

Quale sarà la prossima mossa nella guerra globale dei dazi?

UBS House View - **Weekly Global**

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

Al centro dell'attenzione

1. I riflettori restano puntati sulle tensioni commerciali.

In una settimana dominata ancora una volta dalla guerra dei dazi, le azioni globali hanno perso lo 0,4%. Ci aspettiamo tuttora che prima o poi Washington e Pechino raggiungano un accordo, ma nel frattempo i mercati potrebbero continuare a registrare andamenti turbolenti. La direzione dei mercati nel prossimo futuro dipenderà da vari fattori: 1) il proseguimento o il fallimento definitivo dei negoziati commerciali; 2) la rapidità con cui il governo americano darà seguito alla minaccia di Donald Trump di applicare dazi sui restanti prodotti cinesi per 300 miliardi di dollari; 3) la possibilità che Pechino attui ulteriori misure ritorsive; 4) la decisione degli Stati Uniti di alzare o meno le tariffe sulle importazioni di automobili; 5) le reazioni a livello di politica monetaria e fiscale; e 6) le eventuali ripercussioni sulla crescita economica mondiale. Uno sviluppo positivo è che gli Stati Uniti hanno rimandato l'applicazione di dazi sulle importazioni di auto provenienti dalla UE e dal Giappone. Tuttavia, la scorsa settimana gli Stati Uniti hanno pubblicato una lista di merci cinesi da 300 miliardi di dollari che verranno soggette a nuovi dazi in caso di fallimento delle trattative, mentre la Cina ha annunciato tariffe ritorsive a partire dal 1° giugno. Monitoreremo inoltre il rischio che il Presidente Trump cominci a credere che i vantaggi politici derivanti dal pugno di ferro nei confronti della Cina prevalgano sui rischi per l'economia.

Conclusione: restiamo del parere che le posizioni di rischio debbano essere controbilanciate da posizioni anticicliche e di recente abbiamo aperto un sottopeso sul dollaro australiano rispetto al dollaro statunitense. I green bond contribuiscono a loro volta a mitigare i rischi nei portafogli creditizi, poiché presentano un profilo meno ciclico.

2. Le misure varate dal governo americano sottolineano la vasta portata del conflitto con la Cina.

Gli Stati Uniti hanno annunciato nuovi provvedimenti che di fatto estromettono il gigante cinese delle telecomunicazioni Huawei dalla rete delle comunicazioni statunitense, anche se l'ordine esecutivo non menziona esplicitamente l'azienda. Inoltre, il Dipartimento del Commercio statunitense ha inserito Huawei e 70 imprese ad essa affiliate nella cosiddetta «Entity

Questa settimana

La Fed ha assunto di nuovo un orientamento neutrale? Gli investitori hanno dato un'interpretazione piuttosto restrittiva al comunicato rilasciato dalla Federal Reserve a margine dell'ultima riunione e, per la nona volta su dieci da quando l'istituto è presieduto da Jerome Powell, le azioni statunitensi hanno subito una flessione in concomitanza con un incontro della Fed. Il verbale della riunione sarà pubblicato il 22 maggio.

Le tensioni legate al commercio diminuiranno? I mercati hanno ricevuto segnali contrastanti circa le prospettive dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina. Difficilmente verranno compiuti progressi significativi prima del vertice del G20 di fine giugno, ma ci aspettiamo che alti funzionari e politici continuino a rilasciare indicazioni, che probabilmente faranno passare in secondo piano le notizie relative all'economia e agli utili aziendali.

La fiducia globale si riprenderà? Nel timore che l'escalation della guerra dei dazi danneggi l'economia mondiale, sono aumentati gli afflussi verso i beni rifugio, quali yen giapponese, oro e Treasury statunitensi a 10 anni. I PMI flash di eurozona e Stati Uniti, in uscita questa settimana, dovrebbero indicare la reazione del clima di fiducia alla maggiore incertezza relativa al commercio, in particolare dopo il debole rapporto sulla produzione industriale statunitense pubblicato la scorsa settimana.

Il presente rapporto è stato elaborato da UBS AG. Vi preghiamo di leggere i commenti di natura legale in coda al documento.

List»: ciò significa che i fornitori americani dovranno chiedere apposita autorizzazione per poter trasferire tecnologia a queste società. Le indicazioni che le aziende americane hanno intenzione di applicare le nuove restrizioni hanno causato un ribasso dei titoli dell'hardware informatico nella giornata di lunedì, con ripercussioni lungo l'intera filiera del settore. La decisione dell'amministrazione Trump è in linea con la nostra tesi secondo cui la disputa tra le due superpotenze va ben oltre il commercio ed è la sintesi di un conflitto più prolungato in cui la tecnologia svolge un ruolo essenziale. Washington ha anche avvertito i Paesi alleati, tra cui la Germania e il Regno Unito, che il loro accesso all'intelligence americana potrebbe venire ridotto se utilizzeranno apparecchiature 5G di Huawei. Gli attriti tra Stati Uniti e Cina continueranno probabilmente a registrare fiammate periodiche, ma crediamo che a lungo termine gli investitori possano beneficiare delle tecnologie abilitanti: l'intelligenza artificiale, la realtà aumentata/virtuale, i big data, il cloud e il 5G favoriranno una rivoluzione tecnologica e nei prossimi cinque anni dovrebbero registrare una crescita complessiva dei ricavi nell'ordine del 12,8% l'anno.

Conclusione: è possibile evitare di prendere decisioni d'investimento affrettate e costose assumendo un posizionamento di lungo periodo. Inoltre, gli investitori possono ottenere un'esposizione alle tendenze strutturali facendo ricorso a posizioni azionarie diversificate e agli strumenti alternativi.

3. L'aumento della volatilità non è un buon motivo per disinvestire dall'azionario statunitense.

Il calo del 2,4% accusato dall'S&P 500 il 13 maggio, il secondo più pesante dell'anno, ha dimostrato che la volatilità si è impennata dopo il tweet con cui Donald Trump ha annunciato l'aumento delle tariffe doganali a inizio mese. Tuttavia, nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo ancora che l'indice salga a 2950 punti nei prossimi sei mesi. L'ultima stagione degli utili ha dimostrato la tenuta dei profitti, che nel primo trimestre hanno registrato un'espansione di circa il 2,5% a/a. Ci aspettiamo una crescita del 3% per quest'anno e del 7% l'anno prossimo. I rischi di recessione sono bassi e, nel contesto di una dinamica economica positiva, le azioni non ci sembrano sopravvalutate. L'S&P 500 quota con un P/E di 16,6x in base alle stime degli utili prospettici a 12 mesi, rispetto a una media di 20x in periodi simili di bassa inflazione e disoccupazione ai minimi. Gli sviluppi sul fronte del commercio rappresentano il rischio principale. Se tutte le tariffe minacciate finora entrassero in vigore, la crescita degli utili potrebbe ridursi del 4,5% e quella del PIL dello 0,75-1%, innescando un ribasso del 10-15% delle azioni americane.

Conclusione: deteniamo un'esposizione all'azionario statunitense tramite il nostro sovrappeso sulle azioni globali e nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo un rialzo dei mercati azionari; tuttavia, controbilanciamo questa posizione con un'opzione put sull'S&P 500 con strike di 2700.

Investimenti sotto i riflettori

In fuga dal rischio. Nella settimana al 15 maggio i fondi azionari hanno subito deflussi per 19,5 miliardi di dollari, che hanno portato il totale da inizio anno a 135 miliardi di dollari.

Verso il reddito fisso. La scorsa settimana gli investitori hanno invece riversato 5,1 miliardi di dollari nei fondi obbligazionari, che hanno così segnato la diciannovesima settimana consecutiva di afflussi (dati EPFR).

Deeper Dive

Quale sarà la prossima mossa nella guerra globale dei dazi?

di Mark Haefele, Global Chief Investment Officer

Nel medio periodo i mercati saranno sospinti da vari fattori, ma gli investitori potrebbero faticare a destreggiarsi tra tanti elementi diversi. Per il momento, le tensioni tra gli Stati Uniti e i loro principali partner commerciali continuano a causare volatilità sui mercati azionari. Crediamo che la volontà comune di evitare un rallentamento dell'economia mondiale spingerà Washington e Pechino a trovare un compromesso, prima o poi. Continueremo però anche a valutare la necessità di assumere ulteriori coperture contro i ribassi e ci aspettiamo che nel prossimo futuro l'andamento dei listini dipenda essenzialmente dai seguenti sei fattori.

1. Il proseguimento o il fallimento definitivo dei negoziati commerciali

Le tensioni dichiarate tra Cina e Stati Uniti si sono aggravate la scorsa settimana, quando entrambi i leader hanno cercato di dimostrare che non hanno intenzione di cedere per primi.

2. La rapidità con cui il governo americano darà seguito alla minaccia di Donald Trump di applicare dazi sui restanti prodotti cinesi per 300 miliardi di dollari

Sono già state avviate le procedure per applicare nuove tariffe sui prodotti cinesi attualmente esenti per un valore di 300 miliardi di dollari, un processo che dovrebbe richiedere circa due mesi. Se non verrà raggiunta un'intesa al summit del G20 di fine giugno, i nuovi dazi potrebbero essere imposti in tempi molto rapidi.

La disputa tra i due Paesi va ben oltre le tasse alla dogana sulle importazioni dalla Cina. Il Presidente Trump ha anche firmato un ordine esecutivo in cui dichiara l'emergenza nazionale relativa alle minacce contro le tecnologie delle comunicazioni, gettando le basi per avviare di fatto un embargo nei confronti di Huawei, il gigante cinese di attrezzature telecom. A sua volta, il Dipartimento del Commercio statunitense ha inserito Huawei e 70 imprese ad essa affiliate nella cosiddetta «Entity List», con l'obiettivo ultimo di impedire ai fornitori americani di vendere componenti a queste società. Se entrasse in vigore, il divieto per Huawei di acquistare chip statunitensi segnalerebbe che Trump ha deciso di passare alle maniere forti per costringere la Cina a firmare un accordo commerciale.

3. La possibilità che Pechino attui ulteriori misure ritorsive in aggiunta alle tariffe annunciate il 13 maggio

Pechino ha alzato le tariffe su 60 miliardi di dollari di merci americane, portando i dazi fino al 25%, ma finora non sono emersi segnali di altri provvedimenti ritorsivi. La Cina non ha ancora manifestato l'intenzione di alzare nuovamente i dazi sulle importazioni di auto statunitensi o di sospendere gli acquisti di prodotti agricoli americani. Si tratta di un segnale positivo, che indica la volontà da parte delle autorità cinesi di raggiungere un'intesa.

4. La decisione degli Stati Uniti di alzare o meno le tariffe sulle importazioni di automobili

Il Presidente Trump ha rimandato «per un massimo di sei mesi» la decisione sui nuovi dazi per i veicoli e i componenti auto, per dare all'Unione europea e al Giappone il tempo di raggiungere un accordo volto a «ridurre o restringere» le esportazioni verso gli Stati Uniti. Questa proroga è positiva per i mercati, ma non elimina la possibilità che vengano applicati nuovi dazi.

5. Le reazioni a livello di politica monetaria e fiscale

Nelle ultime due settimane, la People's Bank of China ha iniettato liquidità mediante la sua linea di credito di medio termine a un anno e ha abbassato il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche di piccole e medie dimensioni. Ci aspettiamo inoltre che questo coefficiente venga ridotto di altri 100-200 punti base (pb).

La reazione delle autorità cinesi non è passata inosservata. Donald Trump ha dichiarato in un recente tweet che, se la Federal Reserve effettuasse interventi di pari entità, gli Stati Uniti vincerebbero a mani basse. Ci aspettiamo che la banca centrale americana resista alle pressioni politiche, ma il verbale della riunione del FOMC, in uscita questa settimana, dovrebbe chiarire se l'incertezza legata al commercio e il deterioramento dei dati economici possano indurre la Fed a tagliare i tassi d'interesse.

6. Le eventuali ripercussioni sulla crescita economica mondiale

Ad aprile i dati sull'attività industriale si sono indeboliti sia negli Stati Uniti che in Cina. Le indagini PMI sulla fiducia delle imprese di maggio, che saranno diffuse questa settimana negli Stati Uniti (e nell'eurozona), potrebbero illustrare l'impatto degli attriti commerciali sul sentiment. La scorsa settimana il Presidente della Fed di New York, John Williams, ha affermato che osserva attentamente gli indicatori in uscita per valutare le eventuali ripercussioni delle tensioni commerciali.

A nostro avviso, la strada verso un accordo sarà probabilmente accidentata. Nel nostro scenario di riferimento, prima o poi verrà raggiunta un'intesa, non verranno applicate ulteriori tariffe sui restanti prodotti cinesi per 300 miliardi di dollari attualmente esenti e i dazi in vigore verranno almeno in parte revocati. Tuttavia, sapendo che a Donald Trump piace tenere il mondo intero con il fiato sospeso, assegniamo solo una probabilità del 50% a questo scenario. Potrebbero essere necessarie ricadute negative sull'economia e sui mercati finanziari perché il governo statunitense si convinca ad agire per ridurre le tensioni commerciali.

Pertanto, pur continuando a raccomandare di rimanere investiti per generare una crescita dei portafogli a lungo termine, per affrontare la volatilità di breve periodo consigliamo di dotarsi di strategie di protezione quali i put spread, la diversificazione delle posizioni e la selettività nel settore del credito. Le nostre attuali posizioni anticicliche, tra cui il sottopeso sul dollaro australiano, l'esposizione allo yen giapponese e la put sull'S&P 500, hanno prodotto buoni risultati in questa fase di volatilità. Continueremo a monitorare il nostro posizionamento e ad apportare le modifiche opportune in base all'evoluzione delle prospettive di rischio e rendimento.

Performance dei mercati

	CIO view	1w total return	3m total return	Year-to-date total return
MSCI All Country World	OW	1.4%	2.2%	12.9%
S&P 500		1.8%	3.2%	15.0%
Euro Stoxx 50	UW	3.2%	6.8%	16.3%
MSCI EM		-1.9%	-4.6%	3.8%
FTSE 100	UW	3.0%	3.5%	11.6%
SMI	UW	3.0%	6.7%	17.9%
NIKKEI 225	OW	0.5%	0.4%	7.5%
US high grade bonds	UW	0.1%	2.4%	3.9%
Euro high grade bonds	UW	0.3%	2.2%	3.8%
US investment grade bonds		0.1%	2.5%	4.6%
Euro investment grade bonds	OW	0.1%	2.0%	3.8%
US high yield bonds		-0.1%	2.3%	8.4%
European high yield bonds		0.3%	2.5%	5.7%
EM sovereign bonds	OW	0.4%	2.3%	7.3%
EM corporate bonds		-0.1%	2.4%	6.4%

Source: Bloomberg, UBS as of 20.05.2019

Note: OW = overweight, UW = underweight

Regional view - Italia

Politiche divergenti e valute



Matteo Ramenghi

Chief Investment Officer UBS WM Italy

«Le principali aree economiche mostrano strategie molto diverse. Quali sono i riflessi per le principali valute? Yen, corona norvegese ed euro sembrano ben posizionati.»

Le principali aree economiche stanno procedendo con politiche fiscali e monetarie quanto mai diverse e non sembrano essere coordinate o, almeno, copiarsi l'un l'altra, come avveniva in passato. Gli Stati Uniti hanno alzato i tassi d'interesse, ma la riforma fiscale di Trump aumenta il deficit del bilancio federale, mentre l'eurozona mantiene una forte disciplina dei bilanci pubblici, ma stenta a uscire da politiche monetarie espansive, e il Giappone conferma politiche espansive su più fronti. Anche la Cina sembra reagire a ogni forma di rallentamento con politiche monetarie espansive e, spesso, anche con manovre fiscali.

La debolezza dell'economia europea e le imminenti elezioni hanno pesato sul cambio EURUSD. Tuttavia, gli ultimi dati economici suggeriscono una stabilizzazione nel vecchio continente e la prossima generazione di leader europei potrebbe avere un approccio meno espansivo e, di conseguenza, favorire la forza dell'euro. In un contesto d'incertezza politica su entrambi i lati dell'Atlantico, ci aspettiamo che a breve termine il dollaro possa rimanere ben sostenuto, ma allungando l'orizzonte crediamo che i fondamentali dell'economia europea (surplus commerciale e basso deficit dei bilanci pubblici) siano destinati a spingere il cambio EURUSD su livelli più elevati.

In chiave difensiva, manteniamo un sovrappeso sullo yen giapponese. Per via dei suoi tassi d'interesse bassi e prevedibili, lo yen è la valuta che viene utilizzata da molti investitori speculativi per finanziare posizioni su altre piazze finanziarie, per esempio una posizione sull'indice azionario statunitense S&P 500. Questo fa sì che, nelle fasi di volatilità delle borse, alcune di queste posizioni vengano

chiuse e gli investitori si trovino a dover ricomprare yen per ripagare i finanziamenti che erano stati utilizzati, facendone salire le quotazioni. Dal nostro punto di vista, il sovrappeso sullo yen consente di mitigare la volatilità dei portafogli.

L'ennesimo rinvio della Brexit a ottobre ha dato sollievo alla sterlina e ha fatto sì che molti investitori posticipassero decisioni più radicali riguardo il mercato britannico. L'economia per il momento sta reggendo: sulla carta, la Bank of England avrebbe più possibilità di alzare i tassi rispetto alla BCE, ma la separazione dall'Unione europea creerà non poche incertezze. In questa fase, preferiamo non mantenere posizioni aperte sulla sterlina.

Il franco svizzero, come in passato, ha beneficiato dell'incertezza politica che oggi abbonda a livello globale. Notiamo però che i recenti segnali di stabilizzazione dell'economia dell'eurozona fanno pensare che l'uscita da politiche monetarie espansive sarà più rapida per la BCE che per la Banca nazionale svizzera, che necessariamente deve mantenere qualche mese di ritardo. Per questo, favoriamo l'euro contro il franco svizzero.

Restando in Europa, siamo più positivi sulla corona norvegese. Di recente sembra essere stata dimenticata dagli investitori, ma l'economia cresce del 2,5% e anche l'inflazione si attesta su livelli simili, che potrebbero spingere la Norges Bank, la banca centrale, ad annunciare un aumento dei tassi verso la fine dell'anno.

La Cina è stata accusata da Trump di aver mantenuto artificialmente basso il valore

del renminbi per favorire l'export. Ciò non è facilmente dimostrabile, ma certamente la People's Bank of China ha spesso reagito a fasi di debolezza economica tagliando i tassi o favorendo i prestiti bancari e, indirettamente, indebolendo la valuta. Ci aspettiamo che questo approccio venga mantenuto e, pertanto, in questa fase siamo cauti sul renminbi.

Di recente abbiamo avviato anche un sottopeso sul dollaro australiano. L'Australia è notevolmente esposta agli scambi commerciali con la Cina e la Reserve Bank of Australia potrebbe reagire alle minacce di protezionismo tagliando i tassi d'interesse. Siamo cauti anche sul dollaro canadese perché, nonostante la stabilizzazione dell'economia, crediamo che la banca centrale manterrà un approccio complessivamente accomodante.

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. 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 statutari di 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 Mobiliários 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. **Austria:** la presente pubblicazione non deve essere intesa come un'offerta pubblica ai sensi del diritto austriaco, ma a scopo informativo può essere distribuita ai 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), a cui 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 distribuita da UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. e/o da UBS Consenso Investimentos Ltda., entità regolamentate 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. **EAU:** UBS non è autorizzata negli EAU dalla Central Bank of the UAE né dalla Securities and Commodities Authority. UBS AG, Dubai Branch è una società autorizzata nel DIFC dalla Dubai Financial Services Authority. **Francia:** questa pubblicazione è distribuita da UBS (France) S.A., société anonyme française 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 clienti di UBS Europe SE, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Francoforte sul Meno, un'entità soggetta alla vigilanza del Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Grecia:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate come banca o istituto finanziario ai sensi della legislazione greca e non forniscono servizi bancari e finanziari in Grecia. Di conseguenza, UBS fornisce questi servizi solamente da filiali al di fuori della Grecia. Il presente documento non può essere considerato un'offerta pubblica rivolta o da rivolgere a persone residenti in Grecia. **Hong Kong:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS AG, Hong Kong Branch da UBS AG, Hong Kong Branch, banca autorizzata ai sensi della Hong Kong Banking Ordinance e istituto registrato ai sensi della Securities and Futures Ordinance. **India:** la presente pubblicazione è distribuita da UBS Securities India Private Ltd. 2/ F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefoni: +912261556000. Numeri di registrazione SEBI: NSE (segmento mercato dei capitali): INB230951431, NSE (segmento F&O) INF230951431, BSE (segmento mercato dei capitali) INB010951437. **Indonesia, Malaysia, Filippine, 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 materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Ogni consulenza fornita e/o transazione eseguita da UBS ai sensi del materiale sarà stata fornita solamente dietro sua specifica richiesta o eseguita dietro sua specifica istruzione, a seconda del caso, e potrà essere ritenuta tale da UBS e da lei. 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. **Italia:** questa pubblicazione è distribuita ai clienti di UBS Europe SE, Succursale Italia, via del Vecchio Politecnico 3, 20121 Milano, filiale di UBS Europe SE, una banca tedesca debitamente autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a prestare servizi finanziari, sottoposta alla vigilanza sia della BaFin che 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 distribuita ai 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:** le presenti informazioni sono state distribuite da UBS Asesores México, S.A. de C.V. (UBS Asesores), un'affiliata di UBS Switzerland AG, costituita come società di consulenza d'investimento non indipendente ai sensi della legge del mercato dei valori in virtù della sua relazione con una banca estera. UBS Asesores è un'entità regolamentata ed è soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), che disciplina UBS Asesores esclusivamente per quanto riguarda i servizi di gestione di portafoglio e di consulenza d'investimento in valori mobiliari, l'analisi e l'emissione di raccomandazioni d'investimento individuali, cosicché la CNBV non ha né può avere facoltà di vigilanza su qualsiasi altro servizio fornito da UBS Asesores. UBS Asesores è registrata presso la CNBV con il numero di registro 30060. Le è stata fornita la presente pubblicazione o il presente materiale UBS poiché ha comunicato a UBS Asesores di essere un investitore qualificato sofisticato con sede in Messico. Il compenso dell'analista/degli analisti che ha/hanno allestito il presente rapporto è determinato esclusivamente dal research management e dal senior management dell'entità del Gruppo UBS presso la quale tale/i analista/i presta/prestano servizio. **Nigeria:** UBS Switzerland AG e le sue affiliate (UBS) non sono autorizzate, soggette a vigilanza o regolamentate in Nigeria dalla Central Bank of Nigeria (CBN) né dalla Securities and Exchange Commission (SEC) della Nigeria e non svolgono attività bancarie o d'investimento in Nigeria. **Portogallo:** UBS Switzerland AG non è autorizzata a svolgere attività bancarie e finanziarie in Portogallo e non è sottoposta alla vigilanza delle autorità di regolamentazione portoghesi (Banco de Portugal e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários). **Regno Unito:** la presente pubblicazione è approvata da UBS Switzerland AG, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari in Svizzera. Nel Regno Unito, UBS Switzerland AG è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority ed è soggetta alla regolamentazione della Financial Conduct Authority e alla regolamentazione limitata della Prudential Regulation Authority. Informazioni dettagliate sulla portata della regolamentazione da parte della Prudential Regulation Authority sono disponibili su richiesta. Membro del London Stock Exchange. Questa pubblicazione è distribuita ai clienti retail di UBS London nel 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. Si prega

di informare UBS qualora non si desidera più ricevere alcuna corrispondenza. **Singapore:** 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 materiale per errore, UBS la invita a distruggerlo/cancellarlo e informarne immediatamente UBS. Per qualsiasi questione derivante da o in connessione con la presente analisi o relazione, la preghiamo di contattare UBS AG, Singapore Branch, un Exempt Financial Adviser ai sensi del Singapore Financial Advisers Act (Cap.110) e banca wholesale autorizzata ai sensi del Singapore Banking Act (Cap. 19) e disciplinata dalla 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, 28006, Madrid, soggetta alla vigilanza della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) e del Banco de España, ai quali la presente pubblicazione non è stata sottoposta per l'approvazione. È inoltre autorizzata a fornire servizi d'investimento in titoli e strumenti finanziari, in relazione ai quali è anche soggetta alla vigilanza della Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). UBS Europe SE, Sucursal en España è una filiale di UBS Europe SE, un istituto di credito costituito ai sensi del diritto tedesco sotto forma di Societas Europaea, debitamente autorizzato e disciplinato dalla BaFin. **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. **Taiwan:** il presente documento è fornito da UBS AG, Taipei Branch ai sensi delle leggi di Taiwan, in accordo con i clienti esistenti/potenziati o dietro loro richiesta.

Versione 04/2019. CIO82652744

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