

Recupero post referendum

Da più parti si temeva che i mercati globali subissero i contraccolpi del voto britannico a favore dell'uscita dall'UE e invece si sono registrati rialzi in tutte le fasce di rischio.

Rendimenti obbligazionari

Il ritorno dell'allentamento monetario nel Regno Unito ha spinto ulteriormente al ribasso i rendimenti globali. È quindi ancora più probabile che la stretta monetaria statunitense avvenga a un ritmo molto graduale, poiché la Fed vorrà impedire un dannoso apprezzamento del dollaro.

Politica fiscale

Il referendum britannico ha anche riaperto il dibattito sui limiti della politica monetaria e sulla necessità di utilizzare strumenti alternativi per far accelerare l'economia.

Asset allocation

Confermiamo il sovrappeso nelle azioni degli Stati Uniti e dei mercati emergenti. Abbiamo chiuso la posizione corta nell'AUD rispetto all'USD.



Mark Haefele

Global Chief Investment Officer
Wealth Management

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

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

Il lato positivo della Brexit?

Scopriamo oggi che quella inizialmente denunciata come una rapina a mano armata era in realtà una trattativa male interpretata. No, non mi riferisco alla vicenda dei quattro nuotatori olimpici statunitensi in Brasile: sto parlando della Brexit. Da più parti si temeva che i mercati globali subissero i contraccolpi del voto britannico a favore dell'uscita dall'UE, ma – a parte l'impatto sulla sterlina – il crollo post referendum è durato solo pochi giorni, poiché la reazione rassicurante della Bank of England (BoE) e i solidi dati in altre regioni hanno permesso agli investitori di concentrarsi sulla crescita mondiale. In questo momento i tre indici azionari principali degli Stati Uniti sfiorano livelli record, le azioni dei mercati emergenti si attestano ai massimi degli ultimi 12 mesi, le obbligazioni high yield hanno mostrato una buona tenuta nonostante la volatilità del petrolio e, all'estremo opposto dello spettro del rischio, la domanda di titoli di Stato dei paesi sviluppati è così elevata che il 40% di queste obbligazioni registra ormai rendimenti negativi.

I nostri portafogli diversificati e la posizione di sovrappeso nelle azioni statunitensi hanno beneficiato del recupero post referendum. Nel nostro orizzonte d'investimento tattico a sei mesi crediamo che i mercati conservino ancora un certo potenziale di rialzo. Sovrapesiamo le azioni e le obbligazioni investment grade statunitensi rispetto alle emissioni high grade e le azioni dei mercati emergenti rispetto a quelle svizzere.

Ma è possibile spingersi oltre e tracciare uno scenario che vada al di là del riassorbimento dei timori legati alla Brexit? Che cosa serve perché emerga un eventuale lato positivo del voto che ha fatto tanto discutere? Su scala globale, il referendum britannico ha riaperto il dibattito sui limiti della politica monetaria, che potrebbe rivelarsi proficuo se sfociasse in una serie di stimoli fiscali e monetari più coordinati. E nello stesso Regno Unito, la Brexit può rappresentare un'opportunità storica per migliorare le sorti economiche del paese, se verranno seguiti gli esempi giusti.

La Svizzera ha dimostrato che è possibile prosperare al di fuori dell'UE.

L'economia britannica e quella svizzera hanno molto in comune, compresa la regolamentazione tradizionalmente favorevole alle imprese.

Le società svizzere beneficiano della regolamentazione poco onerosa e dell'adattabilità della forza lavoro.

Sulle orme della Svizzera?

Il Regno Unito dovrà scegliere quale strada imboccare per raggiungere il futuro economico luminoso promesso dai fautori della Brexit, ma non mancano gli esempi di paesi che hanno saputo negoziare con l'Unione europea (UE) e ottenere una maggiore prosperità economica.

Secondo l'allora ministro dell'Economia elvetico, europeista convinto, fu un «triste giorno» quello in cui cittadini svizzeri votarono contro l'ingresso del paese nello Spazio economico europeo (SEE) nel 1992. Eppure, la Confederazione è comunque riuscita a fiorire sul piano economico e dal 2004 ad oggi è risalita di sette posizioni nella classifica globale della competitività del World Economic Forum, fino a raggiungere il primo posto. Grazie al suo modello di regolamentazione poco onerosa ed enfasi sulla competenza, la Svizzera è diventata una calamita in grado di attrarre aziende di tutti i tipi, dalle multinazionali alle start-up. L'anno scorso ha presentato più domande di brevetti pro capite di qualsiasi altro paese al mondo (fig. 1) e supera l'UE in termini di adattabilità della forza lavoro.

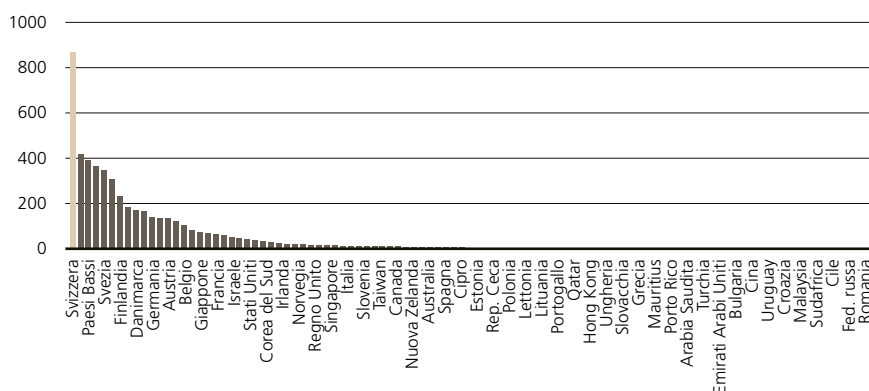
Se i leader politici del Regno Unito vorranno seguirne l'esempio, dovranno prendere decisioni difficili. Ad esempio, pur avendo scelto di rimanere fuori dal circolo europeo, la Svizzera ha aperto le porte ai lavoratori stranieri e ha così potuto accedere al mercato unico e registrare una forte crescita economica. Inoltre, agli occhi del Regno Unito la politica elvetica può sembrare una sorta di austerità permanente: stando ai dati OCSE, dal 2006 al 2014 la Svizzera ha registrato un surplus di bilancio medio pari allo 0,5% del PIL, rispetto al disavanzo medio del 6,5% del PIL del Regno Unito.

Ma il Regno Unito può contare su molte delle caratteristiche necessarie per seguire l'esempio della Confederazione, se lo vorrà. Il tessuto aziendale britannico, come quello elvetico, beneficia di una regolamentazione poco onerosa, una forza lavoro altamente qualificata e una tradizione d'innovazione. Inoltre, fuori dall'UE il Regno Unito sarà maggiormente in grado di creare il tipo di clima propizio alle imprese che contribuisce a spiegare il successo della Svizzera.

Se i leader britannici prenderanno le decisioni giuste, il Regno Unito potrà riuscire a realizzare e sfruttare a lungo il «lato positivo della Brexit».

Fig. 1: la Svizzera è un centro d'innovazione, con più brevetti pro capite che qualsiasi altro paese.

Domande di brevetto europeo per milioni di abitanti nel 2015.



Fonte: Ufficio europeo dei brevetti, UBS; dati a marzo 2016

Il lato positivo per il mondo intero

Oggi

Il «lato positivo della Brexit» emerso sui mercati non è stato determinato dalla pubblicazione di dati economici più positivi del previsto nel Regno Unito; ci vorranno mesi perché gli indicatori attestino inequivocabilmente in che modo l'economia britannica ha reagito al voto. Ben più importante è stato l'impatto amplificato delle dichiarazioni della BoE sui rendimenti globali. L'istituto ha di fatto posto fine al carry trade sui Gilt con l'annuncio di una nuova tornata di allentamento quantitativo e così facendo ha contribuito a ridare slancio alla «caccia ai rendimenti» globale. In particolare, il successivo ribasso dei tassi sui Treasury ha sostenuto le quotazioni.

Il calo dei rendimenti delle obbligazioni high grade globali dopo il referendum britannico favorisce le aziende statunitensi e riduce il costo del debito nei mercati emergenti.

Il calo dei rendimenti riduce il costo del debito societario negli Stati Uniti, facendo aumentare i margini di profitto della più grande economia mondiale. Anche i mercati emergenti beneficiano del minore costo del servizio del debito per le emissioni in valuta estera: di recente i rendimenti degli indici JP Morgan EMBI (titoli di Stato) e CEMBI (obbligazioni societarie) sono scesi rispettivamente al 4,81% e al 4,92%, i livelli più bassi da tre anni a questa parte (fig. 2). Inoltre, il rafforzamento delle valute emergenti rispetto al dollaro più debole frena l'inflazione nei paesi della regione, riducendo l'esigenza per le rispettive banche centrali di alzare i tassi d'interesse.

Il calo dei rendimenti globali rende ancora più probabile che la stretta monetaria statunitense venga attuata a un ritmo molto graduale, poiché la Federal Reserve (Fed) vorrà impedire un dannoso apprezzamento del dollaro. Per quest'anno ci aspettiamo un solo rialzo dei tassi statunitensi, che non avverrà fino a dicembre.

In futuro

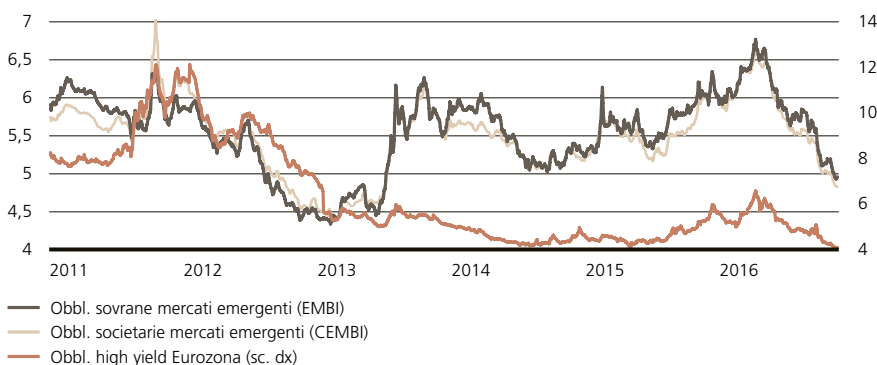
Il governatore della BoE Carney ha sostenuto i mercati escludendo l'adozione di tassi negativi nel Regno Unito.

I nuovi stimoli monetari post referendum sono riusciti a spingere al rialzo gli attivi rischiosi, rassicurando i mercati, ma hanno anche messo in evidenza che il piano di allentamento quantitativo è ormai vicino al suo limite. Il governatore della BoE Mark Carney ha precisato che i tassi d'interesse del Regno Unito resteranno in territorio positivo, anche se ormai il 40% dei titoli di Stato dei paesi sviluppati offre rendimenti negativi. I mercati hanno accolto favorevolmente il suo giudizio

I paesi emergenti possono accendere prestiti in dollari al tasso più basso da circa tre anni.

Fig. 2: il calo dei rendimenti USA ha spinto al ribasso il costo del debito nei mercati emergenti e nel comparto high yield dell'Eurozona.

Rendimento alla scadenza delle obbligazioni sovrane e societarie dei mercati emergenti (USD) e dei titoli high yield dell'Eurozona.



Fonte: Bloomberg L.P., UBS; dati al 22 agosto 2016

Il risultato del referendum britannico ha indotto il nuovo governo a rivalutare i meriti dello stimolo fiscale.

La crescita economica statunitense rimane sostenuta dai robusti consumi interni.

Il rafforzamento della crescita economica dovrebbe favorire il nostro sovrappeso nei mercati azionari emergenti.

critico sull'efficacia dei tassi negativi, che a sua volta eserciterà pressioni sull'Europa e il Giappone in particolare affinché vadano oltre i tagli dei tassi nell'intento di sostenere la crescita.

Il Cancelliere dello Scacchiere Philip Hammond ha già segnalato la conclusione dell'austerità finanziaria sposata dal suo predecessore, George Osborne. La decisione della Commissione europea di non imporre sanzioni a Spagna e Portogallo per aver superato la soglia massima del deficit implica una certa clemenza da parte delle autorità comunitarie nel dopo Brexit, forse dovuta ai timori per l'unità dell'Europa. A sua volta il Giappone, anch'esso vicino ai limiti della politica monetaria, ha varato un pacchetto di misure di spesa pubblica per JPY 28 000 miliardi (USD 276 miliardi).

Non dico che la spesa pubblica sia una panacea per i bassi livelli di crescita e produttività, ma in base a questi segnali il referendum sulla Brexit potrebbe rappresentare il catalizzatore necessario perché i governi adottino politiche più favorevoli alla crescita, permettendo alle banche centrali di riprendere fiato.

La porta perché la Brexit dia risultati positivi sia per il Regno Unito che per i mercati globali è ancora aperta, ma non lo resterà per sempre.

Asset allocation tattica

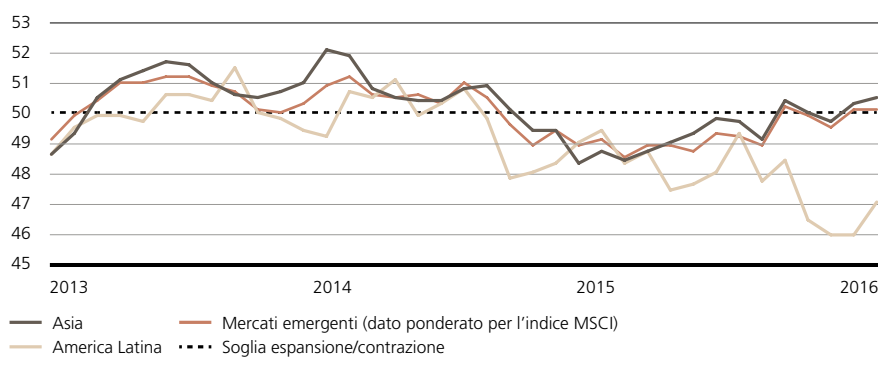
Le tendenze della crescita economica mondiale, delle politiche delle banche centrali e degli utili societari hanno giustificato la nostra propensione al rischio.

I consumi statunitensi si confermano in buona salute; secondo la Fed di Atlanta i salari medi crescono a un ritmo del 3,4%, vicino ai massimi da marzo 2009, e la ricchezza netta delle famiglie americane si attesta a livelli record. La crescita della domanda interna nella seconda metà dell'anno darà impulso agli utili per azione, che dovrebbero aumentare del 3% su base annua. Anche la ripresa delle spese per investimenti nel settore dell'energia è di buon auspicio per l'attività manifatturiera statunitense.

In vista di un aumento solo graduale dei costi di finanziamento, il costo del debito societario si manterrà basso per le aziende degli Stati Uniti e dei mercati emergenti. Questo quadro gioca a favore del nostro sovrappeso nelle azioni statunitensi ed emergenti nei portafogli globali. Le azioni americane rimangono tuttora appetibili rispetto alle obbligazioni high grade, anche se scambiano con un premio del 15% in base al rapporto medio prezzo/utili passati dal 1960. Sui mercati del credito

Fig. 3: gli indicatori anticipatori della crescita dei mercati emergenti si stanno stabilizzando.

Indici dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero di mercati emergenti, Asia e America Latina.



Fonte: Thomson Reuters Datastream, UBS; dati al 2 agosto 2016.

Le azioni dei mercati emergenti beneficiano del rafforzamento degli indicatori anticipatori relativi alla crescita e di una certa stabilizzazione degli utili. Le azioni svizzere, più difensive, dovrebbero sottoperformare.

manteniamo in sovrappeso le obbligazioni investment grade statunitensi, che con uno spread di 109 punti base (pb) offrono ancora un premio di rendimento interessante rispetto ai titoli high grade.

Confermiamo anche il sovrappeso nelle azioni dei mercati emergenti rispetto a quelle svizzere. Sono emersi incoraggianti segnali di stabilizzazione nelle economie emergenti, dove gli indici dei responsabili degli acquisti puntano a un rafforzamento dell'attività nell'Asia emergente e in America Latina (fig. 3). Gli utili appaiono a loro volta più saldi, dopo la flessione del 30% accumulata da inizio 2012. Per contro, il mercato elvetico, che presenta un'elevata esposizione ai settori difensivi, parteciperà in misura minore alla ripresa economica mondiale.

Questo mese abbiamo apportato una modifica all'asset allocation tattica globale chiudendo il sottopeso nel dollaro australiano rispetto al dollaro statunitense. Dopo il secondo taglio dei tassi operato dalla Reserve Bank of Australia a inizio agosto, il quadro di rischio a breve termine per la coppia AUDUSD appare ora più equilibrato. Il dollaro australiano ha mostrato una maggiore tenuta grazie alla performance più solida del previsto del settore industriale in Cina e in altri mercati emergenti, alle indicazioni secondo cui la crescita interna dovrebbe subire meno battute d'arresto a breve termine e all'apparente riluttanza della Fed ad alzare il costo del denaro in una fase in cui altre banche centrali mantengono un orientamento espansivo.

Manteniamo la previsione a 6 mesi per la coppia AUDUSD a quota 0.71 e abbiamo alzato a 0.71 anche la previsione a 12 mesi (da 0.68). Potremmo decidere di riaprire la posizione se l'AUD registrasse un ulteriore apprezzamento, i settori cinesi della «old economy» subissero un rallentamento più marcato del previsto o il mercato scontasse un intervento restrittivo anticipato negli Stati Uniti.



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Seguite Mark Haefele su LinkedIn e Twitter



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

Spunti dall'UBS Investor Forum

In occasione di questo incontro mensile, invitiamo un gruppo di leader di pensiero ad analizzare insieme i temi più attuali sui mercati finanziari e mettere in discussione la UBS House View.

- Secondo i partecipanti, il dibattito sui tempi del prossimo intervento della Fed ha dominato un'estate altrimenti tranquilla.
- I nostri ospiti ritengono che la politica fiscale possa svolgere un ruolo sempre più importante per stimolare la crescita e gli utili globali.
- La caccia ai redditi dovrebbe proseguire su scala globale, favorendo le obbligazioni a più alto rendimento e le azioni dei mercati emergenti.

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office WM sono elaborate e pubblicate da Wealth Management e Retail & Corporate o Wealth Management Americas, divisioni di UBS AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata o consociata («UBS»). In alcuni paesi, UBS AG viene indicata come UBS SA. Questo materiale viene distribuito solo a fini informativi e non rappresenta un'offerta né una sollecitazione di offerta diretta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo materiale sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come i prezzi indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. I prezzi di mercato riportati nei grafici e nelle tabelle di performance corrispondono ai corsi di chiusura della rispettiva borsa principale. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale. È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per lo sviluppo delle previsioni economiche del Chief Investment Office (CIO), gli economisti del CIO hanno collaborato con gli economisti impiegati presso UBS Investment Research. Tutte le previsioni e le stime si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggette a cambiamenti senza preavviso. Per informazioni circa le modalità con cui UBS CIO WM gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a www.ubs.com/research. Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni: qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi. **Arabia Saudita:** la presente pubblicazione è stata autorizzata da UBS Saudi Arabia (una controllata di UBS SA), una società per azioni chiusa dell'Arabia Saudita costituita nel Regno dell'Arabia Saudita, iscritta al registro commerciale con il numero 1010257812 e avente sede legale presso Tatweer Towers, Casella postale 75724, Riad 11588, Regno dell'Arabia Saudita. UBS Saudi Arabia è autorizzata e disciplinata dalla Capital Market Authority of Saudi Arabia. **Australia:** il presente avviso viene pubblicato da UBS AG ABN 47 088 129 613 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231087). Il presente documento viene pubblicato e distribuito da UBS AG, nonostante eventuali indicazioni diverse contenute nel documento. Il documento è destinato all'utilizzo esclusivo da parte dei Clienti Wholesale secondo la definizione della Sezione 761G («Wholesale Clients») del Corporation Act 2001 (Cth) (Corporations Act). In nessun caso UBS AG potrà mettere il documento a disposizione di un Cliente Retail secondo la definizione della Sezione 761G («Retail Clients») del Corporations Act. I servizi di ricerca di UBS AG sono offerti unicamente ai Clienti Wholesale. Il documento è costituito da informazioni di carattere generale e non tiene conto degli obiettivi d'investimento o finanziari né della situazione fiscale o di particolari esigenze di una persona specifica. **Bahamas:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti privati di UBS (Bahamas) Ltd e non può essere distribuita a persone definite come cittadini o residenti delle Bahamas dalle Bahamas Exchange Control Regulations. **Bahrain:** UBS è una banca svizzera non autorizzata né sottoposta a vigilanza o regolamentata nel Bahrain dalla Central Bank of Bahrain e non intrattiene attività bancarie o d'investimento nel Bahrain. Per questo motivo, i Clienti non godono di alcuna protezione relativamente alle leggi e ai regolamenti locali sui servizi bancari e d'investimento. **Brasile:** la presente pubblicazione è redatta da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entità regolamentata dalla Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Canada:** in Canada, la presente pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Wealth Management Canada da UBS Investment Management Canada Inc. **EAU:** il presente rapporto di ricerca non costituisce un'offerta, una vendita o una consegna di azioni o altri titoli ai sensi della legislazione degli Emirati Arabi Uniti (EAU). Il contenuto di questo rapporto non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità degli Emirati Arabi Uniti, ivi compresa la Central Bank of United Arab Emirates oppure la Dubai Financial Services Authority, the Emirates Securities and Commodities Authority, il Dubai Financial Market, l'Abu Dhabi Securities Market o qualsiasi altra borsa degli EAU. Il presente materiale è destinato solo ai clienti professionali. UBS AG, Dubai Branch è disciplinata dalla DFSA nel DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG non è autorizzata dalla Central Bank of the UAE a fornire servizi bancari negli EAU e non è autorizzata dalla UAE Securities and Commodities Authority. L'Ufficio di rappresentanza di UBS AG ad Abu Dhabi è autorizzato dalla Central Bank of the UAE a operare quale ufficio di rappresentanza. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., società anonyme francese con un capitale sociale di € 125 726 944.69, boulevard Haussmann, F-75008 Parigi, R.C.S. Paris B 421 255 670, ai clienti esistenti e potenziali. UBS (France) S.A. è un fornitore di servizi d'investimento debitamente autorizzato ai sensi del Code Monétaire et Financier e regolamentato dalle autorità bancarie e finanziarie francesi come l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita ai sensi della legge tedesca da UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Francoforte sul Meno. UBS Deutschland AG 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 istituito registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. **India:** il presente documento è distribuito da UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefono: +912261556000. Numeri di registrazione SEBI: NSE (segmento del mercato dei capitali): INB230951431, NSE (segmento di F&O) INF230951431, BSE (segmento del mercato dei capitali) INB010951437. **Indonesia:** la presente ricerca o pubblicazione non è intesa come offerta pubblica di titoli ai sensi della Capital Market Law e delle sue disposizioni esecutive. I titoli menzionati in questo materiale non sono stati e non saranno registrati secondo la Capital Market Law e le sue disposizioni. **Israele:** UBS Switzerland AG è registrata come «Foreign Dealer» in collaborazione con UBS Wealth Management Israel Ltd, un'affiliate 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 (Italia) S.p.A., via del Vecchio Politecnico 3, Milano, banca debitamente autorizzata alla prestazione dei servizi d'investimento dalla Banca d'Italia e sottoposta alla supervisione della Consob e della Banca d'Italia. **Jersey:** UBS AG, Jersey, è regolamentata e autorizzata dalla Jersey Financial Services Commission al fine di svolgere attività bancarie, d'investimento e di gestione di fondi. **Lussemburgo:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto del Lussemburgo, ma può essere messa a disposizione a scopo informativo ai clienti di UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Lussemburgo, R.C.S. Luxembourg B 11142, una banca regolamentata e sotto la supervisione congiunta della Banca centrale europea e della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), alla quale la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. **Messico:** questo documento è stato distribuito da UBS Asesores México, S.A. de C.V., entità che non fa parte di UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. o di alcun altro gruppo finanziario messicano e le cui obbligazioni non sono garantite da terzi. UBS Asesores México, S.A. de C.V. non garantisce nessun rendimento. **Nuova Zelanda:** il presente avviso è distribuito ai clienti di UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (titolare della licenza Australian Financial Services n. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, da UBS Wealth Management Australia Ltd. La presente pubblicazione o il presente documento UBS le viene fornito poiché lei ha comunicato a UBS di essere un cliente certificato quale investitore wholesale e/o investitore idoneo («Certified Client») con sede in Nuova Zelanda. La presente pubblicazione o il presente documento non è destinato ai clienti che non sono clienti certificati («Non-Certified Client») e se lei è un cliente non certificato non deve farvi affidamento. Se, nonostante questo avviso, farà comunque affidamento sulla presente pubblicazione o sul presente documento, (i) riconosce che non può fare affidamento sui contenuti della presente pubblicazione o del presente documento e che le eventuali raccomandazioni od opinioni contenute nella presente pubblicazione o nel presente documento non sono rivolte né fornite a lei e (ii) nella misura consentita dalla legge (a) tiene indenni UBS e le sue consociate o entità collegate (e i rispettivi amministratori, funzionari, agenti e consulenti, ciascuno una «Relevant Person») per eventuali perdite, danni, passivi o pretese che possano sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento e (b) rinuncia a ogni diritto o facoltà di rivalsa nei confronti delle persone rilevanti per (o in relazione a) eventuali perdite, danni, passivi o pretese che lei possa sostenere o subire a seguito di o in relazione al fatto che lei faccia affidamento senza autorizzazione sulla presente pubblicazione o sul presente documento. **Paesi Bassi:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica o una sollecitazione analoga ai sensi della legge dei Paesi Bassi, ma può essere messa a disposizione a scopo informativo ai clienti di UBS Bank (Netherlands) B.V., una banca disciplinata e soggetta alla vigilanza di De Nederlandsche Bank (DNB) e della Autoriteit Financiële Markten (AFM), alle quali questa pubblicazione non è stata presentata per la relativa approvazione. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS AG, autorizzata e regolamentata dalla Financial Market Supervisory Authority in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority e alla vigilanza limitata della Prudential Regulation Authority. I dettagli riguardanti la portata della vigilanza da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS London nel territorio del Regno Unito. Laddove i prodotti o i servizi forniti provengano da paesi esterni al Regno Unito, gli stessi non saranno coperti dalla legislazione del Regno Unito o dal Financial Services Compensation Scheme. **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 clienti di UBS Bank, S.A. da UBS Bank, S.A., banca registrata presso il Banco de España. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziali o dietro loro richiesta. **USA:** questa pubblicazione non potrà essere diffusa nel territorio degli Stati Uniti d'America, né potrà essere distribuita a persone di nazionalità statunitense né da collaboratori di UBS con sede negli Stati Uniti d'America. UBS Securities LLC è una succursale di UBS AG e un'affiliate di UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services è una succursale di UBS AG.

Versione 06/2016.

© UBS 2016. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.