

I rischi per i mercati

Alcuni investitori guardano con apprensione alle tensioni relative alla Corea del Nord e ad una possibile accelerazione dei rialzi dei tassi della Fed.

Costo opportunità

Gli operatori che escono dai mercati si perderebbero buoni rendimenti se gli eventi di rischio non si materializzassero o si verificassero più tardi del previsto. Per i prossimi sei mesi vediamo una bassa probabilità di un conflitto armato con la Corea del Nord o di una stretta monetaria molto più rapida negli Stati Uniti.

Fondamentali solidi

Crediamo che i mercati possano continuare a guadagnare terreno grazie al robusto quadro fondamentale. Gli utili del 2T17 hanno registrato una crescita brillante sia negli Stati Uniti che nell'eurozona e i dati economici restano positivi.

Asset allocation tattica

Apriamo un sottopeso tattico sui Treasury a 2 anni rispetto alla liquidità in dollari. A seguito del notevole apprezzamento della moneta unica, abbiamo recentemente preso profitto sul sovrappeso nell'euro rispetto al dollaro statunitense e al franco svizzero.



Mark Haefele

Global Chief Investment Officer
Wealth Management

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

 **Seguitemi su Twitter**
twitter.com/UBS_CIO

Insalata Waldorf

Ciascuno di noi guarderà in modo diverso al decimo anniversario della crisi finanziaria. Il mio pensiero corre all'Hotel Waldorf-Astoria di New York. Negli anni prima della crisi, questo prestigioso albergo ospitava conferenze finanziarie, era la casa lontano da casa dei Presidenti degli Stati Uniti (completa di stazione sotterranea segreta – ma non troppo – per eventuali fughe) e, ovviamente, ha visto nascere l'insalata Waldorf.

Oggi le conferenze finanziarie si tengono altrove e i Presidenti non alloggiano più qui (in parte, pare, perché è passato in mani «cinesi»). Ma poco importa: in materia di investimenti, l'insalata Waldorf potrebbe insegnarci più di molte conferenze finanziarie e dichiarazioni presidenziali. Perché, come si suol dire, la differenza tra una grande insalata e un miscuglio di ingredienti sta nella tempistica.

Tardi = sbagliato, presto = sbagliato

La tempistica è essenziale per gli investitori. Tutti abbiamo paura di mantenere una posizione fino a quando non è più redditizia, ma un disinvestimento precoce può essere altrettanto nefasto. Ricordate tutti quelli che avevano correttamente pronosticato la crisi dell'euro nel 2011? Se si fossero mossi in anticipo di più di 10 mesi, avrebbero sottoperformato rispetto alle strategie azionarie globali passive di tipo «buy and hold».

Nessun gestore può promettere di riuscire ad azzeccare perfettamente la tempistica di ogni rialzo o ribasso degli strumenti rischiosi e quindi cerchiamo tutti di costruire portafogli robusti in grado di tollerare gli errori che senz'altro commetteremo. Adottando però un approccio disciplinato alla gestione del rischio, crediamo di poter ottenere una crescita del capitale nel lungo periodo, nonché di riuscire a superare alcuni dei potenziali shock che dovessero verificarsi. Questa lettera analizza in particolare due rischi attualmente sotto i riflettori – un eventuale conflitto armato con la Corea del Nord e la stretta monetaria della Fed – per illustrare il modo in cui impostiamo la tempistica delle nostre operazioni di mercato.

La nostra attuale valutazione del quadro complessivo di rischio e rendimento ci induce a confermare il sovrappeso sulle azioni globali nell'ambito dell'asset allocation tattica. Gli utili e la crescita economica mostrano dinamiche robuste e la politica monetaria è ancora abbastanza accomodante da permettere ai mercati di muoversi al rialzo anche nei prossimi sei mesi, in assenza di shock. Inoltre, le probabilità di un conflitto militare tra Stati Uniti e Corea del Nord, o di un ritiro molto rapido degli stimoli monetari, non ci sembrano ancora così alte da compensare il costo opportunità associato alla chiusura delle posizioni di rischio. Detto ciò, continueremo a monitorare i dati in uscita per valutare se diminuiscano gli svantaggi derivanti da un mancato investimento o aumentino i rischi associati a rimanere investiti.

Il costo opportunità

Nel valutare il quadro di rischio, cerchiamo innanzitutto di stabilire il costo opportunità di un disinvestimento dai mercati azionari.

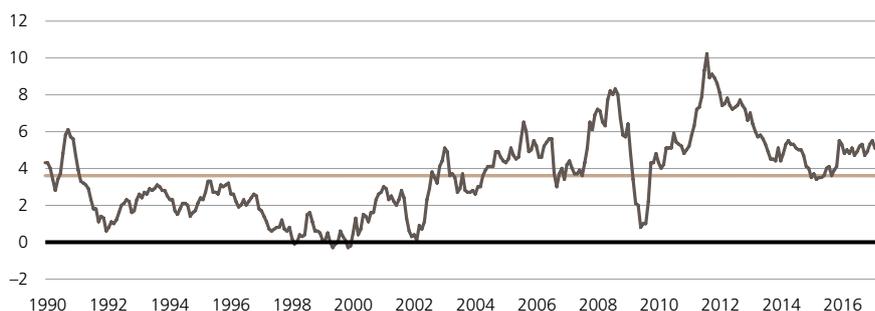
Attualmente gli utili registrano una solida crescita, che nell'ultimo trimestre si è attestata al 12% annuo negli Stati Uniti e al 10% circa nell'eurozona. L'attività economica globale mostra una dinamica vivace, in particolare nell'eurozona, con un'espansione del 2,2% annuo nel 2T17 rispetto all'1,9% dell'1T17. Nonostante la robusta performance dell'economia e delle aziende, inoltre, le banche centrali continuano a fornire stimoli monetari più consoni a tempi di crisi, dato che nel solo 2T17 la Bank of Japan e la Banca centrale europea hanno iniettato liquidità per 483 miliardi di dollari.

Le valutazioni azionarie sono aumentate, ma si mantengono vicine alla media di lungo periodo – con un rapporto prezzo/utili (P/E) di 17,4x per le azioni globali contro la media ventennale di 18x – e non impediscono un ulteriore rialzo. Storicamente l'indice MSCI AC World produce un ritorno del 6% nei sei mesi successivi al periodo in cui il P/E si attesta nella fascia 18–23x, contro un rendimento medio del 5%. Anche le valutazioni relative delle azioni globali puntano a una sovraperformance di lungo periodo rispetto alle obbligazioni, con un premio al rischio azionario dell'S&P 500 del 4,5% rispetto alla media a lungo termine del 3,6% (fig. 1).

Tutti questi fattori positivi corroborano la nostra tesi secondo cui gli investitori che uscissero ora dai mercati azionari si perderebbero con tutta probabilità ulteriori rialzi. Nel nostro scenario di riferimento, le azioni globali dovrebbero registrare una sovraperformance del 3-5% rispetto alle obbligazioni in un orizzonte di sei

Fig. 1: le azioni rimangono convenienti rispetto alle obbligazioni

Premio al rischio azionario (rendimento degli utili effettivo a 12 mesi dell'S&P 500 - rendimento reale delle obbligazioni e dei titoli di Stato con rating elevato a 5-7 anni), in %



Fonte: Thomson Reuters, UBS WM CIO

I rischi legati alla Corea del Nord sono aumentati, poiché la minaccia di un attacco nucleare contro gli Stati Uniti è sempre più concreta.

Osserveremo in particolare tre spie di un pericoloso aumento dei rischi: i progressi tecnologici nell'ambito del programma degli armamenti nordcoreano, i segnali di preparativi militari negli Stati Uniti e l'imposizione di sanzioni in grado di minare la relazione sino-statunitense.

mesi. Per generare un ritorno del 5% sulle obbligazioni e i titoli di Stato con rating elevato ci vorrebbero più di 2 anni negli Stati Uniti e più di 10 anni nell'eurozona e in Svizzera.

Alla luce dell'elevato costo opportunità associato quindi alla chiusura delle posizioni azionarie, le liquideremo solo se avremo la ragionevole certezza che si verifichino presto, ad esempio, un conflitto armato tra Corea del Nord e Stati Uniti o una rapida stretta monetaria.

Rischi legati alla Corea del Nord

Le tensioni tra Stati Uniti e Corea del Nord sono senza dubbio aumentate nelle ultime settimane. A seguito dei test missilistici, delle dichiarazioni bellicose e delle notizie di stampa relative all'utilizzo di una tecnologia missilistica più raffinata, a nostro giudizio le probabilità di un conflitto militare nei prossimi sei mesi sono salite da meno del 10% al 10-20%.

Nel nostro orizzonte d'investimento tattico, crediamo comunque che la Corea del Nord rappresenti tuttora un rischio complessivamente contenuto per i mercati. Infatti, non rileviamo ancora le principali spie di uno scontro armato imminente. Può sembrare insensato attendere lo scoppio delle ostilità per agire, ma la storia ci insegna che di solito i mercati non reagiscono fino a quel momento. Le perdite massime subite nel corso dei famosi 13 giorni della crisi dei missili di Cuba nel 1962 raggiunsero solo il 5% (fig. 2). Di conseguenza, il prezzo da pagare se si aspetta che sia fatta chiarezza sugli sviluppi della situazione non dovrebbe essere troppo alto.

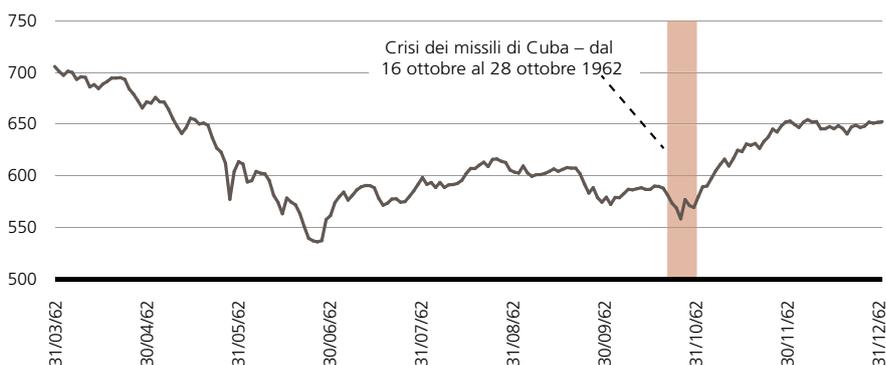
Presentiamo quindi i fattori da monitorare per valutare un'eventuale impennata dei rischi.

Primo, osserveremo le azioni e le informazioni in grado di indicare una maggiore preparazione tecnologica della Corea del Nord. Eventuali notizie di stampa attendibili sullo sviluppo di testate nucleari, ulteriori test di missili balistici intercontinentali (in particolare se effettuati vicino al Giappone o a Guam) e/o nuovi test nucleari potrebbero significare che Pyongyang è più vicina a conseguire (o ha conseguito) la capacità nucleare ICBM.

Secondo, analizzeremo eventuali segnali di preparazione al conflitto, come un innalzamento della soglia di sicurezza Defcon negli Stati Uniti (dall'attuale livello di

Fig. 2: il Dow Jones e la crisi dei missili di Cuba

Andamento del Dow Jones Industrial Average prima della crisi e successivo recupero



Fonte: Bloomberg Finance L.P., UBS WM CIO

4, il secondo più basso), la pubblicazione di avvertenze ai viaggiatori statunitensi relative alla Corea del Sud o al Giappone e/o segnali di aumento dell'attività o cambiamento dei programmi di viaggio dei più alti esponenti del governo o delle forze armate degli Stati Uniti. Analogamente, in Asia, i movimenti di truppe cinesi o nordcoreane o eventuali prove di evacuazione su vasta scala in Corea del Sud o in Giappone potrebbero indicare un aumento delle probabilità di conflitto reali o percepite.

Terzo, monitoreremo l'evoluzione delle sanzioni economiche e diplomatiche. Anche se probabilmente la minaccia di un attacco nucleare di Pyongyang al territorio americano non è ancora credibile, ogni nuovo test missilistico o dichiarazione bellicosa aumenta le probabilità che il governo statunitense veda nella Corea del Nord un pericolo reale e imminente. Se gli Stati Uniti si sentissero davvero minacciati, potrebbero aumentare le pressioni su Pechino perché cerchi di dissuadere Kim Jong-un. Il governo americano potrebbe così pretendere l'imposizione di sanzioni in grado di far crollare il regime nordcoreano, che la Cina vorrà probabilmente evitare. La situazione si farebbe quindi più tesa, dato che Washington potrebbe arrivare a minacciare l'introduzione di nuove misure protezionistiche contro la Cina.

Se qualcuno di questi indicatori segnalerà un aumento delle probabilità di conflitto, rivedremo la nostra posizione; per il momento preferiamo però rimanere investiti e attendere gli sviluppi della situazione.

Aumento dei rischi legati alla stretta monetaria della Fed

Il rischio di una virata restrittiva della Fed ci è più familiare della minaccia di un conflitto nucleare, ma per certi aspetti è più difficile da gestire, perché non sempre una stretta monetaria mette in difficoltà i mercati. Infatti, anche se la Fed ha alzato i tassi d'interesse quattro volte da dicembre 2015, le azioni globali hanno guadagnato il 18% – a nostro avviso, anche grazie all'orientamento della banca centrale, che si è impegnata a sostenere la crescita e non scoraggiare gli investitori.

Interpreteremmo invece come un segnale d'allarme un'eventuale decisione dell'autorità monetaria statunitense di puntare sul controllo dei prezzi, penalizzando la crescita. L'esempio storico più simile è rappresentato dalla brusca stretta monetaria operata dalla Fed per contenere l'inflazione sotto la guida dell'allora Presidente Paul Volcker, che contribuì a innescare la recessione del 1980–82 e a far crollare il mercato azionario americano.

Illustriamo dunque i fattori che potrebbero indicare un cambiamento di posizione imminente o in corso da parte della Federal Reserve.

Primo, monitoreremo eventuali bruschi aumenti dell'inflazione. Senza dubbio la Fed può permettersi di sostenere la crescita grazie all'andamento dell'inflazione, che si mantiene da tempo inferiore alle attese. La disoccupazione al 4,3% aumenta però le probabilità di un'accelerazione dei prezzi, che potrebbe indurre la banca centrale a cambiare obiettivo, passando dal sostegno all'occupazione al contenimento dell'inflazione.

Secondo, seguiremo da vicino gli sviluppi nell'ambito della nomina del successore di Janet Yellen. Se aumentassero le probabilità che la presidenza della Fed venisse affidata a un «falco», come John Taylor o Kevin Warsh, i mercati potrebbero temere la conclusione imminente del sostegno alla crescita. In base alla regola formulata dallo stesso Taylor, i tassi d'interesse dovrebbero già attestarsi al 3%.

Le azioni globali hanno recuperato più del 18% da quando la Fed ha cominciato ad alzare i tassi a dicembre 2015.

Ma i mercati potrebbero accogliere negativamente un aumento dell'inflazione più rapido del previsto, che costringerebbe la Fed a operare una stretta più aggressiva.

Anche la possibilità che Donald Trump nomini un «falco» alla presidenza della Fed potrebbe innervosire i mercati.

Terzo, analizzeremo le aspettative relative ai tassi reali. Secondo le stime della Federal Reserve, l'attuale orientamento «neutrale» della politica monetaria statunitense si basa sull'ipotesi che i tassi nominali siano pari al tasso d'inflazione. Ma se la Fed dovesse indicare l'intenzione di alzare i tassi a un livello nettamente superiore all'indice dei prezzi, ciò significherebbe che la banca centrale si prepara a ritirare il suo sostegno alla crescita oppure che percepisce un aumento del tasso neutrale. Entrambe queste eventualità potrebbero danneggiare il mercato azionario (fig. 3).

Se i dati in uscita cominciassero a puntare in direzione di un orientamento più restrittivo della Fed, dovremmo rivedere il nostro posizionamento; tuttavia, dato che per ora la Fed mantiene ancora il suo sostegno alla crescita, restiamo investiti in un contesto di rialzi dei tassi gradualmente.

Asset allocation tattica

Questo mese apportiamo una modifica all'asset allocation tattica globale.

Apriamo un sottopeso nei Treasury a 2 anni.

Apriamo un sottopeso nei Treasury a 2 anni. All'inizio di quest'anno il mercato obbligazionario aveva cominciato a scontare una più rapida stretta monetaria della Fed, in parte in vista dello stimolo fiscale promesso dal governo Trump. Di recente, però, queste attese si sono invertite e oggi il mercato obbligazionario ci sembra fin troppo pessimista sulla traiettoria dei tassi. I futures sui Fed fund inglobano attualmente solo due rialzi di 25 punti base ciascuno nei prossimi tre anni. Dato che la disoccupazione americana si attesta ormai ai livelli più bassi dal 2001, probabilmente la Fed alzerebbe i tassi più rapidamente anche se dovesse mantenere il suo sostegno alla crescita: le nostre attuali previsioni sono di un ulteriore giro di vite entro fine 2017, seguito da altri due nel 2018. A nostro avviso, il modo migliore per sfruttare questo scostamento consiste nel sottopesare i Treasury biennali, poiché ci aspettiamo che registrino un aumento dei rendimenti (e un calo dei prezzi) a misura che il mercato si allinea a un ritmo d'intervento più realistico da parte della Fed.

Abbiamo recentemente chiuso il sovrappeso nell'EUR rispetto all'USD e al CHF.

Inoltre, abbiamo recentemente chiuso il sovrappeso nell'euro rispetto al dollaro statunitense e al franco svizzero. Dato che la moneta unica ha guadagnato circa il 12% rispetto al biglietto verde da inizio anno e il 3% rispetto alla valuta elvetica nell'ultimo mese, i due rapporti di cambio si sono avvicinati ai nostri rispettivi target a sei mesi. Sebbene l'aumento dell'euro nei confronti del franco svizzero pos-

Fig. 3: la bassa inflazione consente alla Fed di non accelerare il ritmo della stretta monetaria

Inflazione PCE «core» statunitense a/a, in %



Fonte: Bloomberg Finance L.P., UBS WM CIO

sa continuare nel lungo periodo, siamo del parere che a breve termine la tendenza al rialzo potrebbe essersi in gran parte esaurita, ora che il mercato ha accettato l'idea che la Banca centrale europea (BCE) sta preparando il terreno per il ritiro del quantitative easing. Gli investitori potrebbero invece sottovalutare il sostegno di cui gode il dollaro a breve termine. Se effettivamente il mercato obbligazionario è troppo pessimista circa il ritmo della stretta monetaria, gli esponenti della Fed potrebbero chiarire le loro intenzioni rilasciando dichiarazioni di tono restrittivo.

Per il momento confermiamo le altre posizioni tattiche.

Sovrappesiamo le azioni globali.

Sovrappesiamo le azioni globali. Come abbiamo già spiegato, in assenza di shock geopolitici siamo convinti che il mercato azionario possa continuare a guadagnare terreno, in un contesto di accelerazione degli utili, crescita mondiale e politica monetaria accomodante.

Sovrappesiamo la SEK rispetto al CHF.

Sovrappesiamo la corona svedese rispetto al franco svizzero. A luglio l'inflazione della Svezia ha superato il target del 2% della Riksbank per la prima volta dal 2011. Ci aspettiamo quindi che la banca centrale operi un intervento restrittivo, che darà sostegno alla valuta nazionale. Per contro, la moneta elvetica dovrebbe rimanere sotto pressione a causa dell'elevata liquidità in franchi, dopo anni di interventi da parte della Banca nazionale svizzera.

Sovrappesiamo il CAD rispetto all'AUD.

Sovrappesiamo il dollaro canadese rispetto al dollaro australiano. L'economia del Canada si sta riprendendo bene dalla fase di debolezza del 2015, mentre in Australia la spesa per consumi e investimenti dovrebbe risentire del calo della domanda cinese.



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management



[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

twitter.com/UBS_CIO

Spunti dall'UBS Investor Forum

L'Investor Forum di questo mese è stato dedicato alle prospettive dei mercati azionari.

- Secondo alcuni partecipanti, i listini potrebbero risentire degli sviluppi geopolitici, soprattutto in relazione alla Corea del Nord. Anche i negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea rappresentano una fonte d'incertezza nei prossimi mesi.
- Uno dei nostri ospiti è a favore di un sovrappeso nelle azioni dell'eurozona, poiché i dati in uscita continuano a superare le attese. Un altro ha sottolineato che storicamente la forza dell'euro non è negativa per le azioni dell'eurozona nell'arco di un periodo prolungato.

Ricerca finanziaria generica – Informazioni sui rischi: le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office WM sono elaborate e pubblicate da Wealth Management e Personal & Corporate Banking o Wealth Management Americas, divisioni di UBS AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata o consociata («UBS»). In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. 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 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. 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 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. 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 lo sviluppo delle previsioni economiche del Chief Investment Office (CIO), gli economisti del CIO hanno collaborato con gli economisti impiegati presso UBS Investment Research. 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. 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. **Bahamas:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini o residenti delle Bahamas dalle Bahamas Exchange Control Regulations. **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, ente 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., società anonyme francese 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 Prudential 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'afilata 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, IF 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 Asesoros 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 Asesoros 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 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 Client») 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, (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 un «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. Mentre 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'afilata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

Versione 07/2017.

© UBS 2017. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.