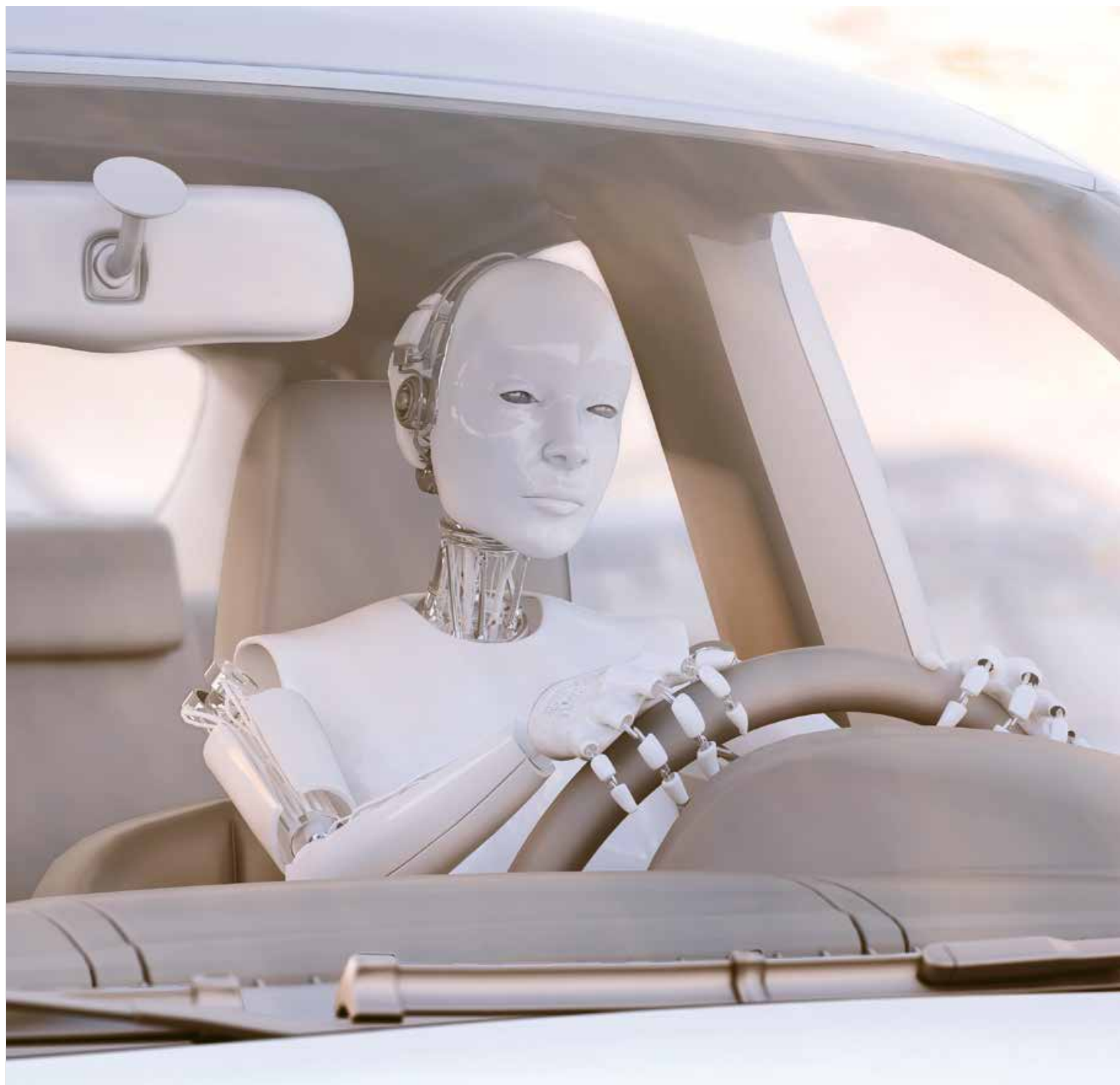


# UBS House View

Investor's Guide

**Italia | Febbraio 2019**

Chief Investment Office GWM  
Ricerca in materia di investimenti



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

Pilota automatico  
disattivato



# Indice

## 04 Preferenze tattiche

## 06 Monthly Letter

Pilota automatico disattivato

## 14 Economia

## 16 Le principali dinamiche dei mercati finanziari

## 18 Asset class

Principali previsioni

Azioni

Obbligazioni

Valute

Materie prime e investimenti  
alternativi

## 26 Punto di vista

La grande illusione

## 28 Idee d'investimento

Investimenti preferiti

Idee d'investimento

### UBS House View

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

### Contatto

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

### Desktop publishing

CIO Content Design  
UBS Switzerland AG

### Chiusura editoriale

30 gennaio 2019

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

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



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

# Editoriale



Matteo Ramenghi  
Chief Investment Officer  
UBS WM Italy

Care lettrici, cari lettori,

la forte incertezza politica legata a protezionismo, Brexit, Italia ed elezioni europee ha portato a una visibile decelerazione dell'economia globale e degli scambi commerciali internazionali. Almeno per il momento, si tratta di un rallentamento nel contesto di una crescita ancora robusta in gran parte del mondo e, in particolare, di dati americani ancora saldamente positivi.

L'Europa esprime la decelerazione più marcata, in parte anche per alcuni fattori transitori legati al settore auto, e non si può escludere che alcuni Paesi vadano incontro a una recessione tecnica. Ma nemmeno nel caso europeo si vedono per ora elementi che facciano pensare a una battuta d'arresto prolungata.

Dopo un 2018 difficile e, soprattutto, un dicembre che ha visto una brusca correzione sui mercati per gran parte delle asset class, da inizio anno l'azionario ha vissuto un vigoroso recupero dovuto, ancora una volta, alle banche centrali. La Federal Reserve, infatti, ha dato indicazioni di politiche più accomodanti, mentre la banca centrale cinese ha annunciato nuove manovre espansive. I mercati restano tuttavia vulnerabili al rischio di protezionismo e all'andamento delle trattative in corso tra Cina e Stati Uniti.

Nel complesso, rimaniamo positivi sui mercati azionari, perché le valutazioni sono a un significativo sconto rispetto alle medie storiche e non vediamo segni di una recessione globale. L'analisi delle società racchiuse nei principali indici azionari con-

ferma queste conclusioni e indica che gli utili continueranno a crescere per gran parte dei settori produttivi, anche se a tassi decrescenti.

Confermiamo, quindi, il nostro sovrappeso sull'azionario globale, mantenendo di pari passo diverse posizioni anticicliche per contenere eventuali fasi di volatilità. Ogni correzione dei mercati offre delle opportunità. In particolare, oggi vi è la possibilità di posizionarsi sui megatrend, vale a dire sui cambiamenti di carattere ambientale, demografico e tecnologico di lungo periodo. La crescita della popolazione mondiale con il conseguente stress per le risorse naturali, il crescente invecchiamento che metterà alla prova sanità e sistemi pensionistici, la centralità delle metropoli e la rivoluzione tecnologica in corso rappresentano sfide temibili, ma anche grandi opportunità per gli investitori.

Continuiamo a rimanere cauti sui titoli di Stato a lunga scadenza con un buon rating, perché riteniamo che i rendimenti a lungo termine possano salire nel corso dell'anno, portando a una correzione dei valori di mercato. Abbiamo parzialmente ridotto il rischio complessivo dei portafogli, prendendo profitto sul sovrappeso sui titoli di Stato dei Paesi emergenti.

Con i migliori saluti.

A handwritten signature in black ink, which appears to read 'Matteo Ramenghi'. The script is fluid and cursive.

# Preferenze tattiche

## Asset allocation

Dopo la pesante flessione di dicembre, a gennaio gli strumenti rischiosi hanno recuperato terreno grazie al tono più accomodante assunto dalla Federal Reserve (Fed), all'annuncio di ulteriori interventi di stimolo in Cina e agli apparenti progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il quadro economico si è deteriorato, ma il vigore del mercato del lavoro statunitense e gli stimoli varati dal governo cinese potrebbero contribuire a sostenere la crescita nei prossimi mesi. Manteniamo in sovrappeso le azioni globali, ma riduciamo l'esposizione al rischio chiudendo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti. Continuiamo anche a gestire i rischi di ribasso tramite un put spread sull'S&P 500.

## Azioni

I mercati azionari hanno mostrato segnali di recupero rispetto ai minimi toccati a fine dicembre 2018. Rimaniamo ottimisti nei confronti del comparto, poiché ci aspettiamo una stabilizzazione dei dati economici dopo il rallentamento registrato l'anno scorso dalla crescita mondiale. Confermiamo la nostra preferenza per le azioni emergenti rispetto a quelle svizzere, in virtù delle valutazioni più convenienti, dell'attesa che i dati macroeconomici cinesi comincino a beneficiare delle misure di stimolo e della previsione di un ulteriore calo del dollaro a seguito dei toni più accomodanti assunti dalla Fed. Manteniamo anche il sovrappeso sulle azioni canadesi rispetto a quelle australiane. I multipli canadesi appaiono convenienti, in particolare alla luce della dinamica favorevole degli utili e della nostra previsione di un rialzo del petrolio. Infine, apriamo un sovrappeso sulle azioni canadesi rispetto a quelle svizzere, sempre per motivi valutativi.

## Obbligazioni

Chiudiamo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti in USD (EMBIGD) rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato. Le prospettive di rischio e rendimento a breve termine sono diventate meno favorevoli in quanto gli spread si sono ridotti, avvicinandosi al nostro target, e gli indicatori anticipatori segnalano un rallentamento della crescita delle economie emergenti. Rimaniamo in sottopeso sui JGB giapponesi a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY. A nostro avviso, la Bank of Japan (BoJ) consentirà ai rendimenti dei titoli di Stato di salire ancora, a fronte dell'accelerazione dell'inflazione.

## Valute

Aviamo un sovrappeso sulla corona norvegese rispetto al franco svizzero, alla luce dell'andamento divergente dell'economia e delle politiche monetarie di Svizzera e Norvegia. Ci aspettiamo che la Norges Bank continui ad alzare i tassi d'interesse, mentre la Banca nazionale svizzera (BNS) dovrebbe attendere il primo rialzo della Banca centrale europea (BCE). Sovrappesiamo il dollaro canadese rispetto al dollaro australiano. Ci attendiamo che l'apprezzamento del greggio e la ripresa dell'economia canadese permettano alla Bank of Canada (BoC) di alzare i tassi d'interesse. L'Australia deve invece affrontare varie sfide, tra cui il ribasso del mercato immobiliare e il calo dei prestiti bancari; è quindi probabile che la Reserve Bank of Australia (RBA) lasci invariati i tassi fino al 2020. Crediamo che il JPY possa apprezzarsi a lungo termine. Pertanto, da dicembre abbiamo chiuso le coperture valutarie sulle azioni giapponesi, implementando così una posizione lunga sullo yen rispetto alla valuta di riferimento del portafoglio.

# Asset class

Asset allocation tattica al 24/01/2019

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

○ Posizione precedente

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

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

\* Il sovrappeso sulle azioni canadesi rispetto a quelle australiane è attuato solo nel profilo di rischio Azioni.

Nota: oltre alle posizioni sopra illustrate, in un orizzonte di medio periodo (circa 2–4 anni) deteniamo anche le seguenti esposizioni:

– azioni giapponesi senza copertura valutaria

– debito sovrano emergente in USD contro azioni britanniche (2%)

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

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

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

# Pilota automatico disattivato

## Recupero azionario

Dopo il pesante ribasso di dicembre, le azioni hanno recuperato terreno grazie alle notizie incoraggianti relative alla politica monetaria della Federal Reserve, ai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina e alle misure di stimolo cinesi.

## Rallentamento della crescita

Gli ultimi dati segnalano una stabilizzazione della crescita mondiale, che tuttavia è rallentata rispetto al 2018.

## Fatti, non parole

In un clima di ottimismo sulle trattative commerciali, Stati Uniti e Cina devono ora passare dalle parole ai fatti; inoltre, dato che i mercati non scontano più ulteriori rialzi dei tassi nel 2019, gli investitori devono stare attenti a eventuali decisioni inaspettate delle autorità.

## Asset allocation

Manteniamo un sovrappeso dotato di copertura sulle azioni globali, ma riduciamo l'esposizione al rischio chiudendo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti e aprendo due nuove posizioni di valore relativo.



**Mark Haefele**

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

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

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

I mercati azionari globali hanno recuperato circa la metà del terreno perso tra il precedente massimo e il punto minimo toccato a dicembre.

Secondo l'ultima indagine dell'American Automobile Association, il 73% degli americani non si fida dei veicoli a guida automatica. Questo dato potrebbe contribuire a spiegare il crollo subito dai mercati finanziari a dicembre, dopo che il Presidente della Federal Reserve (Fed), Jay Powell, aveva dichiarato che il programma di riduzione del bilancio della banca centrale procedeva con il «pilota automatico». Non solo i mercati hanno avuto la reazione più negativa a una riunione della Fed dal 1994, ma la forte flessione di dicembre ha contribuito anche a fare del 2018 l'anno peggiore di un'intera generazione in termini di ampiezza del ribasso degli strumenti finanziari. Tra le diciannove asset class principali, solo due (i titoli di Stato di Stati Uniti ed eurozona) hanno registrato una performance positiva in valuta locale.

Poiché il mercato non ha fatto regali di Natale agli investitori, diverse autorità hanno capito di essersi comportate male e per l'anno nuovo hanno promesso di fare le brave. La Fed ha dunque chiarito che tiene le mani ben salde sul volante ed è pronta a tirare il freno a mano sull'inasprimento della politica monetaria. Inoltre, dai negoziati commerciali tra Washington e Pechino sono giunte notizie più positive e la Cina ha varato una serie di misure volte a stimolare l'economia nazionale. Questi sviluppi favorevoli sono bastati a far dimenticare agli investitori che due delle principali democrazie mondiali – gli Stati Uniti e il Regno Unito – sono di fatto, o letteralmente, chiuse.

I mercati azionari globali hanno ormai recuperato circa la metà del terreno perso tra il precedente massimo e il punto minimo toccato a dicembre. La crescita dell'economia e degli utili sta rallentando, ma ci sembra improbabile che possa scendere molto al di sotto del tasso tendenziale. Al contempo, diversi fattori suscitano un certo scetticismo circa la capacità delle autorità di passare dalle parole ai fatti.

In questo contesto, manteniamo in sovrappeso l'azionario globale; tuttavia, a seguito del recente rally, riduciamo leggermente l'esposizione al rischio del portafoglio. Chiudiamo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti e apriamo due nuove posizioni di valore relativo: un sovrappeso sulla corona norvegese rispetto al franco svizzero e un sovrappeso sulle azioni canadesi rispetto a quelle elvetiche. Manteniamo i sovrappesi sulle azioni dei mercati emergenti

Avevamo affermato che il 2019 sarebbe stato un anno di rallentamento della crescita e aumento della volatilità.

rispetto a quelle svizzere e sul dollaro canadese rispetto al dollaro australiano. Rimaniamo in sottopeso sui titoli di Stato giapponesi a 10 anni. Continuiamo anche a gestire i rischi di ribasso tramite un put spread sull'S&P 500.

### Il contesto economico si è deteriorato

Nella nostra pubblicazione Year Ahead, avevamo affermato che il 2019 sarebbe stato un anno di rallentamento della crescita e aumento della volatilità. In generale, questo pronostico si sta dimostrando sostanzialmente corretto, poiché i dati economici sono peggiorati rispetto all'ultima Monthly Letter. Il ritmo della decelerazione registrata negli ultimi mesi ci ha colti di sorpresa, ma i dati relativi alla produzione manifatturiera, al settore dei servizi e alla spesa al consumo statunitensi mostrano una buona tenuta e la Cina continua a varare interventi di stimolo. Quindi la crescita rallenta, ma non si ferma.

#### Europa

I dati economici pubblicati nell'eurozona continuano ad attestarsi al di sotto delle previsioni di consenso e l'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) della regione è sceso al livello più basso degli ultimi cinque anni, a quota 50,7, poiché le imprese hanno accusato il primo calo della domanda da oltre quattro anni. Altre rilevazioni recenti, come le vendite al dettaglio, la fiducia dei consumatori, i dati sulla disoccupazione e gli ordini di auto in Germania, hanno invece fornito indicazioni più incoraggianti. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi l'accelerazione degli acquisti di automobili e il calo dei prezzi al dettaglio dell'energia contribuiscano a stabilizzare l'economia.

#### Cina

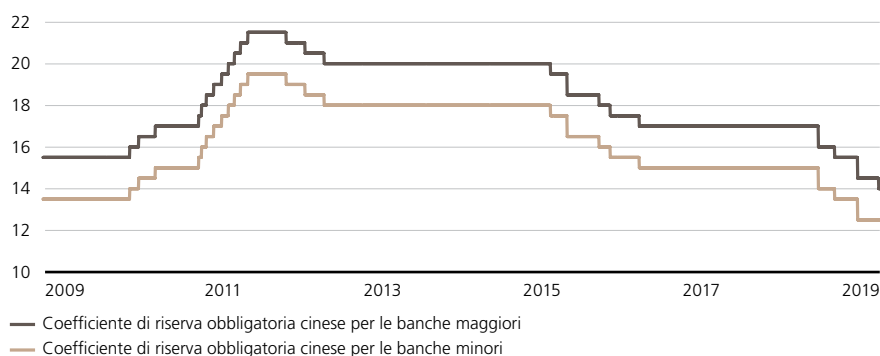
Le politiche del governo cinese sono sempre più orientate a dare sostegno alla crescita.

Negli ultimi mesi i dati economici cinesi hanno complessivamente deluso le attese. Le indagini PMI del settore manifatturiero sono scese sotto i 50 punti e l'indice UBS Evidence Lab della situazione attuale (nowcasting) segnala che alcune aree dell'economia registrano oggi una crescita inferiore al 5% l'anno. Tuttavia, pur aspettandoci un rallentamento del PIL cinese nel corso di quest'anno, le politiche di governo sono sempre più orientate a dare sostegno alla crescita (cfr. fig. 1). Alla

Figura 1

La PBoC continua ad allentare la politica monetaria con il primo taglio dell'anno dei coefficienti di riserva obbligatoria delle banche

Coefficiente di riserva obbligatoria cinese per le banche maggiori e minori



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 21 gennaio 2019

La crescita statunitense è rallentata, ma si mantiene solida.

recente riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria delle banche ha fatto seguito il varo di misure fiscali, tra cui ulteriori tagli alle imposte e alle commissioni per le imprese, e ci aspettiamo nuovi interventi dopo l'Assemblea nazionale del popolo in programma per marzo.

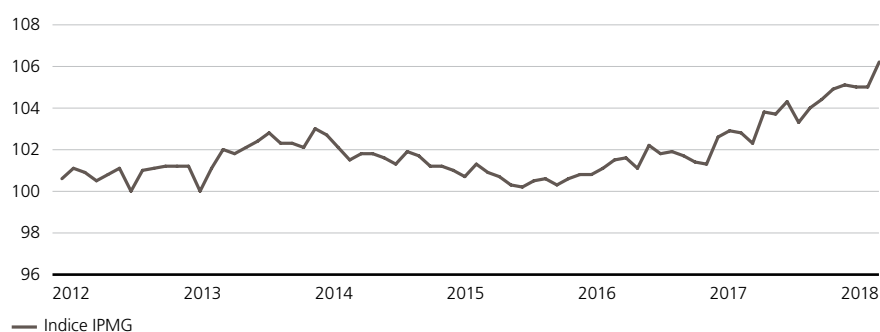
### Stati Uniti

La crescita statunitense è rallentata rispetto ai massimi del 2018, quando era sostenuta dagli stimoli fiscali, ma si mantiene solida (cfr. fig. 2). A dicembre gli indici ISM del settore manifatturiero e dei servizi si sono attestati sopra la soglia di 50 punti che segnala un'espansione, rispettivamente a quota 54,1 e 57,6. La stagione degli utili aziendali del quarto trimestre 2018 è cominciata in tono positivo. I dati sull'occupazione mostrano che a dicembre sono stati creati 312.000 nuovi impieghi e la partecipazione al mercato del lavoro è in aumento. Inoltre, dalle domande di nuovi mutui emerge che il calo dei tassi d'interesse contribuisce già a sostenere la capacità finanziaria dei consumatori.

Figura 2

### La produzione industriale statunitense rimane solida

Dati mensili sulla produzione industriale statunitense



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 21 gennaio 2019

Lo shutdown del governo federale comincia ad avere un modesto impatto negativo sulla crescita, ma – purché il Presidente Trump non dia seguito alla sua minaccia di mantenere chiuso il governo per «mesi o anni» – dovrebbe avere un impatto solo temporaneo, a fronte del graduale pagamento degli stipendi arretrati dei dipendenti pubblici.

### Attenzione alle decisioni inaspettate delle autorità

Nella pubblicazione Year Ahead avevamo anche rilevato che, in un contesto di rallentamento della crescita, i mercati diventano più sensibili alle decisioni della Fed e del governo americano. I fatti ci hanno dato ragione. Il pesante ribasso dei mercati di fine dicembre è riconducibile essenzialmente al timore che la Fed intendesse portare avanti a testa bassa il suo programma di quantitative tightening e che Donald Trump, autoproclamatosi «Tariff Man», tenesse fede alle minacce relative ai dazi doganali.

Da allora, la Fed ha rassicurato i mercati circa il fatto che le sue decisioni dipenderanno dai dati economici e i negoziati tra Washington e Pechino

Dal ribasso dei mercati di fine dicembre, la Fed ha chiarito che le sue decisioni continueranno a dipendere dai dati economici e i negoziati tra Washington e Pechino hanno assunto un tono più costruttivo.



hanno assunto un tono più costruttivo. Se le autorità daranno seguito alle loro recenti dichiarazioni, gli investitori avranno motivo di essere ottimisti. Tuttavia, ci chiediamo anche se la Fed sia davvero in grado di mantenere invariati i tassi d'interesse in un contesto di scarsità di manodopera e se gli Stati Uniti e la Cina abbiano davvero compiuto progressi in ambiti cruciali, come la protezione della proprietà intellettuale. Gli investitori devono quindi prepararsi a eventuali decisioni inaspettate delle autorità, pur rimanendo pronti a cogliere le opportunità che potrebbero sorgere in un contesto di volatilità.

#### *La Fed ha disattivato il pilota automatico*

Dopo la dichiarazione di Jay Powell, secondo cui il programma di riduzione del bilancio della banca centrale procedeva con il «pilota automatico», e la spiegazione confusa circa i rialzi dei tassi effettuati dalla Fed in un contesto d'inflazione ancora inferiore al target, gli investitori temevano che l'obiettivo di «normalizzazione della politica monetaria» dell'istituto prendesse la precedenza rispetto all'effettivo andamento dei dati economici.

I commenti rilasciati da Powell e altri esponenti della Fed dopo la riunione di dicembre hanno contribuito a rassicurare i mercati, confermando che le future decisioni di politica monetaria dipenderanno dai dati economici e che la Fed è disposta a essere «paziente e flessibile» e «non esiterebbe» a ridurre il ritmo di riduzione del suo bilancio.

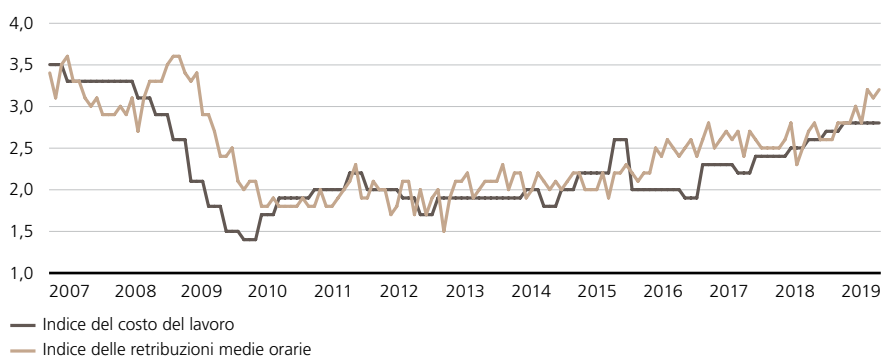
I mercati attribuiscono ormai una bassa probabilità a un intervento restrittivo nel corso di quest'anno.

I mercati attribuiscono ormai una bassa probabilità a un intervento restrittivo nel corso di quest'anno. Probabilmente l'inflazione è abbastanza contenuta da consentire alla banca centrale di lasciare invariati i tassi d'interesse e da parte nostra ci aspettiamo una sola stretta nel 2019. Se questa previsione si dimostrerà corretta, rispetto alla proiezione della stessa Fed di due interventi, gli strumenti rischiosi potranno apprezzarsi. Occorre però ricordare che i tassi d'interesse reali si attestano ancora sui livelli più bassi dell'intervallo «neutrale», le condizioni finanziarie sono più favorevoli della media e il mercato del lavoro è soggetto a crescenti pressioni (cfr. fig. 3). Potrebbe bastare un leggero miglioramento dei dati economici perché la Fed ricominci a parlare di aumenti dei tassi.

Figura 3

#### Le retribuzioni medie orarie statunitensi sono in aumento, in un quadro di scarsità di manodopera

Retribuzioni medie orarie e indice del costo del lavoro, var. a/a in %



Fonte: Bloomberg, UBS, dati al 21 gennaio 2019

### Politica commerciale di Stati Uniti e Cina

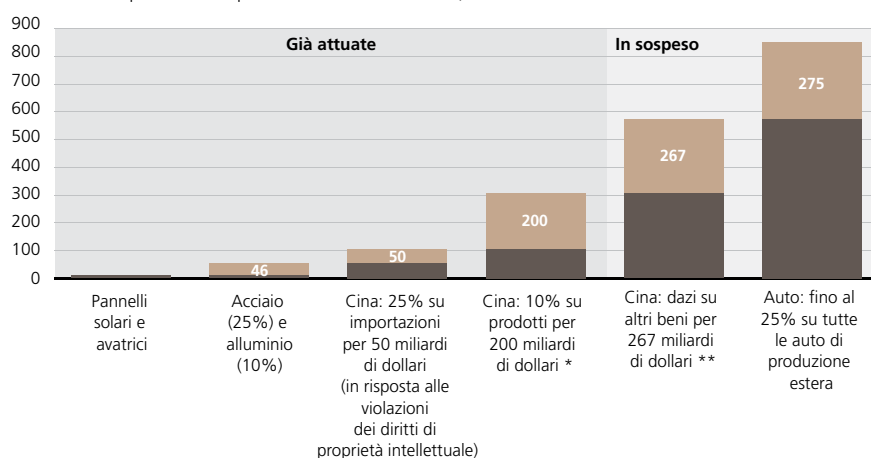
Prima che la Fed attivasse il pilota automatico a dicembre, il Presidente Trump si era già autoproclamato «Tariff Man», innervosendo i mercati. Gli investitori avevano quindi rivisto al ribasso le probabilità di un accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, dopo l'esito relativamente positivo della riunione al G20.

Le prospettive del commercio globale hanno cominciato l'anno su toni più ottimistici, dando sostegno ai mercati azionari globali e determinando un apprezzamento dello yuan cinese sul dollaro statunitense. Come ho spiegato nell'ultima Monthly Letter, Donald Trump dovrà raggiungere un equilibrio tra le sue varie priorità strategiche in campo commerciale, sapendo bene che non può permettersi un brusco rallentamento dell'economia in vista dell'avvio della campagna elettorale per le presidenziali del 2020 (cfr. fig. 4).

Figura 4

### Saranno necessari progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina per evitare ulteriori aumenti dei dazi statunitensi

Valore delle importazioni colpite dalle tariffe statunitensi, in miliardi di dollari



\* Dal 24 settembre è in vigore una tariffa del 10%. L'aumento dell'aliquota al 25% è stato rinviato al 1° marzo 2019.

\*\* Nell'ipotesi di una reazione degli Stati Uniti alle ritorsioni della Cina.

Fonte: UBS, dati al 16 gennaio 2019

Un accordo commerciale è possibile, ma difficilmente riuscirebbe a risolvere tutte le questioni aperte.

Un accordo commerciale è possibile, ma a nostro avviso verrebbe accompagnato come minimo da tweet sensazionalistici, e difficilmente riuscirebbe a risolvere tutte le questioni aperte, in particolare quelle legate alla proprietà intellettuale. Sottolineiamo inoltre che, malgrado il tono apparentemente più positivo dei negoziati commerciali, secondo Bloomberg il Presidente Trump sta preparando un ordine esecutivo che «imporrebbe notevoli restrizioni alle società statali cinesi di telecomunicazioni attive negli Stati Uniti». Come ho spiegato nella Monthly Letter di agosto 2018, intitolata *Beni in via di esaurimento*, l'America è consapevole che con il passare del tempo verrà scalzata dalla sua posizione di massima potenza economica e tecnologica del mondo. Gli Stati Uniti devono decidere fino a che punto spingersi per tutelare il proprio vantaggio, finché c'è.

Una Brexit disordinata potrebbe turbare i mercati finanziari, ma gli ultimi sviluppi sul fronte della politica e dei mercati finanziari sembrano puntare a una «soft Brexit».

### *Brexit*

Considerato che il contributo britannico al PIL mondiale è di appena il 2%, contro circa il 40% complessivo di Stati Uniti e Cina, l'impatto dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea sui mercati globali dovrebbe essere più modesto rispetto a quello delle relazioni commerciali sino-statunitensi o della politica monetaria della Fed, anche se i listini non scontano una Brexit disordinata.

Stando agli ultimi sviluppi sul fronte della politica e dei mercati, una «soft Brexit» appare oggi più probabile rispetto a qualche settimana fa, ma l'incertezza è ancora troppo elevata per consigliare di assumere forti posizioni direzionali sugli strumenti finanziari britannici. Anche se verrà scongiurata una «hard Brexit», le trattative sui rapporti del Regno Unito con il resto del mondo proseguiranno comunque a lungo. Nell'ambito dei portafogli strategici, raccomandiamo di mantenere una posizione neutrale sulle azioni britanniche e di detenere solo un'esposizione alla sterlina in linea con eventuali debiti o impegni finanziari futuri denominati in sterline. Sul mercato azionario del Regno Unito, attuiamo una strategia basata su fonti di dividendo diversificate.

### Asset allocation tattica

A fronte del rallentamento della crescita mondiale, i mercati si sono adeguati al nuovo scenario, la stagione degli utili del 4T18 è cominciata in tono positivo, i rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina sembrano in via di miglioramento e la Fed ha ufficialmente disattivato il pilota automatico.

Manteniamo in sovrappeso le azioni globali, ma riduciamo il rischio di portafoglio chiudendo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti.

In questo contesto, confermiamo il sovrappeso sull'azionario globale, ma riduciamo leggermente l'esposizione al rischio del portafoglio, chiudendo il sovrappeso sul debito sovrano emergente e mantenendo un put spread sull'S&P 500. Nonostante l'aumento complessivo della volatilità dall'inizio del 2019, la decelerazione economica e i continui sviluppi relativi alle decisioni delle autorità creano nuove opportunità su singoli strumenti e posizioni di valore relativo.

Rimaniamo in sovrappeso sulle azioni globali, mantenendo un put spread sull'S&P 500.

- **Deteniamo un sovrappeso sulle azioni globali rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato, accompagnato da un put spread sull'S&P 500.** La crescita discreta negli Stati Uniti, gli stimoli attuati in Cina e la nostra aspettativa di un recupero dei dati europei dopo la recente fase di debolezza ci inducono a credere che l'economia mondiale sia ancora abbastanza robusta da sostenere i mercati azionari. Dato però che dal 2018 la crescita è chiaramente in via di rallentamento e i mercati sono esposti a eventuali delusioni sul fronte delle politiche delle autorità, manteniamo anche un put spread sull'S&P 500 per dotare i portafogli di una certa protezione contro i ribassi.
- **Chiudiamo il sovrappeso tattico sul debito sovrano emergente denominato in USD rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato americani con alto rating.** Da inizio anno, gli spread dell'indice EMBIGD si sono compressi di 45 punti base (pb) a 370 pb, a causa dell'atteggiamento più accomodante segnalato dalla Fed e dei progressi sul fronte delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina. Ci aspettiamo un solo aumento dei tassi statunitensi nel 2019, che appare già scontato dalle quotazioni del mercato. Sembra quindi improbabile che la politica monetaria americana diventi più favorevole per i titoli dell'EMBIGD.

Chiudiamo il sovrappeso sul debito sovrano emergente denominato in USD.

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

Sovrappesiamo la corona norvegese rispetto al franco svizzero.

## Posizioni di valore relativo

- **Sovrappesiamo le azioni emergenti e canadesi rispetto a quelle svizzere e australiane.** Gli utili dei mercati emergenti registrano un'accelerazione del momentum su base relativa e i multipli della regione risultano vantaggiosi, con un rapporto prezzo/utili (P/E) passati di appena 12,0x. Anche il mercato del Canada presenta valutazioni convenienti e una dinamica degli utili sostenuta. L'azionario canadese dovrebbe inoltre beneficiare dell'atteso recupero del petrolio: secondo le nostre stime, il greggio Brent salirà a circa 70-80 dollari il barile nel corso dell'anno.

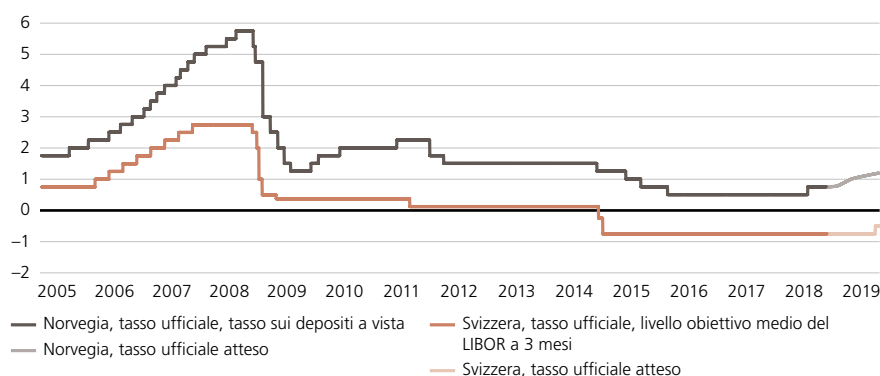
Le azioni svizzere quotano invece con un premio del 45% rispetto a quelle emergenti e del 22% rispetto a quelle canadesi secondo il P/E basato sugli utili effettivi, contro una media storica rispettivamente del 35% e dell'8% nell'ultimo decennio. Il Canada mostra uno sconto del 6% rispetto all'Australia in base al rapporto prezzo/utili passati, contro un premio medio decennale del 5%. Il premio valutativo dell'Australia appare ingiustificato, alla luce delle difficoltà normative nel settore finanziario. Ci aspettiamo che le valutazioni tendano a riavvicinarsi ai livelli medi di lungo periodo.

- **Sovrappesiamo la corona norvegese (NOK) rispetto al franco svizzero (CHF).** La divergenza tra le politiche monetarie e la crescita economica dei rispettivi Paesi dovrebbe favorire la NOK rispetto al CHF. Con un'inflazione «core» superiore al target in Norvegia e inferiore al target in Svizzera, ci aspettiamo che la Norges Bank dia inizio al prossimo ciclo di rialzo dei tassi in Europa, mentre la Banca nazionale svizzera aspetterà il primo intervento della Banca centrale europea (cfr. fig. 5). Dopo la debolezza legata al deprezzamento del greggio nel periodo 2014-16, la Norvegia sta recuperando terreno rispetto all'economia elvetica, frenata dall'andamento sotto tono delle esportazioni manifatturiere. Ci aspettiamo un rialzo delle quotazioni petrolifere in grado di sostenere la NOK, che offre anche un carry positivo del 2% l'anno rispetto al CHF.

Figura 5

### La Norges Bank dovrebbe alzare i tassi prima della BNS

Tassi ufficiali in %, incluse previsioni



Fonte: Macrobond, UBS, dati al 16 gennaio 2019

Sovrappesiamo il dollaro canadese rispetto al dollaro australiano.

Sottopesiamo i titoli di Stato giapponesi a 10 anni.

- **Sovrappesiamo il dollaro canadese rispetto al dollaro australiano.** Le condizioni economiche stanno migliorando in Canada, mentre l'Australia risente del calo dei prezzi delle case e degli interventi volti a contenere i prestiti bancari. Ci aspettiamo che la banca centrale canadese continui ad alzare i tassi d'interesse, mentre quella australiana dovrebbe mantenere invariata la politica monetaria fino al 2020. Infine, il recupero del petrolio da noi atteso favorirà il Canada, mentre l'Australia potrebbe essere penalizzata dal deterioramento della crescita cinese.
- **Sottopesiamo i titoli di Stato giapponesi a 10 anni.** Il tasso sui JGB, pari ad appena lo 0,005%, potrebbe salire se la Bank of Japan cominciasse a ritirare il suo programma di allentamento monetario. L'attuale basso rendimento comporta un costo del carry ridotto per questa posizione.



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## Spunti dall'UBS Investor Forum

All'Investor Forum di questo mese si è parlato delle prospettive economiche e del posizionamento per il 2019.

- Tutti i partecipanti pensano, come noi, che quest'anno la crescita rallenterà avvicinandosi al livello medio di lungo periodo, anche se non è stato raggiunto un consenso circa il fatto che a fine anno si attesti sopra o sotto il tendenziale.
- Secondo la maggior parte degli invitati, i principali rischi per il 2019 sono le decisioni della Fed e le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Sono in molti a pensare che dovrebbe essere nell'interesse di Donald Trump risolvere la disputa commerciale, per poter contare su un'economia più solida all'avvio della campagna elettorale per le presidenziali.
- Gli ospiti intervenuti mantengono una certa propensione al rischio, ma tutti tranne uno hanno recentemente ridotto l'esposizione al rischio.

# Economia

## Eurozona

### Normalizzazione della crescita dopo una fase di debolezza

House view

**Probabilità: 60%\***

Ricardo Garcia, economista

Dopo il calo della produzione di automobili durante l'estate, dovuto ai nuovi standard sulle emissioni inquinanti, l'attività economica dovrebbe normalizzarsi nell'1S19, sulla scia del ribasso del petrolio e di alcuni stimoli fiscali. La BCE mantiene un atteggiamento attendista, dato che il mercato del lavoro continua a riprendersi e sono ancora presenti vari rischi di rilievo. Secondo le nostre attese, l'istituto comincerà ad alzare i tassi a dicembre 2019 ed entro giugno 2019 offrirà alle banche LTRO a 2 o 3 anni.

La Germania mostra ancora fondamentali robusti, ad esempio sul fronte della fiducia dei consumatori, degli aumenti salariali e delle costruzioni, che mitigano le ricadute del protezionismo globale. In Francia, le riforme del Presidente Emmanuel Macron e gli stimoli fiscali dovrebbero cominciare a favorire la stabilizzazione della crescita del PIL.

La crescita italiana potrebbe stabilizzarsi dopo la risoluzione dello scontro con la Commissione europea sulla legge di bilancio. La Spagna registra ancora una solida espansione, che però dovrebbe continuare a normalizzarsi.

Crescita mondiale prevista per il 2019: **4,8%**

	Crescita del PIL reale, in %			Inflazione, in %		
	2017	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>	2017	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>
Stati Uniti	2,2	2,9	2,4	2,1	2,4	1,5
Cina	6,8	6,6	6,1	1,6	2,1	1,8
Eurozona	2,5	1,9	1,6	1,5	1,7	1,3
Germania	2,5	1,5	1,6	1,7	1,9	1,2
Francia	2,3	1,6	1,6	1,2	2,1	1,2
Italia	1,6	1,0	1,0	1,3	1,2	0,7
Spagna	3,0	2,5	2,2	2,0	1,7	0,8
Regno Unito	1,8	1,4	1,5	2,7	2,5	2,1
Svizzera	1,7	2,6	1,5	0,5	0,9	0,8
Russia	1,6	1,6	1,5	3,7	2,9	5,5
Mondo	5,2	5,1	4,8	3,4	3,8	3,9

Fonti: Reuters EcoWin, FMI, UBS; dati al 29 gennaio 2019

<sup>1</sup> Previsioni UBS

## Stati Uniti

### Crescita moderata

House view

**Probabilità: 60%\***

Brian Rose, economista

Ci aspettiamo che la spesa al consumo si mantenga robusta, sospinta dalla forza del mercato del lavoro e dai tagli delle imposte sul reddito.

Gli investimenti aziendali dovrebbero continuare a crescere, grazie al vigore degli utili e alla carenza di manodopera, ma è plausibile che vengano frenati dalle dispute commerciali.

La produzione manifatturiera aumenterà probabilmente a un ritmo moderato.

I recenti dati del mercato immobiliare indicano che gli incrementi dei tassi d'interesse frenano la crescita. Tuttavia, la domanda di abitazioni dovrebbe essere sostenuta dalla forza del mercato del lavoro, che riduce il rischio di ribasso.

I tagli delle imposte e l'espansione della spesa pubblica forniscono un notevole stimolo alla crescita, che comincerà a venire meno nel 2019. La deregulation avrà probabilmente un certo impatto positivo sull'economia nel corso del tempo.

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

L'obiettivo della Fed è portare i tassi d'interesse a un livello neutrale. Nel nostro scenario di riferimento, ci aspettiamo una stretta di 25 punti base (pb) nel corso del 2019.

I rischi ai quali è esposta la ripresa potrebbero aumentare verso la fine dell'anno, a causa del minore sostegno proveniente dalla politica fiscale e monetaria.

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

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

## Cina

## Crescita in via di moderazione

## House view

**Probabilità: 80%\***Yifan Hu, economista  
Kathy Li, analista

Nel 2019, l'economia cinese sarà probabilmente frenata dalle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e dai problemi interni. Per quest'anno prevediamo un rallentamento ordinato della crescita del PIL reale al 6,1% a/a, dal 6,6% del 2018.

L'inflazione al consumo è attesa in calo all'1,8% a/a, dal 2,1% a/a, a seguito del rallentamento dell'inflazione di generi alimentari ed energia in un contesto di minore domanda. Nel 2019 l'inflazione alla produzione dovrebbe attestarsi sotto il 5% e in alcuni mesi sono possibili episodi di deflazione.

Ci aspettiamo una politica monetaria accomodante nell'anno in corso, a fronte di una politica fiscale ancora proattiva. Secondo le nostre stime, il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche sarà nuovamente abbassato di 100-200 pb e verrà iniettata liquidità mediante varie forme di agevolazioni al credito. La politica fiscale dovrebbe rimanere proattiva e concentrarsi sul sostegno agli investimenti in progetti infrastrutturali, nonché sui tagli delle imposte e delle commissioni. Ci attendiamo un leggero aumento della leva finanziaria. La crescita del credito dovrebbe stabilizzarsi intorno al 10% a/a, dal 9,8% a/a del 2018.

Gli investimenti saranno il principale motore dell'espansione, sostenuti dalla spesa per infrastrutture finanziata dagli enti locali. Le vendite al dettaglio dovrebbero mantenersi solide grazie alla riduzione delle imposte sul reddito delle persone fisiche e alle agevolazioni al consumo.

Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina rappresentano ancora uno dei rischi principali. Le relazioni tra i due Paesi stanno entrando in una nuova fase, contraddistinta da cicli prolungati di duri attacchi seguiti da trattative. Le filiere produttive probabilmente si frammenteranno a seguito della disputa commerciale: le catene logistiche delle aziende statunitensi beneficeranno della produzione high tech «core» e dell'elevata innovazione; quelle delle imprese cinesi potranno sfruttare un vasto bacino di forza lavoro qualificata, infrastrutture superiori e l'alto grado di industrializzazione. Gli altri Paesi potranno attingere a entrambi questi filoni, perseguendo i propri interessi.

## Svizzera

## Prospettive incerte

## House view

**Probabilità: 60%\***Alessandro Bee, economista  
Sibille Duss, economista

Il PIL elvetico è diminuito dello 0,2% t/t nel 3T18, ma è aumentato del 2,2% a/a. Le esportazioni nette e gli investimenti in attrezzature hanno eroso la crescita congiunturale. Anche la domanda al consumo ha registrato una stagnazione e non è riuscita a sostenere l'economia.

La contrazione del PIL del 3T18 potrebbe dare un'impressione eccessiva dell'effettivo rallentamento in atto in Svizzera; tuttavia, il dato negativo è un chiaro segnale che ci siamo ormai lasciati alle spalle il punto di massima espansione dell'economia elvetica. Tra i fattori positivi, il mercato del lavoro ha registrato un netto miglioramento negli ultimi trimestri.

Le prospettive economiche della Svizzera rimangono incerte. I rischi politici, il rafforzamento del franco e la crescita dell'eurozona inferiore alle attese dovrebbero frenare l'espansione del PIL elvetico nel 2019. Per quest'anno prevediamo una crescita economica dell'1,5%, rispetto al 2,6% del 2018.

L'indice PMI del settore manifatturiero svizzero è leggermente aumentato a dicembre (a 57,8 punti, dai 57,7 di novembre), e si mantiene sopra la sua media di lungo periodo di 55 punti.

A dicembre l'inflazione è rallentata allo 0,7% a/a, a causa del calo delle quotazioni petrolifere. L'inflazione media annua è salita allo 0,9% nel 2018, dallo 0,5% del 2017.

Alla luce del netto deterioramento del quadro dei rischi negli ultimi mesi, ci aspettiamo che la BNS non effettui il primo rialzo dei tassi fino al 4T19, dopo l'avvio della stretta monetaria della BCE. A nostro avviso, la banca centrale elvetica interverrà sul mercato dei cambi solo se il rapporto EURCHF scenderà sotto quota 1.10.

# Le principali dinamiche dei mercati finanziari

## Politica monetaria

### House view

**Probabilità: 70%\***

Brian Rose, economista, e Ricardo Garcia, economista  
Paul Donovan, Chief Economist, UBS Global WM

Le previsioni di consenso, e i segnali inviati dalla stessa Fed, indicano che la stretta monetaria statunitense è destinata a proseguire (con almeno un rialzo dei tassi nel corso di quest'anno), ma i mercati sembrano non voler ascoltare. Non sarebbe la prima volta che gli investitori interpretano in modo errato le indicazioni della banca centrale americana, che è al servizio dell'intera economia e non solo della piccola parte rappresentata da azioni e corporate bond. Tuttavia, la Fed non vuole turbare i listini finanziari, perché rischierebbe di danneggiare anche l'economia.

A nostro avviso, l'istituto potrebbe ricominciare ad alzare i tassi d'interesse quando la crescita del PIL e il deflatore PCE «core» saranno pari o superiori al 2% e le attese del mercato circa un intervento restrittivo supereranno il 50%. Alla luce dello shutdown del governo federale attualmente in corso, difficilmente queste tre condizioni verranno soddisfatte a breve termine, ma potrebbero verificarsi entro l'anno.

Il mercato si attende che il primo rialzo dei tassi nell'eurozona venga effettuato dopo la fine del mandato del Presidente della BCE Mario Draghi. La scelta del suo successore non sembra essere particolarmente importante per le prospettive di breve termine della politica monetaria, ma potrebbe influenzare l'orientamento dell'istituto di Francoforte nel più lungo periodo.

In generale, le banche centrali sono ancora più orientate a un inasprimento che a un allentamento, fatta eccezione forse per Australia e Giappone; ma nelle ultime settimane hanno moderato i toni delle loro dichiarazioni, a seguito delle turbolenze economiche causate dai rischi politici. Le autorità monetarie sembrano infatti attente a non aggiungere un'altra fonte d'incertezza in grado di amplificare questi rischi.

L'inasprimento della politica monetaria segna un cambiamento rispetto ai cicli precedenti. Questa volta le banche centrali non hanno alcuna intenzione di frenare la crescita economica o l'inflazione, per le quali l'obiettivo è che si mantengano intorno ai livelli attuali. I cicli restrittivi del passato miravano espressamente a ridurre il potere di determinazione dei prezzi delle aziende e contenere l'inflazione.

## Rischi politici

### House view

**Probabilità: 70%\***

Paul Donovan, Chief Economist, UBS Global WM

Gli investitori sembrano considerare il recente shutdown del governo americano come un'anteprima della futura paralisi politica. La sospensione di alcune attività federali ha un impatto economico limitato, ma i danni aumentano con l'allungarsi dei tempi di chiusura. I mercati si preoccupano dunque delle future trattative politiche circa il tetto del debito (nel secondo trimestre) e la legge finanziaria (a settembre).

I dazi statunitensi varati finora non hanno inciso in modo particolare sul volume complessivo dei flussi commerciali globali o sul surplus commerciale della Cina nei confronti degli Stati Uniti. È possibile che una quota consistente di importazioni sia stata anticipata per sfuggire agli aumenti delle tariffe. Sembra che le imprese stiano trovando varie strade per aggirare le imposte doganali. Nel complesso, i consumatori non hanno ancora percepito gli effetti dell'ultima tornata di tariffe, poiché molti dei prodotti acquistati alla fine del 2018 erano stati importati prima che entrasse in vigore, ma ora potrebbero cominciare ad avvertirne l'impatto. I danni arrecati al mercato dai dazi doganali (che possono essere interpretati essenzialmente come una tassa sulle azioni) sono stati riconosciuti in ambito politico e potrebbero favorire il raggiungimento di un accordo commerciale di portata limitata volto ad arginare le attuali tensioni tra Cina e Stati Uniti.

Nel nostro scenario di riferimento, verrà approvato un accordo negoziato per la separazione del Regno Unito dalla UE; tuttavia, la situazione è resa più incerta dalle difficoltà legate all'ottenimento del voto favorevole del Parlamento ed è sempre più improbabile che si giunga a una soluzione entro la scadenza del 29 marzo.

I nazionalisti e gli antipolitici hanno guadagnato terreno in alcune regioni europee, un fattore che continuerà periodicamente ad attirare l'attenzione dei mercati (poiché rende più imprevedibili gli sviluppi politici). Le proteste in Francia evidenziano la volatilità che viene spesso generata da singole questioni politiche.



# Decelerazione, ma senza contrazione

## House view

**Probabilità: 60%\***

Jeremy Zirin, strategist

David Lefkowitz, strategist

Edmund Tran, strategist

La crescita degli utili statunitensi sta rallentando, a causa della graduale scomparsa dell'impatto straordinario dei tagli delle imposte e della decelerazione economica; tuttavia, ci sembra improbabile che passi in territorio negativo. Gli indicatori anticipatori, come i dati sui prestiti bancari, i piani di spesa in conto capitale e le nuove richieste di sussidi di disoccupazione, continuano a tracciare un quadro positivo.

L'utile per azione (EPS) delle società dell'S&P 500 per l'intero 2018 dovrebbe attestarsi a 164 dollari (+23%). Il ritmo di incremento degli utili è atteso in rallentamento nel 2019, con l'esaurirsi del contributo straordinario fornito dalla riforma fiscale, dall'aumento dei profitti nel settore dell'energia e dagli ulteriori riacquisti azionari.

I fattori negativi comprendono anche la decelerazione dell'economia mondiale nel corso di quest'anno, l'esigua espansione degli utili delle società dell'energia a causa del tracollo del greggio e il rallentamento delle vendite di smartphone e semiconduttori. La nostra stima per l'EPS delle società statunitensi nel 2019 è di 171 dollari (+4,5%).

La stagione dei risultati aziendali del 4T18 è già cominciata e finora ha prodotto risultati contrastanti, ma migliori del previsto. Non sono mancati allarmi utili di alto profilo nei segmenti degli smartphone e dei trasporti, ma questi sono essenzialmente riconducibili ai problemi specifici di alcune società e non dipendono dal deterioramento del contesto macro. Sono inoltre giunte anticipazioni positive sulle cifre di altri comparti, quali telecomunicazioni mobili, dispositivi medici e life science. È probabile che le imprese tendano a sottolineare la volatilità dei mercati finanziari, ma nella maggior parte dei casi dovrebbero indicare l'attesa di una moderata crescita degli utili nel 2019.

I timori di un'imminente contrazione degli elevati margini di profitto appaiono eccessivi. I margini non ci sembrano più alti del consueto, a eccezione del settore tecnologico, dove i livelli più sostenuti sono ascrivibili alle società che detengono una quota di mercato dominante. Altri fattori di lungo periodo, come il consolidamento settoriale e il calo strutturale delle aliquote fiscali, spingono i margini su livelli stabilmente superiori alla media. Inoltre, in genere i margini diminuiscono solo nelle fasi di recessione. Infine, è improbabile che i previsti aumenti delle retribuzioni erodano queste prospettive, poiché l'inflazione del costo del lavoro non presenta una correlazione significativa con la crescita degli utili, dato che l'incremento dei redditi delle famiglie si traduce solitamente in un aumento della spesa al consumo.

## Date principali

1° febbraio 2019

**Stati Uniti**

**Rapporto sull'occupazione statunitense**

14 febbraio 2019

**Eurozona**

**PIL tedesco del 4T18**

# Asset class

# Principali previsioni

23 gennaio 2019

		Previsioni a 6 mesi			
Asset class	TAA <sup>1</sup>	Benchmark	House view	Scenario positivo	Scenario negativo
Azioni					
Stati Uniti	=	S&P 500	2800	3050	2175
Eurozona	=	Euro Stoxx	360	400	300
Regno Unito	=	FTSE 100	7000	8000	6150
Giappone	=	TOPIX	1600	1800	1400
Svizzera	−	SMI	9200	10 000	8000
Mercati emergenti	+	MSCI EM	1050	1150	875
Titoli immobiliari quotati		RUGL	4950	5100	4600

## Obbligazioni

Duration in USD	=	Rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni	3,10 (rendimento)	2,30 (rendimento)	3,70 (rendimento)
Duration in EUR	=	Rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni	0,70 (rendimento)	0,00 (rendimento)	1,00 (rendimento)
Corporate bond in USD	=	Spread Bloomberg Barclays US Int. Corp.	90–110 pb	75 pb	200 pb
Corporate bond in EUR	=	Spread Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate	140–160 pb	100 pb	200 pb
Obbligazioni high yield Stati Uniti	=	Spread ICE BAML US High Yield	420–460 pb	300 pb	800 pb
Obbligazioni high yield in EUR	=	Spread ICE BAML Euro High Yield	400–440 pb	300 pb	900 pb
Debito sovrano mercati emergenti in USD	=	EMBI Diversified	370 pb	290 pb	450 pb
Corporate bond mercati emergenti in USD	=	CEMBI Diversified	350 pb	300 pb	520 pb

## Investimenti alternativi

Oro	Oro (6 mesi)	USD 1300/ oncia	USD 1400/ oncia	USD 1200/ oncia
Petrolio	Greggio Brent (6 mesi)	USD 75/ barile	USD 100/ barile	USD 50/ barile

## Valute

	29.01.2019	Coppie di valute	
USD	=	USDCHF	1.00
		USDJPY	107
EUR	=	EURUSD	1.15
		EURCHF	1.15
		EURGBP	0.86
GBP	=	GBPUSD	1.34
		GBPCHF	1.34

- + Sovrappeso
- = Neutrale
- Sottopeso

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

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

# Azioni

## Stati Uniti

⊖ **Neutrale**

Il ribasso del quarto trimestre è stato probabilmente innescato dai timori sugli attriti commerciali, dalle aree di debolezza dell'economia mondiale e dall'aumento dei tassi d'interesse. A nostro avviso questi fattori non basteranno però a porre fine al mercato rialzista e la preoccupazione che generano dovrebbe attenuarsi nei prossimi mesi. La crescita economica degli Stati Uniti sta rallentando, con il venir meno dello stimolo fiscale, ma per quest'anno il rischio di recessione appare basso, stando ad alcuni indicatori anticipatori come l'accesso al capitale e le nuove richieste di indennità di disoccupazione. Ci aspettiamo un'espansione degli utili intorno al 5% nel 2019. Dopo il recente ribasso, le valutazioni azionarie ci sembrano convenienti e potrebbero aumentare.

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

### S&P 500

Al 23 gennaio 2019: 2639

Obiettivo a sei mesi

House view	2800
↗ Scenario positivo	3050
↘ Scenario negativo	2175

### + Sovrappeso

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

### = Neutrale

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

### − Sottopeso

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

## Eurozona

⊖ **Neutrale**

Siamo neutrali sull'azionario dell'eurozona. I dati economici della regione si sono indeboliti; a dicembre gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) sono scesi al livello più basso dal 2013. Anche se le varie componenti di queste indagini hanno evidenziato una decelerazione generalizzata, per i prossimi mesi ci aspettiamo un miglioramento dei dati, anziché un ulteriore calo in territorio recessivo. Il rallentamento della produzione di automobili, dovuto all'introduzione dei nuovi standard sulle emissioni inquinanti nel corso dell'estate, dovrebbe riassorbirsi. Un contributo positivo giungerà anche dal calo dei prezzi del petrolio, che si somma all'impatto positivo della debolezza dell'euro nel corso del 2018. Queste dinamiche dovrebbero fornire supporto alle azioni della zona euro a breve termine, mentre i rischi politici, come quelli legati alla disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e alla Brexit, potrebbero controbilanciare un eventuale miglioramento del sentiment. La debolezza di alcuni mercati emergenti e l'incertezza in ambito commerciale potrebbero generare pressioni sugli utili delle aziende dell'eurozona. I nostri settori preferiti sono energia, informatica e utility.

Wolf von Rotberg e Adrian Sauter, strategist, e Bert Jansen, analista

### Euro Stoxx

Al 23 gennaio 2019: 344

Obiettivo a sei mesi

House view	360
↗ Scenario positivo	400
↘ Scenario negativo	300

## Regno Unito

⊖ **Neutrale**

Siamo neutrali sull'azionario del Regno Unito. Le azioni britanniche offrono valutazioni convenienti, con uno sconto del 15% circa rispetto all'azionario globale in base al rapporto prezzo/utili (P/E) prospettici a 12 mesi. Siamo tuttavia neutrali sul Regno Unito, per via dell'incertezza che avvolge le prospettive della Brexit e delle materie prime. Nel 2019 la crescita degli utili potrebbe attestarsi poco al di sotto del 10%, ma continuerà a dipendere dai settori dell'energia e delle materie prime, che contribuiscono per il 30% all'espansione dei profitti attesa. Questo livello potrebbe essere superato in presenza di un aumento delle quotazioni petrolifere in grado di dare impulso alle società dell'energia. Quest'anno la crescita dei profitti dei vari settori è più equilibrata rispetto al 2018 e quindi le prospettive degli utili potrebbero essere meno volatili. Tuttavia, un ulteriore rafforzamento della sterlina penalizzerebbe il mercato. Ovviamente, la direzione del cambio è legata a doppio filo all'esito della Brexit. A causa della Brexit, alcuni titoli potrebbero registrare variazioni più consistenti rispetto al mercato nel suo complesso.

Caroline Simmons, strategist

### FTSE 100

Al 23 gennaio 2019: 6843

Obiettivo a sei mesi

House view	7000
↗ Scenario positivo	8000
↘ Scenario negativo	6150

## Svizzera

### – Sottopeso

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

Stefan R. Meyer, analista

### Swiss Market Index

Al 23 gennaio 2019: 8957

Obiettivo a sei mesi

House view	9200
➤ Scenario positivo	10000
➡ Scenario negativo	8000

## Giappone

### ≡ Neutrale

Siamo neutrali sulle azioni giapponesi. Nel 4T18 il mercato ha risentito dei timori relativi al rallentamento della crescita mondiale e agli attriti commerciali tra Stati Uniti e Cina. Tra i mercati sviluppati, le azioni giapponesi hanno registrato le peggiori performance del trimestre. Le vendite del 2018 sono riconducibili principalmente agli investitori internazionali. Abbiamo abbassato le nostre previsioni per la crescita degli utili aziendali nei prossimi due anni a -2% l'anno, ma riteniamo che il mercato sconti già buona parte dei catalizzatori negativi prevedibili. Alla luce del supporto valutativo, dato che i multipli si attestano ampiamente al di sotto della media storica, alcune società giapponesi di qualità ci sembrano offrire buone occasioni. Puntiamo su questi «fallen angels», nonché sulle imprese che beneficiano della crescente diffusione dei pagamenti digitali in Giappone. Siamo positivi anche nei confronti delle aziende che hanno una solida strategia ESG.

Toru Ibayashi, analista

Chisa Kobayashi, analista

### TOPIX

Al 23 gennaio 2019: 1547

Obiettivo a sei mesi

House view	1600
➤ Scenario positivo	1800
➡ Scenario negativo	1400

## Mercati emergenti

### + Sovrappeso

I mercati azionari emergenti hanno cominciato l'anno in forma smagliante e potrebbero continuare a salire in presenza di un'ulteriore debolezza del dollaro rispetto alle valute asiatiche e di altri sviluppi positivi sul fronte della disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina. Vediamo un ulteriore margine di apprezzamento per le azioni emergenti, soprattutto rispetto a quelle svizzere, alla luce del differenziale di valutazione e di momentum degli utili. Il P/E di circa 12x in base agli utili passati a 12 mesi e il momentum degli utili delle azioni emergenti ci sembrano più vantaggiosi rispetto al P/E di 15x e alle prospettive di utile più modeste delle piazze sviluppate. L'indice PMI di dicembre ha deluso le attese, ma ci aspettiamo una stabilizzazione della crescita dei mercati emergenti a seguito dell'ulteriore allentamento fiscale e monetario in Cina. Rimaniamo positivi su Cina e Corea e prendiamo profitto sul sovrappeso sull'Indonesia. Manteniamo un giudizio negativo su Taiwan e Malaysia, mentre passiamo a un orientamento neutrale sulle Filippine. Restiamo neutrali sull'America Latina e la regione EMEA, a fronte dei timori legati agli utili e ai rischi politici.

Jorge Mariscal, CIO Emerging Markets

Corinne de Boursetty, strategist

### MSCI EM

Al 23 gennaio 2019: 1012

Obiettivo a sei mesi

House view	1050
➤ Scenario positivo	1150
➡ Scenario negativo	875

## Titoli immobiliari quotati

Grazie alla crescita interna e all'inversione dei canoni debole ma positiva, gli utili dovrebbero registrare un'espansione del 5,4% nel 2019-2020 (mercati emergenti esclusi). Le società si concentrano sull'ottimizzazione dei portafogli, le estensioni e il riposizionamento. Possono ancora ridurre leggermente i costi di finanziamento e consolidare i bilanci. Il ciclo del mercato immobiliare continua a maturare, con un nuovo picco nel 3T18 (in base ai volumi di compravendita) e la fine della compressione dei tassi di capitalizzazione a livello globale. Il loro graduale aumento potrebbe penalizzare il valore degli immobili nel 2019, in assenza di un'accelerazione dei canoni di affitto. Ormai da cinque anni il settore immobiliare non genera rendimenti sui prezzi. La performance giunge dal rendimento da dividendi del 4,0% l'anno. Il settore offre un valido sconto del 12,9% rispetto al valore patrimoniale netto, ma a medio termine i corsi azionari dovrebbero lentamente diminuire, a fronte della graduale erosione del valore degli immobili sottostanti in un contesto di aumento dell'offerta.

Thomas Veraguth, Sandra Wiedmer e Maciej Skoczek, analisti

### RUGL

Al 23 gennaio 2019: 5045

Obiettivo a sei mesi

House view	4950
➤ Scenario positivo	5100
➡ Scenario negativo	4600

# Obbligazioni

## Duration in USD

Neutrale

I tassi d'interesse hanno toccato il punto minimo subito dopo Capodanno e il rendimento dei Treasury a 10 anni è sceso di 0,7 punti percentuali (pp) rispetto al picco dell'8 novembre. Il lieve calo registrato da allora si è verificato di pari passo con un miglioramento dei mercati azionari e creditizi, favorito dal tono accomodante delle dichiarazioni della Fed e da un atteggiamento meno aggressivo sul commercio da parte dell'amministrazione Trump. L'inflazione rimane vicina al target della Fed e non mostra segnali di un'imminente impennata; tuttavia, la ridotta capacità disponibile e la riaccelerazione della crescita dopo il recente rallentamento causato dalle tariffe dovrebbero permettere alla banca centrale di continuare ad alzare gradualmente i tassi d'interesse. La Fed ha segnalato l'intenzione di sospendere il ciclo restrittivo e a nostro avviso lascerà invariati i tassi alla riunione di marzo, ma un rafforzamento della crescita nella seconda metà dell'anno potrebbe indurre l'istituto a operare ancora uno o due rialzi nel corso di quest'anno. Con l'avanzare del ciclo, ci aspettiamo un leggero aumento dei tassi su tutte le scadenze e un ulteriore appiattimento della curva.

Douglas S. Rothstein, strategist

### Rendimento dei Treasury statunitensi a 10 anni

Al 23 gennaio 2019: 2,74 (rendimento) Obiettivo a sei mesi

House view	3,10 (rendimento)
Scenario positivo	2,30 (rendimento)
Scenario negativo	3,70 (rendimento)

## Corporate bond in USD

Neutrale

A partire da ottobre 2018, gli spread delle obbligazioni corporate si sono notevolmente ampliati, principalmente a causa del calo dei rendimenti dei Treasury statunitensi sulla scia delle preoccupazioni per la crescita globale. Da inizio 2019 il mercato si è mosso nella direzione opposta, con una contrazione degli spread rispetto ai massimi degli ultimi tre anni. Ci aspettiamo un ulteriore moderato restringimento degli spread e un aumento dei tassi sui Treasury. I rendimenti totali delle obbligazioni investment grade in USD sono stati positivi nell'ultimo mese, sostenuti dal calo dei tassi sui Treasury. L'asset class ha chiuso il 2018 con un rendimento appena negativo (-0,2%), in quanto il carry è stato controbilanciato da un aumento degli spread di 60 pb. La leva aziendale risulta elevata, ma è rimasta sotto controllo grazie alla buona crescita degli utili degli ultimi trimestri, e il contesto economico attuale è abbastanza solido da consentire un livello stabile o un miglioramento della qualità del credito (in base alle variazioni dei rating su base aggregata). Per il momento i rischi di credito non appaiono eccessivi, ma una forte decelerazione economica colpirebbe in particolare l'ampio segmento con rating BBB.

Philipp Schöttler, strategist  
Carolina Corvalan, strategist  
Vittorio Bosio, strategist

### Spread Bloomberg Barclays US Int. Corp.

Al 23 gennaio 2019: 112 pb Obiettivo a sei mesi

House view	90-110 pb
Scenario positivo	75 pb
Scenario negativo	200 pb

## Duration in EUR

Neutrale

I rendimenti dei Bund hanno continuato a scendere a dicembre fino a quando, all'inizio del nuovo anno, i tassi sui titoli decennali sono risaliti dal minimo dello 0,15%. L'incremento è avvenuto di pari passo con il recupero degli strumenti rischiosi iniziato a fine dicembre. L'aumento è stato finora modesto a causa del persistere di vari timori, in particolare quelli relativi al rallentamento della crescita, ma anche alle tensioni a livello politico. Nel nostro orizzonte tattico di sei mesi, ci aspettiamo una risalita dei rendimenti trainata dalla recente conclusione del programma di acquisto di obbligazioni della BCE e dalle aspettative di rialzi dei tassi, nonché dal lento aumento delle spinte inflazionistiche a fronte di un maggior utilizzo della capacità produttiva. L'inclinazione della curva, la domanda di strumenti risk free e il livello ancora negativo delle emissioni nette continueranno a sostenere i Bund, mentre la modesta inflazione sottostante costringerà la BCE a mantenere un orientamento accomodante. È improbabile che la BNS effettui un intervento restrittivo prima che la BCE abbia operato il suo primo rialzo. I tassi di riferimento elvetici non dovrebbero tornare sopra lo zero almeno fino al 2020.

Douglas S. Rothstein, strategist

### Rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni

Al 23 gennaio 2019: 0,23 (rendimento) Obiettivo a sei mesi

House view	0,70 (rendimento)
Scenario positivo	0,00 (rendimento)
Scenario negativo	1,00 (rendimento)

## Corporate bond in EUR

Neutrale

Gli spread dei corporate bond denominati in euro si sono allargati fino a raggiungere i massimi del 2016, a causa della deludente crescita economica della regione e del contesto di avversione al rischio sui mercati globali negli ultimi mesi del 2018. Il quadro tecnico è ulteriormente peggiorato con la conclusione degli acquisti di titoli da parte della BCE, in quanto sarà necessario trovare nuovi acquirenti. Tuttavia, per la prima volta dalla crisi dell'euro del 2012 l'attuale rendimento dell'1,3% è superiore a quello delle obbligazioni corporate statunitensi su base coperta. La leva finanziaria media è notevolmente inferiore a quella delle società americane, in quanto gli emittenti europei hanno continuato a operare con una certa prudenza. Alla luce della performance deludente dell'economia dell'eurozona negli ultimi tempi e dei persistenti rischi per l'economia mondiale, rivediamo al rialzo il livello obiettivo degli spread. Per i prossimi sei mesi ci aspettiamo ancora un moderato restringimento degli spread, che sarà in gran parte compensato dall'aumento dei tassi sui Bund, producendo così rendimenti totali contenuti.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

### Spread Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate

Al 23 gennaio 2019: 151 pb Obiettivo a sei mesi

House view	140-160 pb
Scenario positivo	100 pb
Scenario negativo	200 pb

# Obbligazioni high yield Stati Uniti

Neutrale

Gli spread delle obbligazioni high yield statunitensi si sono ampliati di oltre 120 pb a dicembre, in un contesto di scarsa fiducia e di ribasso del petrolio (WTI) sotto 50 dollari il barile. Gran parte della debolezza è stata riassorbita a gennaio, per effetto dei toni più accomodanti delle dichiarazioni della Fed e del maggior ottimismo sull'evoluzione dei negoziati commerciali sino-americani. Il rendimento totale del 3,7% dal principio di gennaio segna il miglior inizio d'anno per l'high yield statunitense dal 2009. I timori sul commercio globale e la prospettiva di un rallentamento della crescita statunitense il prossimo anno spingono gli investitori a esigere un più alto premio al rischio di credito, ovvero l'extra rendimento che va ad aggiungersi alla ricompensa per il rischio d'insolvenza e al tasso privo di rischio. I fondamentali degli emittenti rimangono solidi e non ci aspettiamo un crollo della crescita statunitense il anno; tuttavia, tuttavia riteniamo probabile un leggero indebolimento dei fattori tecnici (la domanda degli investitori). A dicembre il tasso di default effettivo a 12 mesi si è attestato allo 0,9%, mantenendosi ampiamente al di sotto della media di lungo periodo del 3,5%, e nei prossimi 12 mesi dovrebbe gradualmente portarsi verso quota 2,5%.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

## Spread ICE BAML US High Yield

Al 23 gennaio 2019: 439 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	420-460 pb
Scenario positivo	300 pb
Scenario negativo	800 pb

# Obbligazioni high yield in EUR

Neutrale

A dicembre le obbligazioni high yield in euro hanno mostrato una maggiore tenuta rispetto a quelle statunitensi, dato che gli spread si erano già ampliati nel corso del 2018 e il settore energetico rappresenta solo il 3% dell'indice. Da allora, la scarsa attività sul mercato primario e il miglioramento del sentiment degli investitori a livello globale hanno riportato gli spread su livelli prossimi a quelli di novembre.

I differenziali potrebbero tornare a ridursi, poiché a nostro avviso scontano prospettive eccessivamente pessimistiche. D'altro canto, per quest'anno ci aspettiamo un andamento più volatile dei Bund, nel contesto della normalizzazione della politica monetaria della BCE. I persistenti timori sull'Italia e le incerte prospettive per il commercio globale rappresentano due ulteriori potenziali ostacoli per il comparto. A dicembre il tasso d'insolvenza effettivo a 12 mesi è sceso allo 0,1%. Nei prossimi 12 mesi i default dovrebbero mantenersi sotto il 2%, grazie ai solidi fondamentali creditizi, all'agevole accesso ai finanziamenti e a una crescita dell'eurozona ancora superiore al tendenziale nei prossimi trimestri.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan e Vittorio Bosio, strategist

## Spread ICE BAML Euro High Yield

Al 23 gennaio 2019: 465 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	400-440 pb
Scenario positivo	300 pb
Scenario negativo	900 pb

# Debito sovrano mercati emergenti in USD

Neutrale

Da inizio anno, il debito sovrano dei mercati emergenti ha registrato un rialzo del 3,3%, grazie alla contrazione degli spread. Il comparto ha beneficiato dell'orientamento più accomodante della Fed, dei progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, dei maggiori stimoli in Cina, dell'aumento dei prezzi del petrolio e dell'alleggerimento delle posizioni degli investitori dopo l'ondata di vendite dello scorso anno. Il nostro scenario di riferimento prevede un andamento laterale degli spread dei bond sovrani dei mercati emergenti nei prossimi sei mesi, con una performance complessiva inferiore al 5%. I rischi principali rimangono un rallentamento più marcato del previsto della crescita globale, una riduzione della liquidità in dollari e una riacutizzazione delle tensioni tra Stati Uniti e Cina. Dopo l'ottima performance di quest'anno, e date le nostre aspettative di un andamento laterale degli spread, chiudiamo il sovrappeso sul debito sovrano dei mercati emergenti in USD rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato con rating elevato nei portafogli globalmente diversificati. Privilegiamo i titoli di Argentina, Perù, Cina, Indonesia, Turchia, Arabia Saudita, Oman, Kenya e Costa d'Avorio.

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

## EMBI Diversified

Al 23 gennaio 2019: 364 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	370 pb
Scenario positivo	290 pb
Scenario negativo	450 pb

# Corporate bond mercati emergenti in USD

Neutrale

Le obbligazioni corporate dei mercati emergenti registrano un rialzo dell'1,9% da inizio anno. Il comparto ha beneficiato del tono più accomodante delle dichiarazioni della Fed, dei progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina, delle attese di maggiori stimoli in Cina, dell'aumento dei prezzi del petrolio e dell'alleggerimento delle posizioni degli investitori dopo l'ondata di vendite dello scorso anno. Ci aspettiamo un leggero aumento degli spread nei prossimi sei mesi, con una performance più o meno piatta per l'asset class. Le nostre previsioni sono più positive a breve termine, in vista di un orientamento meno restrittivo della Fed, delle ulteriori misure di stimolo cinesi, dell'allentamento delle tensioni tra Stati Uniti e Cina e di un continuo rialzo del prezzo del petrolio. Le prospettive di più lungo periodo risentono invece delle persistenti preoccupazioni per la crescita mondiale, della contrazione della liquidità in dollari e dal rischio di nuove tensioni tra Stati Uniti e Cina. Consigliamo agli investitori di rimanere neutrali sulle obbligazioni corporate dei mercati emergenti, ma di preferire il debito sovrano a quello aziendale. Rimane essenziale selezionare con cura gli investimenti, come dimostrano le posizioni attive assunte nel nostro portafoglio modello.

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

## CEMBI Diversified

Al 23 gennaio 2019: 323 pb

Obiettivo a sei mesi

House view	350 pb
Scenario positivo	300 pb
Scenario negativo	520 pb

# Valute

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

**EURUSD:** pilota automatico disattivato. La dinamica dell'economia statunitense è rallentata e la Fed ha disattivato il pilota automatico con cui effettuava un rialzo dei tassi al trimestre, preferendo subordinare le decisioni future all'andamento dei dati economici. Il dollaro ha reagito perdendo terreno e ora si attesta su livelli meno sopravvalutati. I mercati continueranno a monitorare l'andamento dell'economia europea e i rischi politici legati all'Italia e alla Brexit, che a breve termine potrebbero penalizzare la moneta unica. Ci sembra comunque piuttosto probabile che l'euro metta a segno un recupero. Manteniamo invariata la nostra previsione di 1.15 a sei mesi.

**USDCHF:** cambio ancora stabile, per il momento. Il rapporto USDCHF dovrebbe mantenersi sui livelli che registra ormai da quattro anni, anche se i fondamentali ostacolano chiaramente il biglietto verde. Ci aspettiamo che il cambio si attesti intorno alla parità tra sei mesi. Verso la fine dell'anno aumenteranno le probabilità di una flessione dell'USD contro il CHF, poiché la forza dell'euro spingerà al rialzo il franco e la Fed si avvicinerà alla conclusione del ciclo d'inasprimento monetario.

**EURCHF:** dinamica invariata, per ora. Ci aspettiamo un rialzo del cambio EURCHF a 1.15 nei prossimi sei mesi. La BCE comincia a normalizzare la sua politica monetaria, ma non sarà un percorso lineare. I dati pubblicati negli ultimi due mesi hanno deluso le attese e a nostro avviso l'euro potrà apprezzarsi sul franco solo in presenza di una ripresa economica. La BNS mantiene il suo orientamento di politica monetaria flessibile, poiché i mercati dei cambi restano fragili e il CHF è esposto a un improvviso rafforzamento.

**GBPUSD:** sangue freddo e cautela sulla GBP. Nel nostro scenario di riferimento, che prevede la firma di un accordo di transizione per la Brexit, il cambio GBPUSD dovrebbe risalire a 1.40 nei prossimi 12 mesi. Tuttavia, esiste ancora un rischio significativo d'incertezza prolungata circa l'uscita del Regno Unito dalla UE e quindi la sterlina potrebbe deprezzarsi ulteriormente. È possibile che le attuali scadenze siano allungate, che vengano indette nuove elezioni politiche o che si tenga un secondo referendum.

**USDJPY:** vendere nelle fasi di rialzo. Nel breve termine, consigliamo di sfruttare eventuali rialzi verso quota 110–111 per assumere posizioni corte sul rapporto USDJPY. La fase avanzata del ciclo restrittivo della Fed limita il potenziale di apprezzamento del dollaro. Tuttavia, sarà necessario un netto consolidamento della crescita e dell'inflazione giapponesi perché la Bank of Japan possa consentire un apprezzamento sostenuto dello yen.

**USDCAD:** interrotta la tendenza al rialzo, in futuro ribasso più moderato. A causa del calo del petrolio e della volatilità del mercato nel 4T18, gli investitori hanno perso interesse nei confronti del CAD e la BoC ha sospeso gli interventi di politica monetaria. È però possibile che i mercati stiano sottovalutando i futuri rialzi della banca centrale canadese, qualora il greggio continui a risalire la china come da noi previsto. Il cambio USDCAD dovrebbe quindi scendere verso quota 1.28 nei prossimi sei mesi.

**AUDUSD:** ancora rischi di ribasso. I deboli dati economici cinesi, i segnali negativi provenienti dai dati sul mercato immobiliare e la debole fiducia dei consumatori si sono inseriti in un contesto di crescenti aspettative nei confronti degli interventi di stimolo in Cina e di recupero dei prezzi dei minerali ferrosi nel 4T18. Confermiamo la nostra previsione di 0.71–0.73 per il cambio AUDUSD a tre-sei mesi, ma in questo momento i rischi di ribasso superano quelli di rialzo.

**EURNOK:** calo del cambio a causa dei rialzi dei tassi norvegesi. Ci aspettiamo nuovi interventi restrittivi della Norges Bank nei prossimi 12 mesi, poiché la crescita e l'inflazione della Norvegia superano quelle dell'eurozona. Il cambio EURNOK dovrebbe quindi scendere verso quota 9.40 nei prossimi sei mesi. Dopo il calo dei prezzi petroliferi nel 4Q18, prevediamo tempi più lunghi per l'apprezzamento della NOK.

**EURSEK:** cambio stabile nei prossimi sei mesi. La debolezza della crescita e del mercato immobiliare potrebbe impedire alla Riksbank di dare inizio al ciclo restrittivo. Ci aspettiamo che il rapporto EURSEK si mantenga intorno a 10.20 a 6 mesi, con un rischio di ribasso leggermente più alto a 12 mesi.

## Previsioni per i tassi di cambio

	29.01.19	3M	6M	12M	PPA
EURUSD	1.144	1.15	1.15	1.20	1.30
USDJPY	109.2	107	107	105	74
USDCAD	1.327	1.30	1.28	1.26	1.20
AUDUSD	0.717	0.71	0.73	0.75	0.69
GBPUSD	1.314	1.28	1.34	1.40	1.59
NZDUSD	0.685	0.68	0.68	0.71	0.56
USDCHF	0.992	0.98	1.00	1.00	0.92
EURCHF	1.135	1.12	1.15	1.20	1.20
GBPCHE	1.304	1.25	1.34	1.40	1.47
EURJPY	125.0	123	123	126	96
EURGBP	0.870	0.90	0.86	0.86	0.82
EURSEK	10.346	10.20	10.20	10.00	9.69
EURNOK	9.714	9.60	9.40	9.20	10.44

Fonti: Reuters EcoWin, FMI, UBS; dati al 29 gennaio 2019  
PPA = parità del potere d'acquisto



# Materie prime e investimenti alternativi

## Materie prime

### Oro

Durante il recente periodo d'incertezza, i prezzi dell'oro sono saliti, come da copione, in quanto le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi americani nel corso di quest'anno sono state nettamente ridotte e i mercati azionari hanno accusato pesanti ribassi. Nel contesto della volatilità degli ultimi tempi, l'oro si è confermato un valido bene rifugio, che contribuisce a ridurre la volatilità dei portafogli. Di conseguenza, con l'arrivo delle fasi finali del ciclo, continuiamo ad apprezzare le caratteristiche di bene rifugio dell'oro in un contesto di portafoglio. A nostro avviso, le quotazioni aurifere dovrebbero attestarsi intorno a 1300 e 1350 dollari l'oncia a 6 e 12 mesi.

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

#### Oro (6 mesi)

Al 23 gennaio 2019: USD 1283/oncia Obiettivo a sei mesi

House view	USD 1300/oncia
➤ Scenario positivo	USD 1400/oncia
➤ Scenario negativo	USD 1200/oncia

### Petrolio

I tagli alla produzione di 1,2 mbg decisi il mese scorso a Vienna dall'OPEC e dai suoi alleati cominciano a entrare in vigore. Anche l'Arabia Saudita, leader di fatto del cartello petrolifero, ha annunciato che ridurrà le esportazioni di greggio a 7,2 mbg a gennaio e 7,1 mbg a febbraio (da 8,3 mbg a novembre), a fronte di una produzione di circa 10,2 mbg questo mese, andando così oltre l'impegno assunto nei confronti dell'OPEC. La domanda di petrolio rimane solida. Gli ultimi dati disponibili negli Stati Uniti mostrano un aumento su base annua di 784.000 bg, pari al 3,9%, a un totale di 20,774 mbg a ottobre, il livello mensile più alto dal 2004. Anche se i timori di una guerra commerciale continuano a innervosire i mercati, a novembre le importazioni cinesi di greggio hanno superato per la prima volta i 10 mbg e anche a dicembre si sono mantenute sopra tale soglia. Nel 2019 il mercato petrolifero potrebbe sfiorare una situazione di deficit di offerta. Ci aspettiamo quindi un rialzo delle quotazioni del Brent in area 70–80 dollari il barile nei prossimi sei mesi.

#### Greggio Brent (6 mesi)

Al 23 gennaio 2019: USD 61/barile Obiettivo a sei mesi

House view	USD 75/barile
➤ Scenario positivo	USD 100/barile
➤ Scenario negativo	USD 50/barile

## Hedge fund

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

Karim Cherif, strategist  
Georg Weidlich, strategist

# La grande illusione

Matteo Ramenghi, Chief Investment Officer, UBS WM Italy

Le notizie riguardo possibili nuovi dazi statunitensi, la crescente ansia per la Brexit e il populismo in Europa sembrano monopolizzare l'attenzione degli investitori. Questi fenomeni sono il frutto dell'insoddisfazione sempre maggiore della classe media nelle economie occidentali che, a fronte della crescente polarizzazione della società, sente di aver pagato il conto della globalizzazione e indirizza le preferenze di voto verso forze politiche che propongono modelli alternativi. Questi ultimi spesso risultano essere anacronistici: muri, dazi, spesa pubblica incontrollata, autarchia finanziaria sono concetti che non hanno funzionato in passato.

Le elezioni europee degli ultimi anni, incluse quelle italiane, esprimono la medesima insoddisfazione, acuita anche dalle tensioni derivanti dai recenti flussi migratori. Oltreoceano è emerso il protezionismo, che è l'elemento più rischioso da un punto di vista economico. Se i dazi annunciati finora avranno un impatto limitato alla Cina e complessivamente gestibile, una escalation potrebbe metter fine all'attuale ciclo economico.

L'immigrazione viene presa di mira da queste forze su entrambi i lati dell'Atlantico. Trump minaccia di costruire un muro sul confine con il Messico, l'Italia chiude i porti e molti Paesi nel Nord Europa rifiutano la quota loro assegnata di migranti.

Si tratta di un argomento estremamente complesso che, da un punto di vista economico, andrebbe inquadrato nella particolare situazione demografica del mondo occidentale e nel sistema di regole che determinano l'effettiva integrazione dei migranti. Secondo le proiezioni statistiche dell'ONU, la forza lavoro nell'eurozona si ridurrà del 2,5% (circa 5,5 milioni di persone) tra il 2018 e il 2025. Questa contrazione sarà un freno alla crescita del PIL dell'eurozona e creerà una sfida esistenziale per gli attuali sistemi pensionistici. L'Italia è il Paese maggiormente colpito dall'invecchiamento della popolazione.

Flussi migratori accompagnati a politiche d'integrazione efficaci che aiutino i migranti a unirsi rapidamente alla forza lavoro saranno inevitabilmente necessari per sostenere l'economia europea. L'accoglienza non è tuttavia sufficiente senza una rapida ed effettiva integrazione. La Germania è riuscita negli ultimi anni a beneficiare dei flussi migratori: la partecipazione dei lavoratori stranieri è stato il principale motore della crescita dell'occupazione negli ultimi anni. Ciononostante, l'immigrazione ha messo in difficoltà i partiti

tradizionali e portato alla crescita di partiti di estrema destra, come Alternativa per la Germania.

Infatti, se da una parte l'immigrazione può colmare delle carenze di forza lavoro, dall'altra può far emergere diversità culturali e creare nuova concorrenza, soprattutto per quanto riguarda i lavori a minor valore aggiunto, già minacciati dalle nuove tecnologie e dalla globalizzazione. In assenza di politiche atte a mitigare questi impatti, una parte dell'elettorato vira verso le forze politiche che promettono un atteggiamento di chiusura.

Anche la Brexit affonda le sue radici nell'immigrazione proveniente dall'Unione europea, oltre che nella polarizzazione della società, molto marcata nel Regno Unito nonostante le buone performance economiche. Il terremoto politico e le conseguenze economiche della Brexit sono evidenti, ormai, ancora prima che essa cominci. Da inizio 2016, la sterlina ha perso una parte consistente del proprio valore, l'inflazione è tornata ben sopra il 2% e comincia a erodere il potere

«La crescente insoddisfazione della classe media spinge forze politiche che propongono strategie alternative spesso anacronistiche: muri, dazi, spesa pubblica incontrollata, autarchia finanziaria sono modelli vecchi che non hanno funzionato in passato.»

d'acquisto delle famiglie, mentre il mercato immobiliare londinese evidenzia una preoccupante riduzione dei valori e del numero di transazioni.

Sui mercati, il dibattito legato alla Brexit è stato concentrato sul raggiungimento di un accordo con l'Unione europea. «Deal or no deal» è stato il dubbio amletico che è riecheggiato sulla stampa anglosassone. L'assenza di un accordo significherebbe la sospensione degli scambi commerciali con la UE con conseguenze pesanti, non solo da un punto di vista economico, ma anche da un punto di vista pratico e di approvvigionamento di determinati beni.

Occorre considerare che gli scambi commerciali del Regno Unito con il resto del mondo riguardano per circa la metà l'Unione europea. Volendo semplificare, il Regno Unito esporta servizi (in particolare servizi finanziari) e importa prodotti.

Ma quale accordo è realistico? Esiste la possibilità di una «soft Brexit»? Ad oggi, anche qualora venisse trovato un accordo, esso non includerebbe i servizi, essenziali per la prosperità di Londra. Infatti, la UE ha posto come condizione per l'apertura del mercato dei servizi la libera circolazione delle persone, che è stata rifiutata dal Regno Unito. Si stima che circa un terzo del volume di attività della City, che rappresenta oltre il 12% del PIL di Londra e quasi il 3% del Paese, sia riferito alla UE. È difficile elaborare stime precise in mancanza dei dettagli dell'accordo, ma l'impressione è che Londra e il suo mercato immobiliare non riusciranno a evitare un impatto significativo.

L'Italia non è ovviamente immune alle spinte populiste, anzi si potrebbe dire che è un laboratorio politico per il resto d'Europa. Da noi, la dimensione del debito fa sì che le politiche fiscali siano al centro delle discussioni, ma il dibattito ruota attorno poche cifre: i politici parlano soprattutto di deficit e di spesa pubblica, le agenzie di rating e gli investitori guardano al rapporto tra debito pubblico e PIL.

Sarebbe, invece, opportuno che al centro della discussione venisse messo il risparmio, per una ragione molto semplice: gli italiani hanno molti più risparmi che debiti. Infatti, il patrimonio netto delle famiglie ammonta a oltre 9 mila miliardi di euro, circa quattro volte l'ammontare del debito pubblico che, per gran parte, è comunque in mani italiane.

La dimensione relativa di debito e risparmi basta a spiegare come un'uscita dall'euro, per fortuna non proposta di recente da nessuna forza politica, porterebbe a un pesante impoverimento: la perdita di valore dei risparmi e degli immobili supererebbe di gran lunga il beneficio di «svalutare» il debito denominandolo in una valuta debole.

La posizione finanziaria netta dell'Italia sull'estero è quasi in pareggio e ciò ci distingue nettamente dagli altri Paesi cosiddetti «periferici», come Spagna, Irlanda e Portogallo, che sono pesantemente indebitati nei confronti dell'estero. Gran parte del debito pubblico è in mani italiane e, grazie alla BCE, gli interesse pagati sono sopportabili.

Non siamo, quindi, in una situazione d'emergenza, ma occorre essere realisti. Il debito pubblico italiano è elevato e la crescita è modesta, in assenza di riforme che difficilmente godrebbero di popolarità. Ridurre il debito pubblico e mantenere politiche fiscali virtuose rappresenta l'unica strada per proteggere i risparmi degli italiani.

I rendimenti dei titoli di Stato pesano sull'andamento economico. Pagare interessi elevati sul debito pubblico brucia risorse che altrimenti potrebbero essere destinate altrove (solo nel terzo trimestre la spesa per interessi è aumentata di 1,7 miliardi di euro). L'impatto negativo contagia le banche, che si finanziano a tassi legati a quelli dei titoli di Stato, costringendole a praticare condizioni più onerose su mutui e finanziamenti alle aziende. Infine, le banche detengono una porzione rilevante dei titoli di Stato e, conseguentemente, la loro stabilità viene messa in discussione se sale lo spread.

Dopo gli ultimi downgrade, per le principali agenzie di rating l'Italia è al limite della valutazione investment grade; non abbiamo, quindi, alcuna protezione prima di una riduzione alla categoria high yield, vale a dire titoli ad alto rendimento. Il passaggio a questa categoria potrebbe determinare un uragano di vendite, perché molti fondi investment grade non possono detenere titoli high yield. Una situazione che potrebbe pregiudicare l'accesso dell'Italia ai mercati.

Ma cosa accadrebbe se l'Italia perdesse l'accesso ai mercati? Chi pagherebbe il conto? Precisiamo che ciò non è mai successo e non ci aspettiamo che accada, ma perdere l'accesso ai mercati può portare alla richiesta di aiuti all'Europa, a manovre straordinarie o, addirittura, a un default.

Se la maggior parte del debito pubblico è detenuto da investitori domestici, circa tre quarti nel caso italiano, un default finisce per essere un'imposta sul patrimonio caotica e iniqua che può minare la stabilità del sistema finanziario. Inoltre, il «beneficio» di un default (evitare di pagare una parte del debito) è marginale, perché gli stranieri ne detengono una quota minoritaria.


In una situazione così disgraziata, che speriamo non si verifichi mai, una tassa sul patrimonio sarebbe più efficiente di un default, perché può essere modulata con criteri proporzionali e ha ripercussioni più gestibili per il settore finanziario. Non vi sono quindi scorciatoie e chi le promette non fa i conti con la realtà economica, mettendo a rischio i risparmi.

# Idee d'investimento

# Investimenti preferiti

## Strumenti preferiti


### Azioni

- Azioni globali
- Azioni Canada 
- Azioni di qualità globali
- Smart beta Stati Uniti
- Trovare valore nei ME
- Parziale protezione tramite le opzioni put su azioni statunitensi


### Obbligazioni


- Leveraged loan europei


### Valute

- CAD contro...
- NOK contro... 

## Strumenti meno preferiti

- Azioni Australia
- Azioni Svizzera 

- Obbligazioni e titoli di Stato con rating elevato die mercati sviluppati 
- JGB a 10 anni rispetto alla liquidità in JPY
- Obbligazioni più «sfruttate»

- ...AUD
- ...CHF 



Upgrade recenti



Downgrade recenti



Investimenti sostenibili

# Smart beta statunitensi

## Orizzonte temporale

A lungo termine  
(>12 mesi)

## Asset class

Azioni

## Data di inizio

11 maggio 2017

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

Karim Cherif, Strategist

### Che cosa significa smart beta?

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

### Quali smart beta consigliamo?

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

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

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



### Come è stata la performance della strategia?

Secondo un test retrospettivo a partire dal 2001, un portafoglio equamente ponderato dei sei fattori smart beta statunitensi più frequentemente citati ha sovraperformato l'MSCI USA del 2,1% all'anno. Per non parlare del fatto che gli investimenti smart beta hanno generalmente commissioni inferiori rispetto alla gestione attiva.

### Recenti sviluppi

Il mercato azionario statunitense è rimasto volatile a dicembre, chiudendo l'anno in forte calo. L'indice di capitalizzazione del mercato e il portafoglio di fattori a parità di ponderazione hanno registrato una performance simile, perdendo rispettivamente il 9,05% e 9,03% su base mensile. Nell'intero 2018 la soluzione proposta ha sovraperformato il benchmark di circa 11 pb.

## Azioni



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

## Smart beta statunitensi

ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
IE00BDGV0308	UBS MSCI USA SEL.FACT.MIX USD	USD	6.86	1.8	N.A.	N.A.	N.A.

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

Bloomberg dati al 29/01/2019

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

# Trovare valore nei ME

## Orizzonte temporale

A lungo termine  
(>12 mesi)

## Asset class

Azioni

## Data di inizio

13 luglio 2017

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

Corinne de Boursetty, strategist  
Michael Bolliger, analista

## Conclusione dell'investimento

Dopo che nel 2017 i titoli value hanno sottoperformato quelli growth del 20% nei ME, principalmente a causa del rally tecnologico globale, l'anno scorso la situazione è cambiata: I titoli value dei ME hanno superato quelli growth di quasi il 7%. La forte correzione nei settori growth sovraponderati, come IT, beni al consumo e sanità, è stata la causa principale di questa disparità, sebbene anche i pesi massimi dei titoli value, come energia, servizi di pubblica utilità e finanziari, abbiano sovra-performato. La sottoperformance dei titoli value di solito coincide con il rallentamento dell'economia dei mercati emergenti. I titoli growth tendono a brillare nei periodi di lenta crescita a causa del loro valore di rarità. I titoli value, d'altro canto, tendono a prosperare quando la crescita è elevata, poiché gli investitori si indirizzano verso società ignorate in precedenza.

Quest'anno ci aspettiamo che questa inversione di tendenza persista in quanto le valutazioni, la resilienza all'aumento dei tassi e la dinamica degli utili continuano a favorire i principali settori value (finanziari, energia e dei materiali). Riteniamo che vi sia un'interessante opportunità di ingresso per gli investitori nell'indice value attraverso soluzioni ampiamente diversificate. Poiché ci aspettiamo che i prezzi delle materie prime continuino a stabilizzarsi, i settori value ciclici dovrebbero sovraperformare le controparti growth.

## Driver chiave dei titoli value:divario di crescita tra ME e mercati sviluppati (MS) e ripresa dei prezzi delle materie prime:

In base alle previsioni dell'FMI, il differenziale di crescita tra ME e MS passerà dal 2,3% nel 2018P al 2,6–3,2% nei prossimi



due anni. Secondo le proiezioni, la crescita del PIL dei ME dovrebbe rimanere stabile a quasi il 4,7%, mentre i tassi dei MS dovrebbero rallentare dal 2,4% dello scorso anno al 2,1% di quest'anno. Anche la crescita dell'EPS trailing dell'indice value al 13% su base annua è stata superiore a quella dell'indice growth, al 9% lo scorso anno. Tuttavia, i titoli value scambiano con uno sconto più ampio dei titoli growth rispetto alla loro media storica. Il prezzo/valore contabile (P/B) trailing dell'MSCI EM Value Index, pari a 1x, presenta uno sconto del 60% rispetto all'indice growth, contro una media decennale del 50%. L'indice value offre inoltre un rendimento da dividendo maggiore del 4% rispetto al 2% dell'MSCI EM Growth.

## Recenti sviluppi

L'indice value è fortemente orientato verso settori ciclici come finanziari, energia e materiali, che rappresentano una ponderazione complessiva del 60%. La ripresa degli utili nel settore finanziario è appena iniziata e, a nostro avviso, offre resilienza all'aumento dei tassi di interesse con valutazioni ancora al di sotto della media storica. I settori dell'energia e dei materiali danno all'indice un'elevata correlazione con i prezzi delle materie prime. Prevediamo che il prezzo del petrolio continuerà a salire a USD 70–80 nei prossimi 6–12 mesi dopo i tagli di produzione dell'OPEC+, dato che la domanda globale rimane solida. Le principali sottoponderazioni dei titoli value sono i settori IT e al consumo. I rischi di questo tema comprendono la continua debolezza dei prezzi delle materie prime, condizioni di liquidità globali molto più stringenti che intralciano la ripresa dei ME e la continua sovraperformance del settore IT dei ME.



## Azioni



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

## Trovare valore nei ME

ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
LU0067412154	UBS EQUITY CHINA OPPORTUNITY	USD	9.27	-17.30	18.34	11.4	17.71

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

Bloomberg dati al 29/01/2019

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

# Sostituire le obbligazioni usurate

**Orizzonte temporale**

A lungo termine  
(>12 mesi)

**Asset class**

Azioni

**Data di inizio**

16 agosto 2018

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

Thomas Wacker, analista

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

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

**Nel contesto di un portafoglio**

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

**Recenti sviluppi**

I rendimenti dei Bund tedeschi sono al momento negativi per scadenze oltre i sette anni e scambiano al di sotto della nostra soglia di rendimento del  $-0,5\%$  per scadenze oltre i tre anni. Il 29% dei titoli di Stato dei mercati sviluppati globali scambia con rendimenti negativi. Nell'Eurozona il dato è del 38%, in Giappone del 70% e in Svizzera del 64%. Inoltre circa il 40% delle obbligazioni garantite in EUR e degli agency bond da noi coperti scambia con rendimenti negativi. Lo stesso vale per il 12% delle obbligazioni societarie senior.

# Obbligazioni



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

## Sostituire le obbligazioni usurate

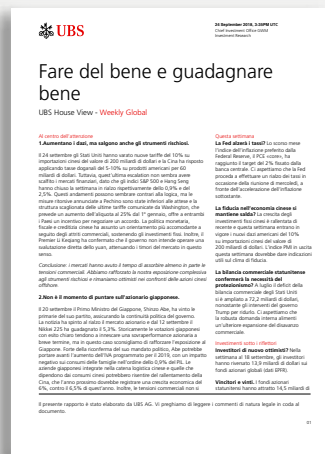
ISIN	Fondo	Valuta	Perf YTD	Perf 1y	Perf 3y	Perf 5y	Vola 3y
LU1859410513	ALLIANZ GLOBAL FLOATING RATE USD	USD	0.81	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

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

Bloomberg dati al 29/01/2019

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

# Un ricco catalogo.



## UBS House View Weekly

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

Frequenza: settimanale  
Formato: digitale

## UBS House View Monthly Letter

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

Frequenza: mensile  
Formato: digitale

## UBS House View Investor's Guide

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

Frequenza: mensile  
Formato: cartaceo e digitale

## UBS House View Year Ahead 2019

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

Frequenza: annuale  
Formato: cartaceo e digitale

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

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

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

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office («CIO») sono elaborate e pubblicate dalla divisione Global Wealth Management di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata («UBS»).

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

#### **Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi:**

Questa pubblicazione viene distribuita **solo a fini informativi** e non rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione personale né tiene conto degli obiettivi d'investimento, delle strategie d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di un determinato destinatario. Si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come le previsioni, le stime e i prezzi di mercato indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. Il presente documento e le informazioni ivi contenute (tra cui previsioni, valori, indici o altri importi calcolati («Valori»)) non possono in alcun caso essere utilizzati per i seguenti scopi: (i) a fini di valutazione o di contabilità; (ii) per stabilire gli importi dovuti o da versare, il prezzo o il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario; o (iii) per misurare la performance di uno strumento finanziario, anche, tra l'altro, con l'obiettivo di monitorare il rendimento o la performance di un Valore o di definire l'asset allocation di un portafoglio oppure di calcolare le commissioni di performance. Ricevendo il presente documento e le informazioni ivi contenute si ritiene che dichiarate e assicurate a UBS che non userete questo documento e che non farete diversamente affidamento sulle informazioni ivi contenute per gli scopi di cui sopra. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a 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. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per informazioni circa le modalità con cui il CIO gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research).

Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

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

Distribuito a soggetti statunitensi da UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, consociate di UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. UBS Financial Services Incorporated of Puerto Rico è una consociata di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. accetta la responsabilità dei contenuti di un documento predisposto da un'affiliata non statunitense quando distribuisce documenti a soggetti statunitensi. Tutte le transazioni di soggetti statunitensi nei titoli citati nel presente documento devono essere effettuate tramite un broker/dealer registrato negli Stati Uniti e affiliato a UBS e non tramite un'affiliata non statunitense. Il contenuto del presente documento non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità per gli strumenti finanziari o per gli investimenti negli Stati Uniti o altrove. UBS Financial Services Inc. non agisce in veste di consulente municipale a favore di enti municipali o di persone obbligate nell'accezione della Section 15B del Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») e le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non devono essere intesi come una consulenza, né costituiscono una consulenza, nell'accezione della Municipal Advisor Rule.

**Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni:** qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi. **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. **Austria:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, con sede in Wächtergasse 1, A-1010 Vienna. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich è una filiale di

UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza austriaca (Finanzmarktaufsicht, FMA), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione è redatta da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entità regolamentata dalla Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **Cina:** il presente documento è redatto da UBS SA o da una sua succursale o affiliata offshore (collettivamente, «UBS Offshore»). UBS Offshore è un'entità costituita al di fuori della Cina e non è autorizzata né soggetta alla vigilanza o alla regolamentazione in Cina per lo svolgimento di attività bancarie o relative a titoli. Il destinatario non deve contattare gli analisti o l'entità UBS Offshore che hanno allestito il presente documento per richiedere la loro consulenza, in quanto non sono autorizzati a fornire consulenza d'investimento in titoli in Cina. UBS Investment Bank (inclusa l'area Research) produce ricerche e opinioni proprie del tutto indipendenti, che a volte possono discostarsi dalle opinioni di UBS Global Wealth Management. Questo documento non deve essere inteso come un'analisi relativa a titoli specifici. Il destinatario non deve utilizzarlo o fare altrimenti affidamento sulle informazioni ivi contenute per assumere decisioni d'investimento e UBS declina qualsiasi responsabilità al riguardo. **Danimarca:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto danese, ma può essere distribuita da UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE, con sede in Sankt Annæ Plads 13, 1250 Copenhagen, Danimarca, iscritta alla Danish Commerce and Companies Agency con il numero 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filial af UBS Europe SE è soggetta alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza finanziaria danese (Finanstilsynet), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme francese con un capitale sociale di € 132 975 556, 69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle 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. **Israele:** UBS Switzerland AG è registrata come «Foreign Dealer» in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd, un'affiliata interamente controllata da UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd è una società di gestione di portafogli autorizzata che svolge anche attività di commercializzazione degli investimenti ed è disciplinata dalla Israel Securities Authority. Questa pubblicazione non sostituisce la consulenza d'investimento e/o la commercializzazione degli investimenti fornita da un soggetto autorizzato in base alle specifiche esigenze dell'investitore. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht a prestare servizi finanziari e sottoposta alla supervisione della Consob. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. Qualora i servizi vengano forniti al di fuori di Jersey, non saranno coperti dal quadro regolamentare di Jersey. UBS AG, Jersey Branch è una filiale di UBS AG, una società per azioni quotata in borsa costituita in Svizzera e avente sede legale in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basilea e Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurigo. La sede principale di UBS AG, Jersey Branch è in 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto lussemburghese ma a scopo informativo può essere messa a disposizione dei clienti di UBS Europe SE, Luxembourg Branch, con sede in 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo. UBS Europe SE, Luxembourg Branch è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato dall'autorità federale tedesca di vigilanza sui servizi finanziari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) e soggetto alla vigilanza congiunta della BaFin, della banca centrale tedesca (Deutsche Bundesbank) e dell'autorità di vigilanza lussemburghese (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF), alle quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., entità che non fa parte di UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o di alcun altro gruppo finanziario messicano e le cui obbligazioni non sono garantite da terzi. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **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.

Versione 01/2019. CIO82652744

© UBS 2019. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.



