

Ancora più a fondo

## Perché i beni rifugio non sono sempre sicuri

— p. 2

Analisi regionale

## Elezioni tedesche da non sottovalutare

— p. 3

## Questa settimana

► **Quanti danni farà Irma?** Domenica l'uragano ha toccato terra in Florida. Nel corso della settimana avremo maggiori informazioni sull'entità dei danni causati.

► **L'euro forte penalizza il commercio?** L'eurozona sembra tollerare bene l'apprezzamento dell'euro. La bilancia commerciale di luglio ci darà ulteriori indicazioni.

► **Quale sarà la posizione della Banca nazionale svizzera?** Non ci aspettiamo che questa settimana la BNS alzi i tassi d'interesse, ma un comunicato di tono ancora accomodante giocherebbe a favore del nostro sottopeso nel franco svizzero.

## I movimenti del mercato

	Opinione del CIO	Rend. totale a 1 sett.	Rend. totale a 3 mesi	Rend. totale da inizio anno
S&P 500		-0,6%	1,7%	11,5%
Euro Stoxx 50		1,3%	-2,8%	8,6%
MSCI EM		0,8%	8,5%	29,1%
FTSE 100		0,1%	-0,5%	7,1%
SMI		0,9%	1,1%	12,3%
NIKKEI 225		0,2%	-2,1%	3,3%
Obbl. e tit. Stato alto rating Stati Uniti	UW	0,4%	1,5%	4,4%
Obbl. e tit. Stato alto rating eurozona	UW	0,3%	0,3%	0,8%
Obbl. inv. grade Stati Uniti		0,5%	1,9%	5,6%
Obbl. inv. grade eurozona		0,1%	0,8%	2,1%
Obbl. high yield Stati Uniti	OW	0,1%	1,1%	5,5%
Obbl. high yield eurozona		0,1%	1,6%	5,7%
Obbl. sovrane merc. emerg.		0,6%	2,7%	9,7%
Corporate bond merc. emerg.		0,1%	2,1%	7,0%

Fonte: Bloomberg, UBS, situazione all'11 settembre 2017  
OW = sovrappeso tattico (tactical overweight)  
UW = sottopeso tattico (tactical underweight)

## Al centro dell'attenzione

### ► 1. La cautela della BCE non frena l'euro.

Il Presidente della BCE Mario Draghi ha usato toni cauti alla riunione di settembre e ha definito l'euro – che da inizio anno si è apprezzato del 14% contro il dollaro – una «fonte d'incertezza» in grado di fermare l'inflazione. Inoltre, l'istituto ha ridotto le proprie previsioni per l'inflazione nel 2018 e nel 2019, contribuendo a spingere al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato decennali in tutta l'eurozona. I mercati valutari, però, si sono concentrati soprattutto sull'affermazione di Draghi secondo cui le decisioni in merito al potenziale ritiro degli acquisti di obbligazioni saranno prese «in massima parte» a ottobre. Il cambio EURUSD è salito quasi dell'1% sulla scia dell'incontro, toccando i livelli più alti da inizio 2015. Nonostante la reazione a caldo, ci aspettiamo che i mercati tornino a concentrarsi sulle modeste proiezioni d'inflazione della BCE.

*Conclusione: ci attendiamo una stabilizzazione dell'euro, che favorirà il nostro sovrappeso nelle azioni dell'eurozona rispetto a quelle del Regno Unito.*

### ► 2. I beni rifugio sono davvero sicuri?

Gli investitori possono avere reazioni paradossali all'incertezza. Dopo che la Corea del Nord ha dichiarato di aver testato una bomba all'idrogeno, lo yen è salito ai livelli più alti da inizio anno contro il dollaro statunitense, nonostante la vulnerabilità del Giappone in caso di conflitto militare. Inoltre, alcuni investitori hanno cercato rifugio nei Treasury americani, anche se il Congresso ha sospeso il tetto del debito solo per tre mesi. Non è facile scegliere il bene rifugio giusto. Tutti quelli utilizzati più di frequente – Treasury statunitensi a 10 anni, oro, yen e franco svizzero – presentano qualche inconveniente. Raccomandiamo di cercare alternative ai tradizionali porti sicuri e puntare, ad esempio, su alcuni hedge fund. Ma, anche se è opportuno cominciare a valutare strategie difensive, crediamo che sia ancora troppo presto per dotarsi di ingenti coperture. L'accelerazione della crescita mondiale e la solida dinamica degli utili dovrebbero sostenere la corsa delle azioni.

*Conclusione: tutti i beni rifugio tradizionali presentano qualche inconveniente ed è troppo presto per dotarsi di ingenti coperture.*

### ► 3. La politica fiscale statunitense e la seconda tempesta.

Mentre l'America sta ancora facendo i conti con i danni provocati dall'uragano Harvey, che potrebbe guadagnarsi il titolo di tempesta più costosa nella storia degli Stati Uniti, ora è in corso l'uragano Irma, che a sua volta sta avendo effetti devastanti. A fronte di questi disastri naturali, il dibattito sulla spesa pubblica statunitense si è concluso con un accordo bipartisan che prevede il finanziamento del governo e la sospensione del tetto del debito per altri tre mesi. Il prossimo passo potrebbe essere la riforma fiscale. Il Presidente Trump vuole tagliare l'aliquota massima dell'imposta sulle imprese dal 35% al 15%. Il mercato non sembra convinto che possa riuscirci; da parte nostra, attribuiamo una probabilità del 55% circa all'approvazione di un pacchetto di riforme tributarie nei prossimi mesi. I Repubblicani sono piuttosto compatti sul fronte della riduzione delle imposte e vorranno strappare una vittoria legislativa in vista delle elezioni di metà mandato del 2018.

*Conclusione: secondo le nostre stime, una riduzione dell'aliquota d'imposta sulle imprese di 10 punti percentuali potrebbe innescare un rialzo del 3-5% delle azioni statunitensi.*

## Investimenti sotto i riflettori

► **L'oro luccica per gli investitori.** Gli afflussi verso l'oro hanno toccato 1,3 miliardi di dollari, il livello più alto da 30 settimane, dopo che il prezzo del metallo giallo è salito ai massimi degli ultimi 12 mesi.

► **Stati Uniti fuori moda.** Gli investitori hanno ritirato 0,2 miliardi di dollari dai mercati azionari americani, portando a 11 il numero di settimane di segno negativo (su 12). Il Giappone ha invece registrato afflussi per l'ottava settimana consecutiva.



Ancora più a fondo

# Perché i beni rifugio non sono sempre sicuri

Gli investitori cercano sicurezza nei posti più strani. Paradossalmente, da quando la Corea del Nord ha dichiarato di aver testato una bomba all'idrogeno lo yen è salito di circa l'1,5% contro il dollaro statunitense, nonostante la vulnerabilità del Giappone in caso di conflitto militare. E, per quanto sia discutibile che i Treasury possano offrire rifugio quando il Congresso è riuscito a estendere solo temporaneamente il tetto sul debito, i rendimenti dei titoli di Stato americani a 10 anni si mantengono vicini ai minimi segnati il giorno dopo le presidenziali del 2016.

È difficile trovare il bene rifugio giusto e alcuni dei porti sicuri più affollati presentano inconvenienti che potrebbero ridurre la loro capacità di proteggere gli investitori dal prossimo ribasso del mercato azionario.

1. Questa volta le obbligazioni – strumento di copertura per antonomasia contro il rischio azionario – potrebbero non servire. I Treasury americani potrebbero essere penalizzati dal processo di rialzo dei tassi e riduzione del bilancio della Federal Reserve (Fed). Durante il «taper tantrum» del 2013, l'indice Bloomberg Barclays US Government Bond aveva perso il 4,4%, a fronte di una flessione delle azioni globali di quasi il 9%. Inoltre, i puristi che cercano rifugio solo nelle obbligazioni con rating AAA ne hanno molte meno a disposizione, poiché i titoli di fascia tripla A sono passati dai 39 di 10 anni fa agli attuali 12 (rating Moody's).
2. Non possiamo sapere in quale area del mercato avrà origine il prossimo ribasso. L'oro, che solitamente è favorito dalle difficoltà geopolitiche, potrebbe essere una buona scelta se la crisi nordcoreana arrivasse a preoccupare seriamente gli investitori. Tuttavia, la copertura assicurata dal metallo giallo sarebbe meno efficace se i mercati azionari si ritrovassero sotto pressione a causa di un'accelerazione dell'inasprimento monetario portato avanti dalle banche centrali. Nei prossimi 6–12 mesi ci aspettiamo un leggero calo delle quotazioni aurifere nel quadro della stretta monetaria della Fed, che farà salire i tassi reali e il costo opportunità legato alle posizioni in oro.



Mark Haefele



Andreas Koester

3. È costoso detenere le valute rifugio preferite dagli investitori. Ad esempio, il franco svizzero e lo yen giapponese fruttano interessi negativi, rispettivamente pari a  $-0,75\%$  e  $-0,1\%$  per i tassi overnight.

Di conseguenza, stiamo cercando nuove alternative ai consueti porti sicuri, puntando invece su certi tipi di hedge fund o di fondi azionari od obbligazionari a gestione attiva che sono in grado di beneficiare di un ribasso dei mercati mediante posizioni corte o che non sono condizionati dalla direzione complessiva dei listini azionari.

Inoltre, le posizioni in beni rifugio presentano spesso un costo opportunità. Crediamo che non sia ancora giunto il momento di aumentare sostanzialmente i livelli delle coperture o di effettuare investimenti elevati in beni rifugio accettando rendimenti bassi o negativi. L'economia mondiale è ancora in accelerazione e per quest'anno si prevede una crescita del 3,7%, dal 3,1% dell'anno scorso. Per di più, l'attuale espansione congiunturale poggia su basi ampie: tutti i 45 Paesi seguiti dall'OCSE dovrebbero chiudere l'anno con una crescita positiva, in accelerazione rispetto all'anno scorso in circa tre quarti dei casi. Se a ciò si aggiunge la solida dinamica degli utili –  $+10\%$  circa sia negli Stati Uniti che in Europa nel secondo trimestre – se ne deduce che le azioni globali sono in grado di riprendersi rapidamente da eventuali picchi di avversione al rischio. Detto ciò, quando si verificherà la prossima crisi sarà necessario applicare tecniche di copertura più innovative. Consigliamo agli investitori di cominciare a valutare le opzioni a loro disposizione.

## Mark Haefele

Global Chief Investment Officer  
Wealth Management

## Andreas Koester

Head Global Asset Allocation  
UBS Wealth Management

## Conclusioni

Può essere difficile per gli investitori scegliere i beni rifugio, soprattutto dato che non sappiamo quali saranno i catalizzatori del prossimo ribasso del mercato. Se la causa principale sarà l'inasprimento monetario effettuato dalle banche centrali, il porto sicuro rappresentato tradizionalmente dalle obbliga-

zioni non offrirà riparo. Di conseguenza, stiamo cercando nuove alternative ai consueti beni rifugio. Ma, anche se è consigliabile cominciare a valutare le opzioni a disposizione, non è ancora giunto il momento di aumentare sostanzialmente i livelli delle coperture.

## Analisi regionale

# Elezioni tedesche da non sottovalutare



**Matteo Ramenghi**

Chief Investment Officer UBS WM Italy

Diversamente dalle elezioni francesi, olandesi e, in prospettiva, italiane, le elezioni tedesche – che si terranno il 24 settembre – sembrano più prevedibili e meno insidiose per l'euro e la UE. L'esito appare quasi scontato: Angela Merkel ha ottime probabilità di essere confermata. In realtà, quello che non è affatto chiaro è quale coalizione la sosterrà e quali saranno le ricadute per la politica fiscale tedesca, il rapporto con l'Europa e le politiche economiche di quest'ultima.

Infatti, rispetto ai risultati delle ultime elezioni, i sondaggi indicano un marcato spostamento a destra. Un partito dalle posizioni estreme come l'AfD (Alternativa per la Germania) registra un aumento nei sondaggi di cinque punti percentuali rispetto alle ultime elezioni e, probabilmente, riuscirà a entrare nel Bundestag. Anche il partito conservatore della FDP è in crescita di circa tre punti percentuali rispetto al 2013 e ha raggiunto oltre l'8%. Al contrario, i partiti moderati di centro e di sinistra (CDU, CSU, SPD e i Verdi) sembrano aver perso terreno.

Non bisogna dimenticare che oltre il 40% degli aventi diritto al voto si colloca ancora tra gli indecisi. Inoltre, la

pubblicazione dei diversi programmi elettorali non sembra aver ancora avuto impatto sui sondaggi. Per contribuire a chiarire le idee agli elettori, come già avvenne nel 2013, il governo ha lanciato un interessante sito Internet che mostra agli elettori quale partito propone posizioni e idee più vicine alle proprie («Wahl-O-Mat»). Nel 2013, oltre 13 milioni di elettori hanno utilizzato questo strumento.

Ad oggi, una coalizione di centro-sinistra (CDU/CSU/Verdi) raggiungerebbe solo il 47% dei voti. Per poter raggiungere la maggioranza

«Le elezioni tedesche non comportano rischi per la tenuta dell'euro, ma potranno incidere sul rapporto con l'Europa e le politiche economiche di quest'ultima. Su un orizzonte di sei mesi, confermiamo il sovrappeso sull'azionario dell'eurozona contro il Regno Unito.»

potrebbe dover includere anche la FDP, spingendo fortemente a destra il nuovo esecutivo. Si tratterebbe di una maggioranza articolata: le divergenze tra Verdi e FDP sono notevoli e le trattative tra i due risulterebbero complesse. Tuttavia, se questo fosse il nuovo assetto dovremmo aspettarci un atteggiamento più intransigente sulle politiche economiche europee.

Confermare l'attuale coalizione tra CDU/CSU e l'SPD guidato da Martin Schulz porterebbe a un assetto più collaudato e favorevole per la UE. Diversamente dalla legislatura in corso, il governo si troverebbe però a gestire una maggioranza più risicata. L'SPD si troverebbe in una posizione particolarmente delicata, poi-

ché proponendosi nuovamente come partner minoritario di una coalizione di governo correrebbe il rischio di perdere consensi. La contropartita per l'SPD potrebbe essere la nomina del ministro delle Finanze, il più potente dopo il cancelliere, e la conferma di Sigmar Gabriel come ministro degli Esteri.

A breve termine, il fattore dominante per i mercati – e in particolare per i titoli di Stato – rimarrà la BCE e la sua politica monetaria. A medio termine, tuttavia, l'impatto delle elezioni tedesche sui mercati potrebbe

essere rilevante. Se è vero che le elezioni tedesche non comportano rischi per la tenuta dell'euro, una coalizione che vedesse la FDP tra le sue fila punterebbe a maggior rigore, determinando minori emissioni di Bund e un ampliamento dello spread dei titoli periferici. Inoltre, la stessa Commissione europea potrebbe trovarsi a dover adottare politiche più restrittive nei confronti della Grecia e degli altri Paesi del Sud Europa, Italia compresa. In prospettiva, anche l'atteggiamento della BCE ne risulterebbe influenzato, con conseguenze che potrebbero riguardare anche il livello del cambio dell'euro.

Con i migliori saluti.  
**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 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/iniziali 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 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, 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 di 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 di 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 di 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 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, 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 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, (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. **Taiwania:** 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'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.