce una battuta d'arresto disinflazionistica poiché il mercato perde fiducia nella sostenibilità del debito italiano, le tensioni commerciali si impennano, le trattative sulla Brexit falliscono, il conflitto in Ucraina subisce una recrudescenza o l'economia cinese accusa una netta frenata.

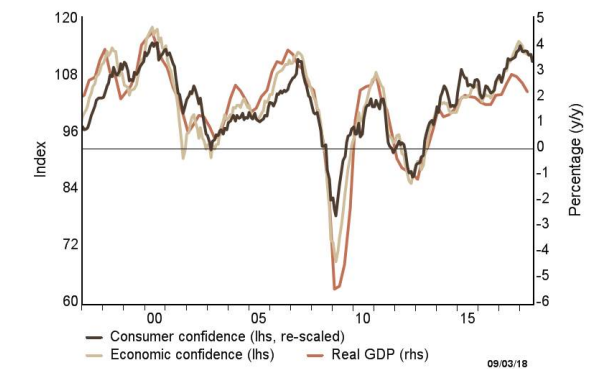
\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

## Date principali

Sep 28	Inflazione, stima di settembre
Oct 24	PMI, stima flash di ottobre
Oct 25	Conferenza stampa della BCE
Oct 30	PIL del 3T18, prima stima

## Consolidamento della crescita dell'eurozona nel 2018

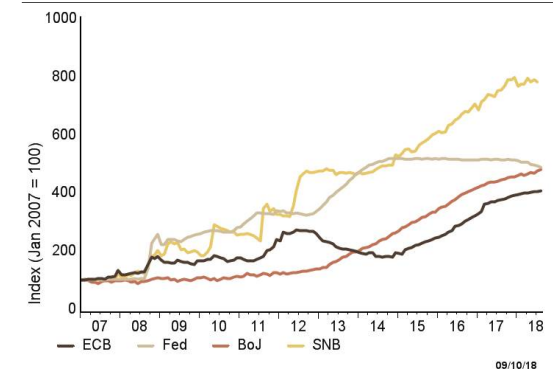
Indagini sulla fiducia delle imprese e dei consumatori



Fonte: Haver Analytics, UBS, dati ad agosto 2018

## Bilancio della BCE vicino ai massimi

Totale dell'attivo di bilancio in valuta nazionale (indice: 2007 = 100)



Fonte: Haver, UBS, dati ad agosto 2018 (dati BNS a luglio 2018)

# Economia Cina - *Allentamento delle politiche monetarie e fiscali per attutire il rallentamento*

## Punti salienti

- La politica monetaria e fiscale ha assunto un orientamento accomodante per contrastare un eventuale rallentamento indesiderato e proteggere l'economia dall'impatto negativo delle misure commerciali.
- I principali dati macro si sono stabilizzati ad agosto grazie all'espansione monetaria e dovrebbero mantenersi relativamente saldi.
- Un'escalation delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti rappresenta ancora uno dei rischi principali.

## Opinione del CIO (Probability: 80%\*)

### Verso una moderazione

- A luglio le autorità cinesi hanno attuato interventi espansivi. La politica monetaria è diventata «stabile», con una valutazione della liquidità «ragionevolmente ampia». Per i prossimi mesi ci aspettiamo nuovi tagli dei requisiti di riserva obbligatoria delle banche e l'erogazione di ulteriori linee di credito. La politica fiscale è diventata più attiva, con un'accelerazione delle emissioni obbligazionarie degli enti locali e un maggiore sostegno bancario a favore dei progetti infrastrutturali.
- I principali dati economici si sono stabilizzati ad agosto grazie all'espansione monetaria. Da inizio anno, la crescita degli investimenti fissi è aumentata al 4,6% a/a e quella delle vendite al dettaglio è salita al 9%, sospinta dai beni di consumo primari. Ad agosto i finanziamenti sociali complessivi hanno registrato un incremento del 10,1% e hanno mostrato segnali di stabilizzazione, a fronte dell'aumento delle emissioni di corporate bond.
- L'IPC di agosto è salito al 2,3% a/a, sulla scia del rialzo dei prezzi dei generi alimentari e degli affitti. Ci aspettiamo un'inflazione media del 2,2% nel 2018, che potrebbe anche toccare livelli più alti a causa dei rincari nel settore alimentare. Grazie all'andamento moderato degli indici dei prezzi, la banca centrale dispone ancora di un certo margine di manovra per allentare la politica monetaria.
- Gli attriti commerciali sino-statunitensi si sono acuiti ulteriormente: il 24 settembre la Casa Bianca imporrà una nuova tassa doganale del 10% su prodotti cinesi del valore di 200 miliardi di dollari, che il 1° gennaio 2019 salirà al 25%. Pechino ha risposto annunciando dazi su merci americane per 60 miliardi di dollari, a loro volta in vigore dal 24 settembre, e un'altra serie di misure. Consigliamo agli investitori di prepararsi a un lungo periodo di tensioni tra Stati Uniti e Cina.

## Scenario positivo (Probability: 5%\*)

### Accelerazione della crescita

- La crescita del PIL accelera, portandosi sopra il 6,8% a/a, grazie al calo delle tensioni commerciali e alla crescita mondiale. Il rapporto debito/PIL complessivo si stabilizza. Il surplus delle partite correnti supera 100 miliardi di dollari su base annuale.

## Scenario negativo (Probability: 15%\*)

### Escalation delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti

- Gli Stati Uniti implementano le restrizioni agli investimenti e le tariffe annunciate sulla maggior parte dei prodotti cinesi, applicando dazi a tappeto del 25% su beni importati dalla Cina per un valore di circa 500 miliardi di dollari entro il 2020. Nel 2019 l'economia cinese subisce una forte decelerazione (crescita del PIL reale del 5% per due trimestri consecutivi) e il saldo delle partite correnti si deteriora rapidamente, registrando un disavanzo. Lo yuan si indebolisce contro l'USD (a 7.50 o anche oltre) nell'arco di un trimestre, mentre le riserve valutarie crollano e i controlli sui capitali vengono inaspriti. I mercati asiatici ed emergenti subiscono pesanti ribassi.

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

## Date principali

Sep 30	PMI manifatturiero e non manifatturiero di settembre
Oct 13	Scambi commerciali di settembre
Oct 16	Inflazione IPC e IPP di settembre
Oct 19	Investimenti fissi, produzione industriale e vendite al dettaglio di settembre

## I dati di agosto mostrano segnali di stabilizzazione della crescita del credito

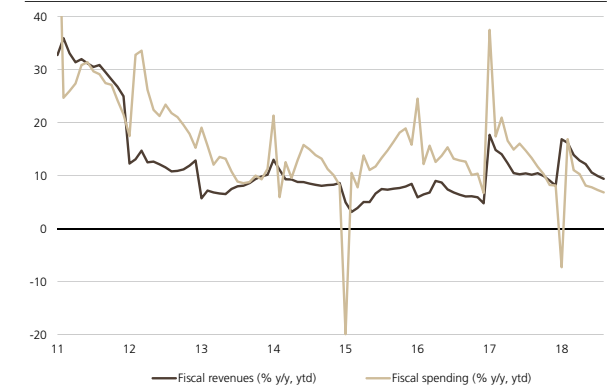
Finanziamenti sociali complessivi e crescita M2



Fonte: CEIC, UBS, dati a settembre 2018

## La spesa pubblica dovrebbe assumere un ruolo più attivo

Crescita del gettito fiscale e della spesa pubblica da inizio anno, a/a in %



Fonte: CEIC, UBS, dati a settembre 2018

# Economia Svizzera - *Primo semestre brillante, secondo meno robusto*

## Punti salienti

- Nel 2T18 l'economia svizzera ha registrato una robusta espansione dello 0,7% t/t, trainata dalle esportazioni nette, e la crescita dell'1T18 è stata rivista al rialzo all'1% t/t. In base al solido andamento dell'1T18, ci aspettiamo che quest'anno il PIL elvetico segni una progressione del 2,9% a/a.
- Tuttavia, le prospettive dell'economia nazionale si sono leggermente deteriorate. I rischi politici globali, la forza del franco, la decelerazione dell'eurozona e l'azzeramento del potenziale di recupero potrebbero agire da freno nel 2019, facendo rallentare la crescita all'1,6%.
- La BNS procederà con cautela, alla luce del rafforzamento del franco e dell'incertezza politica nella zona euro. Ci aspettiamo che effettui il primo rialzo dei tassi nel 3T19, quando anche la BCE dovrebbe operare una stretta monetaria.

## Opinione del CIO (Probability: 60%\*)

### Ripresa robusta

- L'economia svizzera ha registrato un'espansione dello 0,7% t/t nel 2T18, trainata dalle esportazioni nette, e il dato relativo all'1T18 è stato rivisto al rialzo all'1% t/t. In base al solido andamento dell'1T18, abbiamo alzato al 2,9% la previsione per la crescita elvetica nell'intero esercizio 2018.
- A fronte della robusta dinamica del PIL, la produzione industriale è aumentata del 6% a/a e l'occupazione ha segnato un robusto incremento del 2% a/a.
- Ad agosto l'indice PMI del settore manifatturiero svizzero è salito a 64,8 punti, livello che indica ancora un clima di fiducia molto solido.
- Tuttavia, le prospettive dell'economia nazionale si sono deteriorate. I rischi politici (tensioni commerciali, discussione della legge di bilancio italiana e turbolenze sui mercati emergenti), il recente apprezzamento del franco e la crescita dell'eurozona inferiore alle attese dovrebbero frenare l'espansione del PIL elvetico nel 2S18 e nel 2019. Per l'anno prossimo prevediamo una crescita economica dell'1,6%.
- Dopo la brillante performance dell'1S18, il potenziale di recupero della Svizzera si è ormai azzerato, un altro fattore che peserà sulle prospettive del 2019.
- Ad agosto l'inflazione è rimasta stabile all'1,2% e si è dimostrata più persistente del previsto. Ci aspettiamo che l'indice dei prezzi si attesti all'1% sia quest'anno che il prossimo, sostenuto da un indebolimento del cambio e dall'aumento delle quotazioni petrolifere.
- Alla luce del netto deterioramento del quadro dei rischi negli ultimi mesi, ci attendiamo che la Banca nazionale svizzera (BNS) non effettui il primo rialzo dei tassi fino al 3T19, quando anche la BCE dovrebbe operare una stretta monetaria. A nostro avviso, la BNS interverrà sul mercato dei cambi solo se il rapporto EURCHF scenderà sotto 1.10.

## Scenario positivo (Probability: 15%\*)

### L'eurozona e l'indebolimento del franco sostengono la crescita svizzera

- Un ulteriore calo della disoccupazione nell'eurozona innesci un recupero della crescita europea e favorisce la domanda interna, a vantaggio delle esportazioni elvetiche.

## Scenario negativo (Probability: 25%\*)

### Le interruzioni degli scambi commerciali pesano sulla crescita elvetica

- Le misure protezionistiche del governo Trump determinano una contrazione globale, a danno dell'export svizzero. Anche il clima di maggiore incertezza circa gli sviluppi politici in Italia e la situazione dei mercati emergenti potrebbe spingere al rialzo il franco.

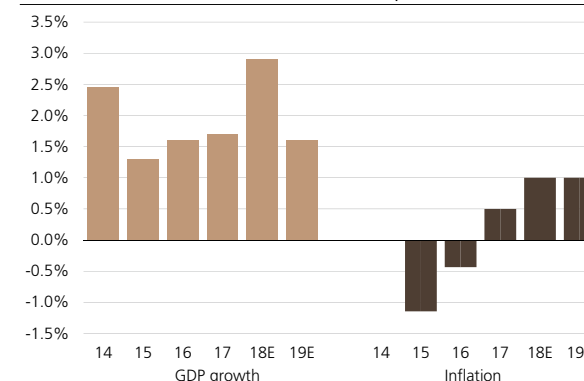
\* Le probabilità di questo scenario si basano su valutazioni qualitative.

## Date principali

Oct 1	PMI manifatturiero di settembre
Sep 5	IPC di settembre
Oct 8	Tasso di disoccupazione di settembre
Oct 18	Bilancia commerciale di settembre

## Accelerazione della crescita e dell'inflazione in vista

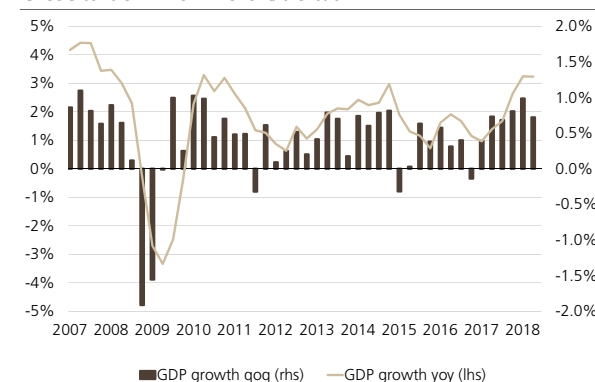
Crescita del PIL e inflazione IPC, con previsioni UBS



Fonte: Macrobond, UBS, dati al 13 settembre 2018

## La crescita del PIL ha registrato una forte accelerazione negli ultimi trimestri

Crescita del PIL svizzero t/t e a/a



Fonte: Macrobond, UBS, dati al 13 settembre 2018

# Contatti

---

## **Global Chief Investment Officer GWM**

Mark Haefele  
[mark.haefele@ubs.com](mailto:mark.haefele@ubs.com)

## **UBS CIO GWM Global Investment Office**

**Global Asset Allocation**  
Andreas Koester  
[andreas.koester@ubs.com](mailto:andreas.koester@ubs.com)

**UHNW & Alternatives IO**  
Simon Smiles  
[simon.smiles@ubs.com](mailto:simon.smiles@ubs.com)

**Investment Themes**  
Philippe G. Müller  
[philippe-g.mueller@ubs.com](mailto:philippe-g.mueller@ubs.com)

## **UBS CIO GWM Regional Chief Investment Offices**

**US**  
Mike Ryan  
[mike.ryan@ubs.com](mailto:mike.ryan@ubs.com)

**APAC**  
Min Lan Tan  
[min-lan.tan@ubs.com](mailto:min-lan.tan@ubs.com)

**Europe**  
Themis Themistocleous  
[themis.themistocleous@ubs.com](mailto:themis.themistocleous@ubs.com)

**Switzerland**  
Daniel Kalt  
[daniel.kalt@ubs.com](mailto:daniel.kalt@ubs.com)

**Emerging Markets**  
Jorge Mariscal  
[jorge.mariscal@ubs.com](mailto:jorge.mariscal@ubs.com)

# Disclaimer

**Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi:** le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office sono elaborate e pubblicate da Global Wealth Management, una divisione di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata o consociata («UBS»).

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

Questo materiale viene distribuito **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. 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 materiale 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 indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. I prezzi di mercato riportati nei grafici e nelle tabelle di performance corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. 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 commerciale o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabili 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 alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale. È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Tutte le previsioni e le stime si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggette a cambiamenti senza preavviso. Per informazioni circa le modalità con cui UBS CIO WM 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.

**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. **Arabia Saudita:** la presente pubblicazione è stata autorizzata da UBS Saudi Arabia (una controllata di UBS SA), una società per azioni chiusa dell'Arabia Saudita costituita nel Regno dell'Arabia Saudita, iscritta al registro commerciale con il numero 1010257812 e avente sede legale presso Tatweer Towers, Casella postale 75724, Riad 11588, Regno dell'Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia è autorizzata e disciplinata dalla Capital Market Authority of Saudi Arabia. **Australia:** il presente avviso viene pubblicato da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231087). Il presente documento viene pubblicato e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse contenute nel documento. Il documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte dei Clienti Wholesale secondo la definizione della Sezione 761G («Wholesale Clients») del Corporation Act 2001 (Cth) (Corporations Act). In nessun caso UBS AG potrà mettere il documento a disposizione di un Cliente Retail secondo la definizione della Sezione 761G («Retail Clients») del Corporations Act. I servizi di ricerca di UBS AG sono offerti unicamente ai Clienti Wholesale. Il documento è costituito da informazioni di carattere generale e non tiene conto degli obiettivi d'investimento o finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di una persona specifica. **Austria:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei 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, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza austriaca (Finanzmarktaufsicht, FMA), alle quali 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 redatta da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entità regolamentata 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. **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:** il presente rapporto di ricerca non costituisce un'offerta, una vendita o una consegna di azioni o altri titoli ai sensi della legislazione degli Emirati Arabi Uniti (EAU). Il contenuto di questo rapporto non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità degli Emirati Arabi Uniti, ivi compresa la Central Bank of United Arab Emirates oppure la Dubai Financial Services Authority, la Emirates Securities and Commodities Authority, il Dubai Financial Market, l'Abu Dhabi Securities Market o qualsiasi altra borsa degli EAU. Il presente materiale è destinato solo ai clienti professionali. UBS AG, Dubai Branch è disciplinata dalla DFSA nel DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG non è autorizzata dalla Central Bank of the UAE a fornire servizi bancari negli EAU e non è autorizzata dalla UAE Securities and Commodities Authority. L'Ufficio di rappresentanza di UBS AG ad Abu Dhabi è autorizzato dalla Central Bank of the UAE a operare quale ufficio di rappresentanza. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme française con un capitale sociale di € 125 726 944.69, 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 Prudentiel et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francoforte sul Meno. UBS Europe SE è autorizzata e regolamentata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **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:** il presente documento è distribuito 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 del mercato dei capitali): INB230951431, NSE (segmento di F&O) INF230951431, BSE (segmento del mercato dei capitali) INB010951437. **Israele:** UBS Switzerland AG è registrata come «Foreign Dealer» in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd, un'affiliata interamente controllata da UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd è una società di gestione di portafogli autorizzata che svolge anche attività di commercializzazione degli investimenti ed è disciplinata dalla Israel Securities Authority. Questa pubblicazione non sostituisce la consulenza d'investimento e/o la commercializzazione degli investimenti fornita da un soggetto autorizzato in base alle specifiche esigenze dell'investitore. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e sottoposta alla supervisione 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 messa a disposizione dei 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:** questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., entità che non fa parte di UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o di alcun altro gruppo finanziario messicano e le cui obbligazioni non sono garantite da terzi. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Nuova Zelanda:** il presente avviso è distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. La presente pubblicazione o il presente documento UBS le viene fornito poiché lei ha comunicato a UBS di essere un cliente certificato quale investitore wholesale e/o investitore idoneo («Certified Client») con sede in Nuova Zelanda. La presente pubblicazione o il presente documento non è destinato ai clienti che non sono clienti certificati («Non-Certified Clients») e se lei è un cliente non certificato non deve farvi affidamento. Se, nonostante questo avviso, farà comunque affidamento sulla presente pubblicazione o sul presente documento,



# Disclaimer

(i) riconosce che non può fare affidamento sui contenuti della presente pubblicazione o del presente documento e che le eventuali raccomandazioni od opinioni contenute nella presente pubblicazione o nel presente documento non sono rivolte né fornite a lei e (ii) nella misura consentita dalla legge (a) tiene indenni UBS e le sue consociate o entità collegate (e i rispettivi amministratori, funzionari, agenti e consulenti, ciascuno una «Relevant Person») per eventuali perdite, danni, passivi o pretese che possano sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento e (b) rinuncia a ogni diritto o facoltà di rivalsa nei confronti delle persone rilevanti per (o in relazione a) eventuali perdite, danni, passivi o pretese che lei possa sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento. **Paesi Bassi:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica o una sollecitazione analoga ai sensi del diritto olandese, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Netherlands Branch, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e soggetta nei Paesi Bassi alla vigilanza della Autoriteit Financiële Markten (AFM), alle quali questa pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS AG, autorizzata e regolamentata dalla Financial Market Supervisory Authority in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority e alla vigilanza limitata della Prudential Regulation Authority. I dettagli riguardanti la portata della vigilanza da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS London nel territorio del 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. Il presente materiale è distribuito a scopi di marketing. **Singapore:** per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, si prega di contattare UBS AG, Singapore Branch, un «Exempt Financial Adviser» ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) e banca autorizzata in base al Singapore Banking Act (Cap. 19) sottoposta alla vigilanza della 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, C.P. 28006, Madrid, soggetta alla vigilanza del Banco de España e della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito sotto forma di Societas Europaea, autorizzato e disciplinato dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **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. **Tailandia:** 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 presente materiale per errore, UBS la invita a cancellare l'e-mail e a informare immediatamente la stessa UBS. 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. **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. **USA:** questa pubblicazione non potrà essere diffusa nel territorio degli Stati Uniti d'America, né potrà essere distribuita a persone di nazionalità statunitense né da collaboratori di UBS con sede negli Stati Uniti d'America. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

Versione 08/2018. CIO82652744

© UBS 2018. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.