

## Questa settimana

### ► Come si evolverà la ristrutturazione del

**Venezuela?** La scorsa settimana S&P ha dichiarato insolvente il Paese produttore di petrolio, che non ha rispettato la scadenza per il pagamento di 200 milioni di dollari su due titoli di Stato. Con un debito stimato in 150 miliardi di dollari, il default sovrano potrebbe essere uno dei più gravi della storia. Oltre ai prestiti bilaterali, il Venezuela ha in circolazione bond internazionali per 60 miliardi di dollari. Ma i mercati avevano già cominciato a scontare un evento creditizio e il decennale era sceso a circa il 30% del suo valore nominale, quindi il contagio dovrebbe essere limitato.

### ► Il Congresso americano farà passi avanti sul fronte della riforma fiscale?

Negli Stati Uniti, la leadership repubblicana continuerà a lavorare a un pacchetto di misure fiscali che comprende una riduzione dell'imposta sulle imprese. La scorsa settimana i rappresentanti repubblicani alla Camera hanno votato la loro proposta di legge, mentre i senatori hanno continuato a dibattere la propria. L'UBS Office of Public Policy assegna una probabilità del 60% all'attuazione della riforma tributaria, che potrebbe far salire del 10% gli utili per azione delle società dell'S&P 500 nel 2018.

### ► I mercati riusciranno a mantenere la calma?

L'indice MSCI All Country World ha perso l'1% la scorsa settimana poiché la flessione del mercato delle obbligazioni high yield ha minato la fiducia degli investitori, nonostante i solidi dati economici diffusi di recente e i robusti risultati pubblicati dalle aziende degli Stati Uniti e dell'eurozona. Il sentiment di mercato ha poi cominciato a riprendersi sul finire della settimana. Cercheremo di individuare eventuali segnali di recupero del momentum rialzista dei listini azionari.

## Al centro dell'attenzione

### ► 1. Il ribasso dell'high yield non dovrebbe compromettere il rialzo azionario.

Le quotazioni dell'high yield globale hanno subito una flessione generalizzata e gli spread, sia in dollari che in euro, si sono ampliati di circa 40 punti base (pb) rispetto al recente minimo del 24 ottobre. Dato che l'allargamento dei differenziali può preannunciare una contrazione dei mercati azionari, questo timore ha contribuito al calo dell'1% archiviato la scorsa settimana dall'MSCI All Country World. I rischi di contagio sono però limitati, a nostro avviso, e le piazze azionarie hanno cominciato a recuperare terreno già verso la fine della settimana. Sono i titoli high yield che appaiono sopravvalutati, non le azioni. Le valutazioni azionarie globali sono vicine alla media ventennale, ma gli spread dell'high yield in euro si attestano ancora solo 40 pb al di sopra del minimo storico di 233 pb. Circa il 18% delle obbligazioni in circolazione offre ancora rendimenti inferiori all'1% e alcuni titoli presentano addirittura rendimenti negativi: non si può proprio parlare di «alto rendimento».

*Conclusione: sottopesiamo le obbligazioni high yield in euro.*

### ► 2. La modernizzazione della Cina rappresenta un'opportunità per gli investitori.

Nelle ultime settimane sono emersi ulteriori segnali di modernizzazione della Cina. Il Paese aprirà per la prima volta le società finanziarie locali al controllo estero, una novità che potrebbe ridurre i rischi per la stabilità finanziaria e dare impulso agli investimenti internazionali nel settore. Inoltre, l'aumento del 40% delle vendite e-commerce per la «giornata dei single» dimostra la crescente capacità dei colossi della new economy cinese, che in un solo giorno hanno registrato ricavi quattro volte superiori al totale registrato negli Stati Uniti l'anno scorso in occasione del Black Friday, del Cyber Monday e della festa del Ringraziamento messi insieme. L'enorme crescita di quest'anno è ascrivibile all'uso più sofisticato dell'intelligenza artificiale e all'utilizzo dei canali mobili.

*Conclusione: sovrappesiamo le azioni cinesi nei portafogli asiatici e preferiamo le società della new economy e le imprese dei servizi finanziari.*

### ► 3. La battuta d'arresto delle azioni dell'eurozona passerà presto.

Le azioni della regione hanno perso oltre il 3% da inizio novembre, ma crediamo che si tratti solo di una correzione temporanea. Il rafforzamento dell'euro (che scambia a 1.18 contro il dollaro) ha danneggiato le aziende esportatrici e l'ampliamento degli spread creditizi ha penalizzato il mercato. Tuttavia, le crescenti aspettative di un rialzo dei tassi americani a dicembre e i potenziali tagli delle imposte negli Stati Uniti dovrebbero contenere la forza della moneta unica a breve termine. D'altro canto, l'allargamento degli spread non ci sembra ancora preoccupante, dato che si mantengono in prossimità dei minimi storici. Nel frattempo, i fondamentali sono incoraggianti e l'eurozona dovrebbe registrare la crescita del PIL più elevata dell'ultimo decennio. Sovrappesiamo le azioni dell'eurozona rispetto a quelle del Regno Unito, poiché l'impulso impresso agli utili dalla sterlina debole si sta esaurendo, l'incertezza legata alla Brexit penalizza gli investimenti e l'aumento dell'inflazione colpisce la spesa al consumo.

*Conclusione: manteniamo in sovrappeso le azioni dell'eurozona rispetto a quelle del Regno Unito.*

## I movimenti dei mercati

CIO view	1w total return	3m total return	Year-to-date total return	
S&P 500	-0.2%	6.8%	17.3%	
Euro Stoxx 50	-0.7%	3.2%	11.1%	
MSCI EM	1.2%	7.7%	34.7%	
FTSE 100	-0.6%	1.1%	6.9%	
SMI	0.8%	4.2%	16.1%	
NIKKEI 225	-0.5%	15.2%	18.5%	
US high grade bonds	0.1%	-0.4%	3.2%	
Euro high grade bonds	0.4%	1.0%	0.9%	
US investment grade bonds	0.3%	0.5%	5.4%	
Euro investment grade bonds	0.0%	0.8%	2.7%	
US high yield bonds	0.1%	0.9%	5.6%	
European high yield bonds	UW	-0.3%	1.2%	6.6%
EM sovereign bonds		0.6%	0.9%	8.7%
EM corporate bonds		0.3%	0.8%	6.9%

Source: Bloomberg, UBS as of 20.11.2017

Note: OW = tactical overweight, UW = tactical underweight



## Investimenti sotto i riflettori

► **Investitori in fila per la tecnologia.** Gli afflussi registrati la scorsa settimana dai fondi del settore tecnologico statunitense, pari a 1,1 miliardi di dollari, si sono attestati in seconda posizione dopo il massimo assoluto di 1,3 di miliardi di dollari della settimana precedente.

► **Battuta d'arresto dell'high yield.** La scorsa settimana i fondi di obbligazioni high yield hanno registrato i terzi deflussi di tutti i tempi (6,7 miliardi di dollari).

## Deeper Dive

# Dobbiamo preoccuparci per le oscillazioni degli strumenti rischiosi?



**Mark Haefele**

Stando all'indice VIX, ottobre è stato il mese più calmo di sempre per le azioni, ma novembre si è rivelato più movimentato per gli strumenti rischiosi. Dal 24 ottobre, gli spread dell'high yield si sono ampliati di circa 40 punti base (pb) sia negli Stati Uniti che in Europa. Poiché a volte un aumento dei differenziali preannuncia un calo dei mercati azionari, sono emersi timori di contagio alle azioni. Inoltre, il lieve deterioramento dei dati economici cinesi ha fatto temere una decelerazione e tutti questi fattori hanno spinto al ribasso i listini azionari. L'MSCI AC World ha perso l'1% la scorsa settimana e i mercati azionari dell'eurozona hanno lasciato sul campo il 3,5% da inizio mese.

Ma le oscillazioni degli strumenti rischiosi si notano di più, perché i mercati ci hanno abituati a una combinazione di massimi assoluti o pluriennali uniti a una volatilità estremamente bassa. Non vediamo però motivi di panico:

- ▶ il minimo toccato dagli spread dell'high yield europeo a ottobre è il livello più basso registrato nell'intero dopo crisi. L'ampliamento della scorsa settimana si è già in parte invertito e gli spread europei si mantengono inferiori di 100 pb a quelli di un anno fa, contro i 45 pb di quelli statunitensi. La recente debolezza del comparto ha toccato in particolare alcune società (soprattutto delle telecomunicazioni) che hanno pubblicato utili deludenti. Il contesto di solida crescita del PIL, bassa inflazione e politica monetaria espansiva che ha favorito l'high yield prosegue tuttora, mentre i fondamentali creditizi si confermano robusti. Nel 2018 il tasso d'insolvenza a 12 mesi dovrebbe rimanere sotto il 2% sia negli Stati Uniti che in Europa, circa la metà della media ventennale.
- ▶ Il 15 novembre l'S&P 500 è sceso dello 0,6%, dopo una striscia positiva di 50 giorni consecutivi senza ribassi pari o superiori allo 0,5%, la più lunga dal 1965. L'indice ha poi recuperato terreno, fermandosi appena lo 0,6% al di sotto del suo massimo storico. Le azioni rimangono sospinte dai buoni fondamentali dell'economia e degli utili. Nel 3T17 gli Stati Uniti hanno archiviato il secondo trimestre consecutivo di crescita più sostenuta dal 2014, pari al 3%, e gli utili per azione delle società americane sono saliti di circa il 7%, con una performance particolarmente brillante delle aziende tecnologiche.

Dal canto suo, l'eurozona dovrebbe registrare la crescita annuale più elevata dell'ultimo decennio. Al netto del settore finanziario (per escludere l'impatto negativo degli uragani sulle assicurazioni), gli utili delle società dell'eurozona sono saliti di circa il 12% nel 3T17.

- ▶ Non più tardi del 3 novembre, il VIX ha registrato un minimo storico di chiusura settimanale a quota 9,14. Il massimo infragiornaliero di 14,51 della scorsa settimana si mantiene al di sotto delle impennate registrate quest'anno prima delle elezioni francesi di maggio (15,59) e a seguito delle tensioni con la Corea del Nord sul nucleare ad agosto (16,04) ed è anche nettamente inferiore alla media ventennale di 19,4.

A nostro avviso un ampliamento degli spread dei titoli high yield rispecchia un mercato sopravvalutato ed esposto a una correzione, più che un'inversione di tendenza della dinamica rialzista. Per motivi valutativi manteniamo in sottopeso l'high yield europeo, dove il 18% dei titoli offre un rendimento effettivo inferiore all'1%. Un ulteriore deciso allargamento degli spread influirebbe probabilmente sui mercati azionari, ma il nostro scenario di riferimento prevede una stabilizzazione dei differenziali con un ampliamento solo graduale, che non dovrebbe compromettere le quotazioni azionarie. Non ci aspettiamo che le azioni globali riescano a segnare un rialzo del 20% anche nel 2018 e nella maggior parte delle regioni le valutazioni azionarie sono ormai vicine o superiori alla media ventennale, ma crediamo che la solida crescita degli utili permetterà ai mercati azionari di continuare a registrare performance positive.

**Mark Haefele**  
Global Chief Investment Officer WM

## Bottom line

L'allargamento degli spread del settore high yield, l'indebolimento dei listini azionari, l'aumento della volatilità e i segnali di decelerazione della crescita cinese hanno generato timori circa la sostenibilità del rialzo degli strumenti rischiosi. Nonostante le recenti oscillazioni, le obbligazioni high yield e le azioni rimangono sostenute dal tono positivo dei fondamentali economici, creditizi e degli utili. Manteniamo in sottopeso il comparto high yield per motivi valutativi, ma crediamo che le azioni possano continuare a produrre rendimenti positivi.

## Regional view - Italia

## Panoramica sugli emergenti



Matteo Ramenghi

Chief Investment Officer UBS WM Italy

«Complessivamente abbiamo un posizionamento neutrale sull'azionario emergente e vediamo con maggior favore Russia, Turchia e Cina»

Dall'inizio dell'anno i mercati azionari dei Paesi emergenti ha realizzato rialzi di oltre il 30%, contro il 18% dell'azionario globale (in dollari). In entrambi i casi, si tratta di ottime performance giustificate da una crescita economica sincronizzata a livello globale e da politiche monetarie letteralmente inedite fino a pochi anni fa. La forte sovraperformance degli emergenti potrebbe però essere vista come una spia di eccessivo ottimismo o della formazione di una bolla.

All'inizio della crisi finanziaria del 2008, i mercati emergenti erano stati considerati immuni ai problemi delle economie avanzate: avevano sistemi bancari meno sofisticati, senza subprime o eccessiva esposizione ad attività di trading, non erano troppo indebitati e potevano contare su buone esportazioni, il cui valore era spinto anche dagli elevati prezzi del petrolio. Tra il 2014 e il 2015, le economie emergenti hanno invece sofferto le conseguenze indirette della crisi finanziaria e, sui mercati, hanno fortemente sottoperformato. Potremmo quindi vedere la buona performance di quest'anno come un parziale recupero.

Occorre chiarire che a spingere le valutazioni dei mercati emergenti sono stati soprattutto i risultati delle aziende: dall'inizio dell'anno le previsioni sugli utili delle società quotate sono migliorate del 21,5%, rispecchiando un quadro economico che vede quasi tutte le economie emergenti in una fase di espansione, dal Sud America, fino all'Asia e alla Russia.

In media, i mercati azionari emergenti trattano a circa 14x gli utili attesi per l'anno in corso, lievemente al di sopra della media storica. Non si tratta quindi di valutazioni scontate, ma possono ancora esprimere potenziale se, come anticipano gli analisti, i risultati delle aziende dovessero migliorare ulteriormente l'anno prossimo. Complessivamente abbiamo un posizionamento neutrale sugli emergenti. I mercati che vediamo con maggior favore sono quelli che, seppur in presenza di significativi rischi geopolitici, presentano valutazioni più compresse – in particolare Russia e Turchia. Siamo inoltre positivi sul mercato cinese.

L'obbligazionario emergente presenta rendimenti e spread leggermente inferiori rispetto al passato. A nostro avviso non si tratta di un eccessivo ottimismo su questi mercati, quanto del riflesso della compressione dei rendimenti nelle economie avanzate e della conseguente ricerca di alternative. Del resto, le analisi a nostra disposizione sul rischio di credito – anche per quanto riguarda la componente con rating inferiore, high yield – fanno pensare a una rischiosità tutto sommato contenuta. Tra i Paesi che vediamo più positivamente ci sono Brasile, Argentina e India.

Per quanto riguarda le valute, al momento non abbiamo forti scommesse su quelle dei Paesi emergenti ma, tra queste ultime, abbiamo una preferenza per il real brasiliano e il rublo. Ma cosa potrebbe mettere in crisi questo scenario tutto sommato positivo?

Verso la fine del 2018 le principali banche centrali globali inizieranno cumulativamente a drenare liquidità dai mercati. Gli emergenti sono strutturalmente più sensibili al tema della liquidità e, soprattutto, dei tassi d'interesse sul dollaro (moneta che usano di sovente per finanziarsi) e potrebbe quindi verificarsi un periodo di maggior volatilità.

Anche i rischi geopolitici restano in cima alla lista delle preoccupazioni: oltre alla Corea del Nord e alla possibilità di un'escalation militare, occorre tenere presenti le tensioni in Medio Oriente e l'eventualità che possano determinare uno shock sul prezzo del petrolio – che a nostro avviso sarebbe probabilmente solo temporaneo. Rimanendo sui Paesi produttori di petrolio, la situazione del Venezuela si è ulteriormente aggravata e le agenzie di rating hanno peggiorato i propri rating; gli impatti sistemici ci sembrano però limitati.

**Matteo Ramenghi**

**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 prezzi 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 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 responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento 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](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 Tawteer Towers, Casella postale 75724, Riad 11588, Regno dell'Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia è autorizzata e disciplinata dalla Capital Market Authority di 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, 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, the 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'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, 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 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 la 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 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 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 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 07/2017.

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